

# Das Problem der Währungsabsicherung aus der Sicht der Schweizerischen Nationalbank

Dr. Mario A. Corti\*

Seit dem Übergang zum System flexibler Wechselkurse sind bereits mehr als zehn Jahre verflossen. Mit der Zäsur vom 23. Januar 1973 haben sich die monetären Rahmenbedingungen der schweizerischen Wirtschaft tiefgreifend geändert. Einerseits erlaubte die Freigabe des Frankenkurses der Notenbank, die Kontrolle über das Geldmengenwachstum in den Griff zu bekommen und damit eine wesentliche Voraussetzung für die Wiedergewinnung der Preis- und Kostenstabilität zu schaffen. Andererseits aber stellten und stellen die häufig unerwarteten und oft heftigen Kurschwankungen unsere auslandverflochtenen Unternehmen vor immer wieder neue Währungsprobleme.

Diese Probleme sind in der Regel um so schwieriger, je weniger eine Firma in der Lage ist, langfristig zu denken und zu handeln. Ein sehr grosses, kapitalkräftiges Unternehmen mit regelmässig anfallenden Auslandsaufträgen und verschiedensten Mittelbeschaffungsmöglichkeiten in Fremdwährung wird es normalerweise leichter haben als ein binnenorientierter Mittelbetrieb, der nur sporadisch mit dem Problem der Währungsabsicherung konfrontiert wird. Um so wichtiger ist es deshalb gerade für einen Mittelbetrieb, die Natur des Währungsrisikos gedanklich zu durchdringen und die möglichen Absicherungsmaßnahmen sorgfältig an seine spezifischen Gegebenheiten anzupassen.

Damit ist bereits angedeutet, dass auch die Schweizerische Nationalbank keine Patentrezepte zur Lösung des Absicherungsproblems vermitteln kann. Hingegen wird nachstehend versucht, auf einige Überlegungen und Erkenntnisse hinzuweisen, die es erleichtern sollen, das Problem der Währungsabsicherung in angemessener Perspektive zu betrachten. Obwohl die Situation des Exporteurs im Vordergrund steht, gelten

die meisten Aussagen mutatis mutandis für den mit Währungsrisiken konfrontierten Importeur.

Im Rahmen dieser Tagung wurde bereits dargestellt, wie mannigfaltig und schwer erfassbar die Bestimmungsfaktoren flexibler Wechselkurse sind und welche ansehnliche Zahl von Instrumenten dem Zwecke der Währungsabsicherung dienen kann. Ich möchte mich deshalb ganz bewusst auf einige Teilaspekte der Währungsabsicherung am Devisenterminmarkt beschränken, wobei drei Fragen näher untersucht werden sollen:

- (I) Welche grundsätzlichen Kurssicherungsstrategien stehen einem in Fremdwährung fakturierenden Exporteur am Devisenterminmarkt zur Verfügung?
- (II) Wie unterscheiden sich die ertragsmässigen Ergebnisse der möglichen Kurssicherungsstrategien?
- (III) Warum und wie ergänzt das neuartige Instrument der Devisenoption die bestehenden Kurssicherungsfaszilitäten?

Nicht eingetreten wird in diesem Referat auf die Möglichkeiten und Grenzen der Nationalbank, Wechselkursfluktuationen in Schranken zu halten. Im folgenden wird somit angenommen, dass die Wechselkurse frei schwanken und dass die Notenbank ihre Geldmengenpolitik auf das Ziel der Preisstabilität ausrichtet.

## **I Welche Kurssicherungsstrategien stehen einem Exporteur am Devisenterminmarkt zur Verfügung?**

Ein Exporteur, der wiederkehrende Deviseneingänge in konvertiblen Währungen erwartet, hat verschiedene Möglichkeiten der Kurssicherung. Verzichtet er auf eine jeweils kongruente Verschuldung in Fremdwährung oder auf eine Absicherung bei der Exportrisikogarantie (ERG), so hat er am Devisenterminmarkt die Wahl zwischen drei Verhaltensweisen. Er kann

- überhaupt nie absichern (stets per Kassa konvertieren);

\* Schweizerische Nationalbank, Zürich. Gekürzte und leicht überarbeitete Fassung eines Referats, gehalten am 24. September 1982 im Rahmen des Aussenwirtschaftlichen Seminars 1982 des Schweizerischen Instituts für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Marktforschung, St. Gallen.

