

SIGLO Timeout Nr. 46

Hedged Shareclasses: Resultate einer Masterarbeit

Einführung

Treuen Timeout-Lesern wird aufgefallen sein, dass uns die Währungsthematik beschäftigt. Während es in Timeout Nr. 40 um die Manipulationsvorwürfe und die Ausführungsqualität von Fremdwährungs-(kurz FX)-Transaktionen ging, behandeln wir im Timeout hier verschiedene Strategien für die Fremdwährungsabsicherung auf Ebene einzelner Anlagefonds. Wir diskutieren die Resultate einer von SIGLO betreuten Masterarbeit an der Uni Zürich, welche die Hedging Prozesse und Renditen währungsge-sicherter Anlageklassen von mehreren tausend Fonds (sogenannte Hedged Shareclasses) untersucht.

Ausgangslage

Bei Investitionen im Ausland, sollte man sich mit der Frage beschäftigen, wie mit dem damit verbundenen Fremdwährungsrisiko umzugehen ist. Soll man es absichern oder als potentiellen Diversifikations- oder sogar Renditefaktor im Portfolio behalten? Die klassische akademische Literatur und diverse Anleger oder Consultants lassen uns im Glauben, dass eine Absicherung von Fremdwährungen ein "Free Lunch" wäre, mit der man kostenlos die Volatilität reduzieren kann. Mittlerweile dürfte klar sein, dass es an den Finanzmärkten kaum solche gratis Deals gibt. Das soll aber nicht heissen, man solle nicht absichern! Die Frage ist bloss wie genau. Dort genau beginnt denn auch die Masterarbeit, wo die teilweise oder vollständige Absicherung der Fremdwährungsrisiken bereits beschlossen ist. Nicht behandelt werden die konkrete Umsetzung und die Auswahl spezifischer Instrumente dafür. Ebenfalls möchten wir uns der Fragen nach den Renditen bzw. Renditefaktoren von Fremdwährungen erst in einem künftigen Timeout widmen.

Vorgehen

In Bezug auf Kollektivanlagen gibt es im Prinzip zwei übergeordnete Varianten für die Fremdwährungsabsicherung. Die erste Möglichkeit ist eine Investition in ungesicherte Fonds-Klassen zusammen mit einer portfolioübergreifenden Absicherung (z.B. via ein Currency Overlay). Die Alternative ist die direkte Investition in gesicherte Fonds-Klassen, eben die Hedged Shareclasses. Letztere detailliert auf Effizienz und Kosten zu analysieren war Ziel der Masterarbeit.

Zur Beurteilung der Ausführungsqualität einer Fremdwährungsabsicherung innerhalb von Hedged Shareclasses wurden die Resultate mit sinnvollen Benchmarks verglichen. Um nicht Äpfel mit Birnen zu vergleichen, sollte einem Benchmark die gleiche, oder zumindestens eine ähnliche, Strategie zur Absicherung zugrunde liegen wie der Fonds selbst, da unterschiedliche Strategien zu drastischen Unterschieden führen

können. Um dieses Problem anzugehen, wurden Interviews über die Praxisrelevanz verschiedener Strategien mit einer Reihe von Fondsmanagern durchgeführt. Die zentrale Botschaft dieser Interviews lag darin, dass sich heute wiederum zwei Ansätze in der Praxis durchgesetzt haben.

Fremdwährungen abzusichern, kann sehr sinnvoll sein, ist aber nie ein Free Lunch.

Perfect Hedge oder Index Hedge

Der erste wird als "Perfect Hedge" bezeichnet. Hier wird mit einem 1-Monats-Zeithorizont das Fremdwährungs-Exposure mit dem Abschluss von Termingeschäften (Forwards) vollkommen eliminiert. Um wirklich kein Währungsrisiko offen zu lassen, muss beim Abschluss des Forwards die nominale Höhe des Exposures am Ende der Zeitperiode bekannt sein. Somit antizipiert dieser Benchmark perfekte Voraussicht, wo der Wert des Portfolios in einem Monat liegen wird. In der Realität ist das natürlich nicht umsetzbar und erfordert ein aktives, kontinuierliches Anpassen der Absicherung innerhalb der Periode, sobald sich der Wert des Portfolios verändert.

