

Zur Auswirkung des Euro auf die Anlagestrategie

Mit dem 1. Januar 1999 werden vorerst elf europäische Länder ihre eigene Währung aufgeben und sich dem Euro anschliessen. Zeit also, dass sich die institutionellen Investoren Gedanken über all-fällige Massnahmen bezüglich ihrer Anlagepolitik machen.

Immer wieder zu hören sind dabei drei Aussagen:

- Mit dem Euro werden die Währungsrisiken der Anlagen innerhalb der Mitgliederländer wegfallen und somit für die Anleger mit der zukünftigen Referenzwährung Euro „sicherer“.
- Andererseits werden durch die Elimination der europäischen Währungsvielfalt die Diversifikationsmöglichkeiten eingeschränkt.
- Eine Länder- beziehungsweise Währungsallokation für Aktien macht wenig Sinn; vielmehr sind für die Strategiefestlegung die Aktien nach Branchen zu gliedern.

Wie sind diese drei Aussagen zu beurteilen, und mit welchen Auswirkungen des Euro auf die Anlagepolitik ist zu rechnen? Einige Überlegungen dazu finden sich im vorliegenden Editorial.

* Ich danke Rolf Banz sowie Urban Müller für ihre wertvollen Kommentare.

Wegfall des Währungsrisikos

In zahlreichen Studien wurde belegt[1], dass Obligationen in fremden Währungen für einen Investor mit einer stabilen Referenzwährung ein hohes Risiko aufweisen, und dass dieses vor allem auf das Fremdwährungsrisiko zurückzuführen ist. Als Konsequenz allozieren die Investoren denn auch den Grossteil ihrer Nominalwertanlagen in die entsprechende Heimwährung, es sei denn, ihre Verbindlichkeiten lauten überwiegend auf andere Währungen.

Offensichtlich fällt mit der Währungsunion dieses Fremdwährungsrisiko innerhalb der teilnehmenden Länder weg. Damit vergrössert sich für einen Anleger der Eurozone per Anfang 1999 (und faktisch bereits heute) das Universum an Nominalwertanlagen ohne Fremdwährungsrisiko. Festverzinsliche Anlagen in Euro werden also strategisch eine bedeutende Stellung einnehmen.

Weniger evident ist die Auswirkung des Euro auf das Risiko von europäischen Aktien. Erstens ist das Währungsrisiko von Aktien im Verhältnis zu ihrem Gesamtrisiko bedeutend kleiner, und zweitens ist nicht zum vornherein klar, ob beispielsweise eine französische Aktie für den heutigen DM-Investor mit der Währungsunion weniger Risiken beinhalten wird.[2]

Zunächst stellt sich die Frage, was das Fremdwährungsrisiko von Aktien überhaupt ist. Aus ökonomischer Sicht müsste darunter die Sensitivität der Aktienrendite auf unerwartete Änderungen in den verschiedenen Währungen verstanden werden. Während im Falle von Obligationen das Währungsrisiko zu einem grossen Teil mit der Währung, auf welche die Zahlungsverprechen lauten, übereinstimmt, ist im Falle von Aktien die Rechnungswährung, in welcher sie gehandelt werden, nicht unbedingt relevant. Analog der Tatsache, dass zum Beispiel eine an der NYSE gehandelte US-Aktie für einen Schweizer Investor das gleiche Risikoprofil aufweist wie das in der Schweiz kotierte Zertifikat derselben Aktie, wird sich auch das Risiko einer französischen Aktien aus Sicht eines deutschen Anlegers nicht zwingend ändern, nur weil die Aktie in der neuen Referenzwährung des Investors, dem Euro, gehandelt wird.

Fundamental gesehen müsste das Währungsrisiko hauptsächlich der Währungsexponierung entsprechen, mit welcher die betreffende Unternehmung in ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit konfrontiert ist. Produziert beispielsweise eine Firma mit französischem Hauptsitz in Italien und exportiert in die U.S.A., so wird der Geschäftsgang von der Dollarentwicklung relativ zur Lira beeinflusst. Es ist nicht zu erwarten, dass der Dollareinfluss mit der Einführung des Euro verschwindet, es sei denn die Firma sichert das Währungsrisiko ab.