- immer absichern (auf Termin verkaufen);
- selektiv absichern (je nach Einschätzung der Aussichten).

Es stellt sich somit die Frage, welches Vorgehen am erfolgversprechendsten ist. Eine Absicherung eliminiert die Unsicherheit über den künftigen Wechselkurs, und hierin liegt ihr Nutzen; sie ist aber gleichzeitig mit Kosten verbunden. Über die tatsächlichen Kosten einer Kurssicherung bestehen jedoch häufig Unklarheiten. Nach einer auch heute noch verbreiteten Auffassung entsprechen diese Kosten dem Terminabschlag, d.h. also der Differenz zwischen dem heutigen Kassakurs und dem (unter schweizerischen Verhältnissen) normalerweise tieferen Terminkurs. Begründet wird diese Betrachtungsweise mit dem Hinweis, nach Abschluss eines Devisentermingeschäfts sei nur noch der vereinbarte Terminkurs massgebend; die laufende Entwicklung des Kassakurses hingegen sei für den Exporteur irrelevant geworden.

Diese «buchhalterische» Betrachtungsweise stellt die Einzeltransaktion in den Vordergrund. Von «ökonomischen» Kosten einer Kurssicherungsstrategie kann aber auf die Dauer nur dann gesprochen werden, wenn im Schnitt und über längere Zeit gemessen der in Franken konvertierte, akkumulierte Devisenerlös bei einer bestimmten Strategie tiefer liegt als bei einer anderen möglichen Strategie. In diesem Lichte gesehen ist es keineswegs offensichtlich, dass eine Absicherung am Terminmarkt ins Gewicht fallende Kosten mit sich bringt. Diese These soll in diesem Referat begründet werden.

Betrachtet wird das Währungsgeschehen der letzten zehn Jahre, das durch starke Schwankungen von Wechselkursen und Zinssätzen geprägt war. Dabei bleibe dahingestellt, welche Faktoren letztlich diese Veränderungen bewirkten: der in Fremdwährung fakturierende Exporteur musste damit leben und danach trachten, sich gegen negative Wechselkurseinflüsse bestmöglich zu schützen.

Es wird des weiteren angenommen, der Exporteur habe am Ende jeder Absicherungsperiode mit einem gleichbleibenden Fremdwährungseingang rechnen können. Die Unsicherheit bezieht sich also ausschliesslich auf den zukünftigen Kassakurs, nicht aber auf den Umfang oder den Zeitpunkt der erwarteten Zahlungseingänge; diese vereinfachende Annahme erlaubt es, die Re-

sultate der drei Kurssicherungsstrategien sauber zu vergleichen. Dabei werden bei der dritten Strategie, die einen ganzen Fächer von Möglichkeiten umfasst, zwei Extremfälle unterschieden. «Gut» ist jene selektive Strategie, die den unter den gegebenen Umständen bestmöglichen Durchschnittskurs erreichte; «schlecht» ist jene selektive Strategie, die den unter den gegebenen Umständen ungünstigsten Durchschnittskurs erzielte.

Massgebend für die Qualität einer Strategie sind einerseits der erreichte Durchschnittskurs aus den Konversionen von Fremdwährung in Franken und andererseits die Streuung um diesen Kurs. Grundmass der Streuung ist die statistische Varianz, d.h. also die mittlere quadratische Abweichung der erfassten Werte von ihrem Durchschnittswert. In den *Tabellen 1 und 2* wird diese Streuung auf zwei Arten ausgedrückt: durch die Standardabweichung und durch den Variationskoeffizienten. Die Standardabweichung ist nichts anderes als die Quadratwurzel aus der Varianz, m.a.W. die Streuung wird in den gleichen Einheiten, nämlich Franken, wie der Durchschnittskurs selbst ausgedrückt. Der Variationskoeffizient schliesslich ist einfach das Verhältnis der Standardabweichung zum Durchschnittskurs. Die vorteilhafteste Absicherungsstrategie wäre somit jene, die den höchsten Durchschnittskurs und gleichzeitig die geringste Streuung aufweist.