Die zweite, simplere Methode wird heute oft von Indexanbietern verwendet und sichert am Ende eines Monats genau den Wert des Portfolios über den folgenden Monat ab. Im Gegensatz zum Perfect Hedge wird das Hedge-Volumen innerhalb der Periode nicht angepasst. Dies impliziert, dass aufgrund von Preisbewegungen oder Flows innerhalb einer Periode Über- oder Unterabsicherungen entstehen, deren positive oder negative Effekte sich über den Zeitraum aufsummieren. Die Interviews zeigen, dass sich aktive Manager eher an der ersten Strategie orientieren. Sie passen also ihre Absicherung an Bewegungen ihres Portfolios an. Passive oder ETF-Manager hingegen orientieren sich oft und nicht ganz überraschend an der Index-Methode.

Basierend auf diesen beiden Ansätzen wurden Benchmarks für jede analysierte Fonds-Klasse berechnet und diese dann daran gemessen. Insgesamt basiert die Arbeit auf über 2'500 Fonds, die über ungesicherte und gehedgte Shareclasses verfügen und ihre Performance-Daten auf Morningstar zur Verfügung stellen. Da es sich bei den von uns untersuchten Hedged Shareclasses fast ausschliesslich um aktiv verwalteten Fonds handelt, wurde der Perfect-Hedge-Ansatz als primärer Benchmark gewählt.

Resultate

Es zeigt sich, dass die durchschnittliche Hedged Shareclass Kosten von rund 40 Basispunkte pro Jahr gegenüber dem Benchmark aufweist. In der Theorie entsteht aber jeweils keine Abweichung! Was auf den ersten Blick nach viel aussieht lässt sich aber relativieren, denn diese Benchmark ist nur theoretisch und praktisch fast unerreichbar. Sie abstrahiert von Transaktionskosten, sowie einer Reihe von weiteren Problematiken die sich bei der praktischen Umsetzung ergeben. Weiterführende Analysen der Arbeit erklären Teile der Underperformance und passen die Erwartungen der Realität an. Sie zeigen aber zugleich das Potenzial, welches oft klar verfehlt wird. Relativ zu einem Index-Hedge Benchmark variieren die Renditen von gut drei Vierteln aller analysierten Fonds nicht signifikant, was im Schnitt für uns akzeptabel aber nicht beeindruckend gut wirkt.

Weiter wurde analysiert, ob es Unterschiede in den Kosten gibt, je nach zugrundeliegender Anlageklasse. Hierbei zeigt sich, dass vor allem riskantere Anlageklassen, wie z. B. Aktien oder Rohstoffe, auch zu höheren Kosten im Bezug auf die Währungsabsicherung aufweisen. Ob dies nur an den grösseren Herausforderungen beim Hedging liegt, können wir heute nicht beurteilen.

Grosse Unterschiede zwischen Fonds

Das wohl interessanteste Ergebnis der Arbeit zeigt der Vergleich der einzelnen Fondsanbieter untereinander. Hierzu wurden alle Klassen eines Fondsanbieters aggregiert und ihren Hedgingkosten entsprechend in Quartile eingeteilt. Fonds aus dem besten Quartil übertreffen Fonds des schlechtesten Quartils um über ein Prozent Rendite pro Jahr allein aufgrund des besseren Hedgings. Da alle Fondsanbieter vor denselben Herausforderungen beim Hedging stehen, ist dieser Unterschied überraschend hoch. Offenbar kann man sich als Fondsmanager positiv (oder negativ mit dem Hedging) in Szene setzen.

Fonds aus dem besten Quartil übertreffen Fonds des schlechtesten Quartils um über ein Prozent Rendite pro Jahr dank ihres besseren Fremdwährungs-Hedgings.

Fazit

Die wichtigsten Erkenntnisse sind, dass Hedging in der Realität weder gratis noch trivial ist und in diversen verschiedenen Formen betrieben wird. Es gibt gravierende Unterschiede, sowohl in den Ansätzen als auch der praktischen Umsetzung. Die Arbeit hilft uns, rationale und praxistaugliche Erwartungen an die Relevanz und die Kosten der Fremdwährungsabsicherung zu bilden und zeigt, welche Elemente man im Auge behalten muss.

Vor allem zeigt die Rendite-Diskrepanz zwischen Fondsanbietern, wie wichtig eine Überwachung des Währungsmanagements ist und wie stark sie bei der Selektion berücksichtigt werden sollte. Dies ist mit Blick auf dem damit verbundenen Mehraufwand zwar auch kein Free Lunch, aber wenigstens müsste sich er langfristig auszahlen.

SIGLO Capital Advisors AG

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,
berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,
unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,
erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,
ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.*

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

