

# Ausland-Diversifikation nur für Aktien sinnvoll

*Höhere Verzinsung von Nicht-Franken-Obligationen wird durch Währungsrisiken «aufgefressen»*

Die Streuung in Fremdwährungen bringt je nach Anlageklasse unterschiedliche Resultate. Ausländische Aktien sollten übergewichtet werden, von Obligationen ausserhalb der eigenen Rechnungswährung lässt man am besten die Finger.

*Pirmin Hotz*

Um zusätzliche Ertragsquellen zu erschliessen und die Risiken zu streuen, disponieren Anleger ihre Vermögenswerte international. Dabei erliegen sie oft der Verlockung höherer ausländischer Zinsen bei Obligationen. Nicht erst seit der jüngsten Währungskrise lässt sich aber zeigen, dass sich die Währungs-Diversifikation für Schweizer Obligationäre, ganz im Kontrast zu den Aktionären, nicht lohnt.

## Kein Blick zurück

Gemischte Wertschriftenportfolios, die Obligationen und Aktien umfassen, lassen sich sowohl mit historischen als auch mit erwarteten Renditen optimieren. Dabei ist interessant zu beobachten, wie sich effiziente Portfolios über den Lauf der Zeit zusammensetzten. Teilt man die vergangenen zwei Jahrzehnte in vier Fünfjahresperioden, so zeigt sich, dass sich das optimale Portfolio, das aufgrund der historischen Renditen, Volatilitäten und Korrelationen der jeweils vorangegangenen Periode optimiert wurde, im Zeitablauf extrem stark verändert. Während in der Periode 2007 bis 2011 das optimale Portfolio den festverzinslichen Teil ausschliesslich in Franken investierte, da dieser in dieser Phase stark aufgewertet hat, gab es vorangehende Perioden, in denen ein Schweizer Anleger mit Obligationen vollständig den Risiken der Fremdwährungen ausgesetzt war. In diesen Perioden profitierte der Investor von stabilen oder erstarkten Devisen, aber auch, gerade in der Konvergenzphase der späten neunziger Jahre in der Euro-Zone, von stark fallenden Zinsen im Ausland.

Werden historische Renditequellen zur Optimierung verwendet, zeigt sich überdies bei Aktien, dass das optimale Portfolio in der Regel ausschliesslich aus ausländischen Titeln besteht. Wird

nun jeweils das optimale Portfolio einer Periode für die folgende als Basis verwendet, so errechnet sich eine jährliche Durchschnittsrendite von 1,9% bei einer Volatilität von 11,2% über die Periode 1997 bis 2011. Daraus lässt sich schliessen, dass Vergangenheits-Renditen keine verlässliche Indikation für die Zukunft sind.

## Volatilitäten ändern kaum

Wenn wir von effizienten und kaum prognostizierbaren Märkten auszugehen haben, drängt sich zur Optimierung von Portfolios auf, erwartete Renditen zu verwenden, die auf einem Risiko-prämien-Modell basieren. Dabei wird unterstellt, dass Obligationen langfristig einen Mehrertrag von 2 Prozentpunkten pro Jahr gegenüber dem Geldmarkt abwerfen, während Aktien gegenüber Obligationen jährlich um 4,5 Prozentpunkte besser abschneiden.

Innerhalb der entsprechenden Anlageklasse sind die Ertragserwartungen alle gleich, weil gemäss Zinsparität höhere Verzinsungen in fremden Märkten langfristig durch Währungsverluste kompensiert werden. Diese arbiträre Erkenntnis wird auch durch die Langzeiterfahrungen bezüglich Dollar-, Pfund- oder Euro-Entwicklung vollauf bestätigt. Im Kontrast zu den Renditen, die im Zeitablauf unprognostizierbar sind, kennzeichnen sich Volatilitäten und Korrelationen durch eine erstaunlich hohe Stabilität.

## Prognosen bringen Stabilität

Eine Optimierung aufgrund nicht historisch berechneter, sondern möglichst objektiv evaluierter Renditeerwartungen bringt Portfolios zutage, die im Zeitablauf wesentlich stabiler sind und in Bezug auf Risiko und Rendite vorteilhafter abschneiden. Das optimale Misch-Portfolio weist im Durchschnitt 48% Frankenobligationen und nur gerade 2% Fremdwährungen auf. Aufgrund seiner negativen Korrelation zum Franken hat einzig der japanische Yen in den vergangenen Jahren als guter Diversifikator gewirkt.

Optimierungs-Berechnungen über verschiedene Perioden machen deutlich, dass es sich für Schweizer Anleger nicht lohnt, Fremdwährungsrisiken im festverzinslichen Segment zu tragen.

Bei Aktienanlagen ergibt sich die Erkenntnis, dass ein erheblicher Anteil von rund 60% international und ein kleinerer von 40% im Inland positioniert werden soll. Offensichtlich ist es also für Schweizer Anleger trotz Währungsrisiken langfristig sinnvoll, einen überwiegenden Teil der Aktienanlagen in ausländische Werte zu investieren. Im Gegensatz zu Obligationären werden nämlich die Aktionäre für die Inkaufnahme von Fremdwährungsrisiken auf ausländischen Papieren entschädigt. Selbst in der jüngsten Periode, die gekennzeichnet war durch drastische Währungsabwertungen, hat es sich gelohnt, in ausländische Dividendenpapiere anzulegen.

## «Home-Bias» auch ineffizient

In der Währungskrise tendierten viele Schweizer dazu, sämtliche Fremdwährungsrisiken abzusichern oder nur noch inländische Werte zu kaufen. Das ist eine Überreaktion, die empirisch auf wackeligen Füßen steht. Auch Schweizer Unternehmen sind international aufgestellt und stehen nicht unter Heimatschutz. Der Durchschnittsertrag des effizienten Portfolios steigt über die Gesamt-Periode auf 3,9%, und das Risiko ist im Vergleich zur historischen Optimierungsbetrachtung mit 8,5% deutlich tiefer. Auch im Vergleich mit einem konstruierten 50/50-Vergleichsindex von Pictet, der einen hohen Fremdwährungsanteil bei Obligationen ausweist, schneidet das optimale Misch-Portfolio deutlich besser ab. Zusammenfassend ergibt sich, dass ein Schweizer Anleger langfristig rund 40% seiner Aktienanlagen im Inland und 60% im Ausland halten sollte, während er strategisch bei den Obligationen nahezu gar keine Fremdwährungsrisiken eingehen sollte.

Dr. Pirmin Hotz ist Gründungspartner der Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen AG, Baar.