## **II Wie unterschieden sich die Ergebnisse der möglichen Kurssicherungsstrategien?**

Die Ergebnisse der verschiedenen Kurssicherungsstrategien wurden anhand der tatsächlichen Kassa- und Terminkurse der letzten Jahre durchgerechnet. Dabei wurden die Dollarterminkurse gegen Schweizerfranken für drei und zwölf Monate erfasst und mit den jeweils drei bzw. zwölf Monate später beobachteten Kassakursen verglichen. Untersucht wurde ein verhältnismässig langer Zeitraum (Mitte 1973 bis Mitte 1982 im Falle des Dreimonatstermindollars, Beginn 1975 bis Mitte 1982 im Falle des Jahrestermindollars). Die Daten stammen von der Devisenabteilung der Schweizerischen Nationalbank (11-Uhr-Kurse auf dem Interbankmarkt).

*Tabelle 1* zeigt, dass die Strategien «Nie absichern» und «Immer absichern» praktisch zum

**Tabelle 1: Absicherung des Dollars auf drei Monate\*  
(1973.6 – 1982.6, etwa 2200 Werktage)**

	Nie absichern	Immer absichern	Selektiv «gut» absichern	Selektiv «schlecht» absichern
Durchschnittskurs	2.2336	2.2360	2.2918	2.1738
Standardabweichung	0.4942	0.5239	0.5184	0.4963
Variationskoeffizient	0.2213	0.2342	0.2262	0.2283
Minimum	1.464	1.431	1.580	1.431
Maximum	3.426	3.462	3.462	3.167
Differenz	1.962	2.031	1.882	1.736

\* Der Autor dankt Herrn Dr. Jean-Pierre Béguelin, Forschungsabteilung der Schweizerischen Nationalbank, für seine Hilfe bei den Berechnungen der hier vorgelegten Ergebnisse.

**Tabelle 2: Absicherung des Dollars auf ein Jahr\*  
(1975.1 – 1982.6, etwa 1850 Werktage)**

	Nie absichern	Immer absichern	Selektiv «gut» absichern	Selektiv «schlecht» absichern
Durchschnittskurs	2.0735	2.1140	2.2167	1.9701
Standardabweichung	0.3765	0.5180	0.4445	0.4295
Variationskoeffizient	0.1801	0.2450	0.2005	0.2180
Minimum	1.464	1.325	1.533	1.325
Maximum	2.755	3.455	3.455	2.755
Differenz	1.291	2.13	1.922	1.430

\* Für die Jahre 1973 und 1974 sind die Daten bei der Nationalbank noch nicht in geeigneter Form gespeichert.

gleichen durchschnittlichen Ergebnis, nämlich zu einem Kurs des Dollars von 2.23 Franken, führten. Der Vorteil vollkommener Voraussicht (selektiv «gut» absichern) betrug etwa 6 Rappen pro Dollar, der Nachteil falscher Prognosen (selektiv «schlecht» absichern) etwa gleichviel. Keine ins Gewicht fallenden Unterschiede sind bezüglich der Streumasse festzustellen.

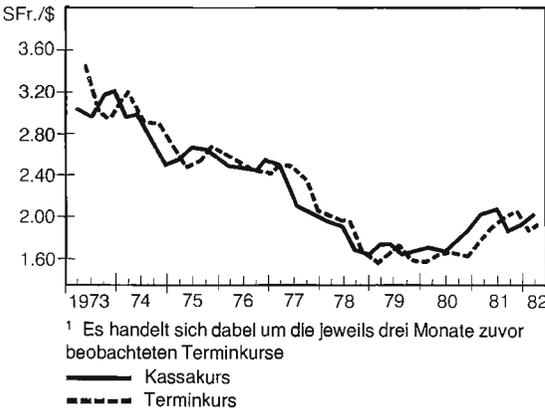
Auch bei der Absicherung auf zwölf Monate lauten die in Tabelle 2 dargestellten Ergebnisse recht ähnlich. Der Unterschied zwischen «Immer» und «Nie» absichern beträgt 4 Rappen oder lediglich etwa 2% des erzielten Durchschnittskurses. Dieses Resultat wirkt etwas überraschend, wenn man sich vor Augen hält, dass anderweitige, nicht mit Währungsproblemen verknüpfte Geschäftsrisiken wesentlich grössere Umsatzeinbussen bewirken können.