Wirtschaftet hingegen eine europäische Firma vor allem innerhalb der Eurozone, so fallen Unsicherheiten bezüglich der innereuropäischen Währungsentwicklung tatsächlich weg. Die Firma, und natürlich ihre Konkurrenz, kann bezüglich Produktionsstandorte und Absatzgebiete besser planen und möglicherweise mit einer stabileren Entwicklung rechnen.

Ob europäische Aktien für den Euro-Anleger weniger risikoreich werden, ist im Gegensatz zu den Obligationen keineswegs gegeben. Vermutlich dürfte dies höchstens in geringem Umfang und nur für überwiegend in der Eurozone tätige Unternehmen der Fall sein.

Geringere Diversifikationsmöglichkeiten

Der Wegfall von Diversifikationsmöglichkeiten durch die Währungsunion wird meines Erachtens überschätzt respektive falsch eingeschätzt. Die Diversifikation dient der Elimination von unsystematischen Risiken. Da Fremdwährungen als solche über eine längere Periode keine Risikoprämie abwerfen, handelt es sich bei ihnen um unsystematische Risiken.[3]

Befindet sich nämlich das Währungsgefüge in einem Gleichgewicht im Sinne der Kaufkraftparität, so ist nicht einzusehen, warum der Investor des Landes A für das Halten der Währung B entschädigt werden sollte. Natürlich ist die Gleichgewichtsannahme oft nicht erfüllt, womit Wechselkursrisiken positive aber auch negative Prämien beinhalten können. Über sehr lange Zeit gesehen scheinen sich allerdings diese Wechselkursrisikoprämien aufzuheben.

Fremdwährungsrisiken sind deshalb kaum honorierte und also unsystematische Risiken. Institutionelle Investoren mit stabilen Referenzwährungen halten aus diesem Grund denn auch relativ wenige Obligationen in Fremdwährungen, oder sichern diese gar permanent gegen das Devisenrisiko ab. Da die Währungsunion solche unsystematischen Risiken eliminiert, entfällt der Bedarf zur Diversifikation. Ausserdem tragen Fremdwährungsrisiken nur zu einer geringen Risikoreduktion anderer Anlagen bei.

Branchen- versus Länderallokation

Eine Modeerscheinung in anlagepolitischen Fragen ist die Präferenz für den Branchenansatz gegenüber der Ländersteuerung im Rahmen der Bewirtschaftung von Aktien. Tatsächlich dürfte es in der zukünftigen Eurozone wenig Sinn mehr machen, die Aktien nach Länder zu gruppieren. In diesem Zusammenhang ist allerdings zu fragen, ob es je einmal sinnvoll war, eine Länderallokation zu definieren. So ist ja beispielsweise nur der Hauptsitz von Nestlé in der Schweiz, während

Nestlé wirtschaftlich vor allem ausserhalb der Schweiz tätig ist.

Zunächst ist festzuhalten, dass die Klassifizierung der Aktien nach Länder weniger ökonomisch sondern organisatorisch begründet ist. Es geht ja primär darum, in der Praxis den Anlageentscheid einfach und dermassen zu gestalten, dass das Risiko überwacht und gesteuert werden kann. Dabei wird das Anlageuniversum der Aktien in klar definierte und bezüglich Risikoprofil differenzierte Gruppen eingeteilt.

Meines Erachtens sprechen mindestens die drei folgenden Überlegungen für eine Gruppierung nach Länder. Erstens ist die Länderzugehörigkeit jeder einzelnen Aktie in der Regel eindeutig und offensichtlich. Demgegenüber ist weder die Branchenunterteilung einheitlich^[4] noch die Zuteilung von Firmen in die verschiedenen Branchen eindeutig festgelegt. Zweitens basiert die ganze „Infrastruktur“ der Portfoliomanager und Anleger überwiegend auf dem Länderansatz. Dies hat wohl ein historischer Grund, indem die Anleger zuerst in Aktien ihres eigenen Landes investierten und erst mit der Zeit Aktien anderer Länder in ihr Portfolio aufnahmen. Auch die bestehenden Terminkontrakte beziehen sich immer noch mehrheitlich auf Basisanlagen, die nach geographischen Kriterien definiert sind. Und drittens ist nicht à priori klar, dass die Branchen- im Vergleich zur Länderzuordnung das Renditeverhalten der Aktien besser zu erklären vermag. Im Rahmen der Portfoliokonstruktion erscheint mir die Berücksichtigung anderer Faktoren als die beiden genannten als weitaus wichtiger.