Ebenso bemerkenswert ist die Tatsache, dass perfekte Prognosen am Devisenmarkt zwar viel Geld wert sind, aber vielleicht doch etwas weniger, als man auf den ersten Blick annehmen könnte. Beim Jahrestermindollar hätten im betrachteten Zeitraum perfekte Prognosen einen

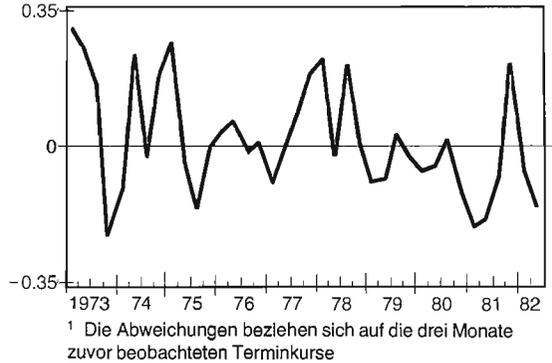
Kursvorteil von im Schnitt etwa 13 Rappen pro Dollar gebracht (2.2167 minus 2.0988, dem Mittel aus 2.0735 und 2.1140). Diese Verbesserung entspricht knapp 6% des mit einer konsistenten (und in diesem Sinne «passiven») Absicherungsstrategie erzielbaren Durchschnittskurses. Völlig falsche Prognosen, die zu einer im nachhinein schlechtestmöglichen Verhaltensweise führten, hätten einen Kursnachteil von im Schnitt ebenfalls etwa 13 Rappen pro Dollar gebracht. Nimmt man nun an, ein selektiv absichernder Exporteur prognostiziere auf die Dauer etwa zur Hälfte «gut», zur anderen Hälfte jedoch «schlecht», dann liegen die Resultate seiner selektiven Strategie schliesslich nicht weit entfernt von jenen eines Exporteurs mit konsequenter, d.h. «passiver» Verhaltensweise.

Die mit den oben vorgelegten Ergebnissen im Einklang stehende Hypothese, wonach Devisenterminkurse zwar nicht unbedingt gute, aber systematisch unverzerrte Prognosen für die zukünftigen Kassakurse liefern, wurde in der ökonomischen Literatur wiederholt überprüft. Sie konnte bis heute nicht schlüssig widerlegt werden.

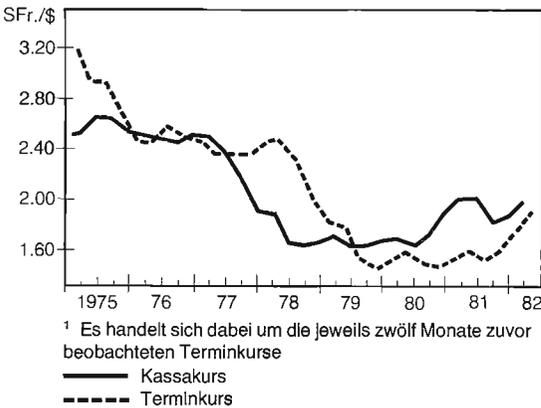
**Grafik 1: Kassa- und Dreimonatsterminkurse<sup>1</sup> des Dollars**



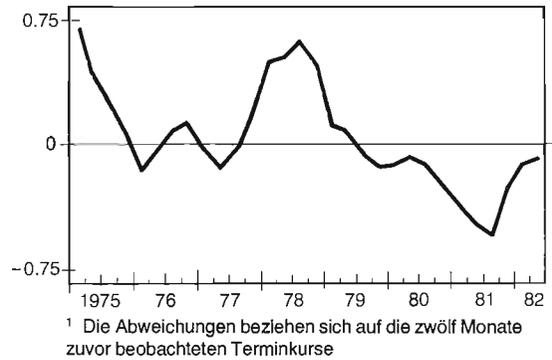
**Grafik 2: Abweichungen der Kassakurse von den Dreimonatsterminkursen<sup>1</sup> des Dollars**



**Grafik 3: Kassa- und Jahresterminkurse<sup>1</sup> des Dollars**



**Grafik 4: Abweichungen der Kassakurse von den Jahresterminkursen<sup>1</sup> des Dollars**



Die Geister scheiden sich aber an der Qualität des in den einzelnen Untersuchungen verwendeten Datenmaterials, an der Berechnungsart der zugrundeliegenden Transaktions- und Informationskosten, an den Annahmen bezüglich der Risikoeinstellung der Marktteilnehmer und anderem mehr. Das letzte Wort bezüglich der «Richtigkeit» dieser Hypothese ist somit noch nicht gesprochen.