Es ist also fraglich, ob auf weltweiter Ebene der Länder- durch den Branchenansatz abgelöst wird. Dass die Aktienstrategie innerhalb von Europa nicht mehr unbedingt nach Ländern erfolgt, ist hingegen nicht von der Hand zu weisen. Ob es allerdings die Brancheneinteilung oder andere Kriterien wie Unternehmensgrösse, Anlagestil und dergleichen sind, wird sich weisen. Dabei gilt zu bedenken, dass infolge der sprachlichen und kulturellen Vielfalt in Europa nicht sämtliches Gedankengut von den U.S.A. übernommen werden

kann. Während beispielsweise ein amerikanischer Branchenanalyst in den U.S.A. ziemlich ungehindert wirken kann, wird sein europäischer Kollege nicht umhin kommen, nicht nur verschiedene Sprachen zu beherrschen, sondern auch das notwendige lokale Kulturverständnis aufzubringen.

Anlagestrategie eines Euro-Investors

Für einen in Euro denkenden Investor bringt die Währungsunion vor allem im Bereich der Nominalwertanlagen materielle Veränderungen. So wird das risikoarme Segment der Heimwährung – immer unter der Annahme einer stabilen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank – ein sehr viel grösseres Anlageuniversum, aber wohl auch eine grössere bonitätsmässige Vielfalt anbieten. Dies erfordert im Rahmen des Fixed Income Management den Ausbau und die Professionalisierung der Kreditrisikoanalyse, der Transaktionsabwicklung sowie der Portfoliokonstruktion.

Der Anteil der Fremdwährungsobligationen wird durch den Wegfall wichtiger europäischer Währungen einerseits geschmälert. Andererseits sorgen Währungen von neueren, aufstrebenden Ländern für eine gewisse Kompensation.

Bei den Aktienanlagen dürfte zumindest innerhalb von Europa das Länderdenken der Vergangenheit angehören. Damit verschwindet vermutlich auch die psychologische Vorliebe der Anleger für die Aktien des eigenen Landes – der sogenannte „Home Country Bias“. Oder mit anderen Worten: der „Home Country Bias“ dürfte durch die Vorliebe für europäische Aktien im Sinne eines „Home Area Bias“ ersetzt werden. Im allgemeinen sollte dies zu besser diversifizierten Aktienportfolios führen. Den professionellen Aktienanlegern stellt sich dabei die grosse Herausforderung, wie sie im Rahmen ihrer Analyse mit der sprachlichen und kulturellen Vielfalt Europas umgehen.

Perspektiven eines SFr.-Investors

Die Auswirkung der Währungsunion auf die Anlagestrategie eines in SFr. denkenden Investors hängt vor allem vom zukünftigen geldpolitischen Szenario ab. Aus heutiger Sicht ist die Variante einer stabilen europäischen Geldpolitik plausibel. Als Konsequenz dürfte der SNB, trotz teilweise gegenteiligen Äusserungen verschiedener SNB-Vertreter, praktisch nur die Option eines stabilen Wechselkurses zum Euro offenstehen, um die schweizerische Wirtschaft nicht unnötigen Währungsrisiken auszusetzen. Damit ist es fraglich, ob der Zinsbonus des SFr. weiter Bestand haben wird. Sind die Wechselkurse einmal explizit auf eine enge Bandbreite zum Euro fixiert, gibt es kaum einen Grund, dass die realen SFr.-Zinsen signifikant unter dem Eurozinsniveau liegen.

Geht ein Investor von diesem Szenario aus, sollte er den Anteil der Obligationen in den zukünftigen Eurowährungen zu Lasten von SFr.-Obligationen erhöhen. Er würde sich damit gegen das Risiko eines relativen Zinsanstiegs des SFr. zum Euro absichern. Darüber hinaus stellen Obligationen in Euro zunehmend ein Substitut von SFr.-Obligationen dar. Unter der Annahme von eingeschränkten Währungsfluktuationen des Euro zum SFr. weisen die Obligationen in Euro vergleichbarer Bonität keine wesentlichen Mehr Risiken zu einheimischen Obligationen mehr auf. Ganz abgesehen davon, dass die Verpflichtungen der meisten schweizerischen Institutionen und auch privaten Anleger vermehrt auf den Euro lauten werden.

Die Ausweitung des Anlageuniversums der Nominalwertanlagen ohne Wechselkursrisiko auf den Euroraum ermöglicht es dem nach wie vor obligationenlastig angelegten institutionellen Schweizer Investor, eine breitere Schuldnerdiversifikation zu erreichen und ein liquideres Portfolio zu konstruieren. Beides eine Notwendigkeit.

Auch der Schweizer Investor dürfte den europäischen Aktienmarkt als einen einzigen Markt betrachten und vom Länderdenken wegkommen. Ebenfalls wird sich die Frage stellen, ob die Übergewichtung des Heimmarktes, welche oft auch

reglementarisch bedingt ist, noch zeitgemäss ist. Dies umso mehr, als sich die Kapitalisierung des Schweizer Aktienmarktes zunehmend auf einige wenige Titel konzentriert.

Fazit

Diese Überlegungen führen mich zum Schluss,

- dass die europäische Währungsunion bedeutende Auswirkungen auf die Anlagepolitik europäischer Anleger haben wird;
- dass die Auswirkungen auf die Eigenschaften der Nominalwertanlagen signifikant und absehbar sind im Sinne einer Vergrösserung des Anlageuniversums ohne Wechselkursrisiken;
- dass die Auswirkungen auf die Aktienanlagen weniger absehbar und allenfalls vor allem psychologischer Natur sind im Sinne des Abbaus des „Home Country Bias“;
- dass ein Schweizer Investor mit Vorzug bereits heute den Anteil an Obligationen der zukünftigen Eurowährungen erhöht, um sich gegen einen möglichen Zinsangleich zu schützen ohne aber massive Wechselkursrisiken in Kauf nehmen zu müssen;
- dass an die Verantwortlichen sowohl für die Anlagestrategie wie auch des operativen Portfoliomanagements grosse Anforderungen gestellt werden im Sinne einer Änderung beziehungsweise eines Ausbaus der Anlagestrategie und deren Implementierung;
- dass die relevanten Gesetze, Verordnungen, Statuten und Reglemente rechtzeitig anzupassen sind, um sinnvolle Massnahmen nicht zu verunmöglichen;
- dass sich für die zukünftige wissenschaftliche Arbeit zahlreiche interessante Fragen im Zusammenhang mit der Währungsunion und deren Auswirkung stellen.

Fussnoten

- [1] Vgl. dazu beispielsweise SOLNIK (1996) oder auch SCHWEIZER (1997).
- [2] Dies lässt sich auch aus den Erkenntnissen von CHOW, LEE und SOLT (1997) ableiten. Siehe auch MÜLLER (1998).
- [3] Vgl. DUMAS und SOLNIK (1995) sowie DE SANTIS und GERARD (1998).
- [4] So kennt der MSCI- beispielsweise andere Branchen als der FT-Aktienindex.

Literatur

- DE SANTIS G. und B. GERARD (1998): „How big is the premium for currency risk“, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- DUMAS B. und B. SOLNIK (1995): „The world price of foreign exchange risk“, *Journal of Finance* 50, p. 445–479.
- CHOW E. H., W. Y. LEE und M. E. SOLT (1997): „The exchange rate risk exposure of asset returns“, *Journal of Business* 70, p. 105–123.
- MÜLLER U. (1998): „Sind Hedge Ratios wertvoll für die Währungsabsicherung: Schätzprobleme und ihre Auswirkungen“, in „Methodische Fragen der Vermögensverwaltung“, Band 3, herausgegeben von SBC und NZZ (C. Kutscher, G. Schwarz), erscheint demnächst.
- SCHWEIZER C. (1997): „Fremdwährungsobligationen: Ist eine Währungsabsicherung für den Schweizer Investor sinnvoll?“, Pictet & Cie, Genève/Zürich.
- SOLNIK B. (1996): „International Investments“, Addison Wesley, 3rd edition.