Immerhin sei angedeutet, weshalb einiges für die Hypothese spricht. Warum prognostizieren Terminkurse die zukünftigen Kassakurse systematisch unverzerrt? Mit andern Worten, weshalb bildet der Swapsatz (die Zinsdifferenz) im Schnitt und auf die Dauer gesehen eine vernünftige Prognose der künftigen Wechselkursverände-

rung? Im Kern ist dies der Tatsache zuzuschreiben, dass die Zinssätze weitgehend die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln. Geht man davon aus, dass die Realverzinsung des Kapitals in vergleichbaren Industrieländern normalerweise keine grossen Unterschiede aufweist, dann entsprechen die Zinsdifferenzen im wesentlichen den Unterschieden in den Inflationserwartungen. Da sich nun aber die Binnenentwertung einer Währung früher oder später stets auch in ihrer Aussenentwertung niederschlagen muss, liefern die Terminkurse eine systematisch unverzerrte (und für die Benutzer erst noch kostenlos!) Prognose der künftigen Kassakurse.

*Grafik 1* vergleicht die (vor jeweils drei Monaten

beobachteten) Terminkurse des Dollars mit den geltenden Kassakursen. Die Abweichungen, d.h. also die Prognosefehler, sind in *Grafik 2* dargestellt. Ein Blick auf die beiden Grafiken bestätigt, dass systematische Prognosefehler kaum vorzuliegen scheinen. Zum gleichen Schluss führt die Betrachtung der *Grafiken 3 und 4*, welche die absoluten Werte und die Prognosefehler der Terminkurse auf zwölf Monate enthalten.

Die weitgehende Übereinstimmung der ertragsmässigen Ergebnisse der Strategien «Nie absichern» und «Immer absichern» bedeutet selbstverständlich nicht, dass die erzielten Durchschnittskurse *eo ipso* auch wirtschaftlich «tragbar» sind. Diese Kurse mögen im Gegenteil, je nach momentanem Blickwinkel, einzelnen Marktteilnehmern «über-» oder «unterbewertet» erscheinen; eine allfällige Über- oder Unterbewertung des Kursniveaus stellt jedoch ein währungspolitisches Problem dar, das mit der Prognosefähigkeit des Terminkurses in bezug auf den künftigen Kassakurs – und damit mit dem hier behandelten Problem der Absicherung gegen Kursfluktuationen – in keinem direkten Zusammenhang steht.

Recht oft kann der kleine und mittlere Exporteur eine im bisherigen Sinne definierte «konsequente» Kurssicherungsstrategie deshalb nicht durchführen, weil er keine regelmässige Folge von Transaktionen, sondern lediglich einzelne Geschäfte abzuschliessen hat. Er kann also, durch den Zwang der Umstände bedingt, nur «zeitweise» Fremdwährung konvertieren. Dies ist nun ohne Zweifel ein erheblicher Nachteil, kann er sich doch nicht mehr auf das Gesetz der grossen Zahl verlassen. Er ist im Gegenteil mit drei möglichen Problemen konfrontiert:

- Sichert er die (unregelmässig anfallenden) Transaktionen am Devisenterminmarkt immer ab, dann hat er zwar eine genaue Kalkulationsgrundlage. Die Gefahr ist aber echt, dass er im Schnitt unter den Durchschnittskurs einer grossen Konkurrenzfirma, die täglich am Marke tätig ist, zu liegen kommt; denn die zeitliche Verteilung der Fremdwährungseingänge kann unter Umständen so ungünstig liegen, dass immer nur gerade die «schlechten» Kurse abgesichert werden.
- Verzichtet er umgekehrt auf eine Absicherung, dann fehlt ihm nicht nur die Kalkulationsgrundlage, sondern er setzt sich auch der noch viel

grösseren Gefahr eines starken Kurszerfalls nach unten aus; eine Gefahr, die er als Klein- oder Mittelbetrieb nie akzeptieren sollte. Auch diese Strategie kann im übrigen leicht zu einem im Schnitt ungünstigen Kurs führen, je nach zeitlichem Anfall der Fremdwährungseingänge.

- Verlässt er sich schliesslich für seinen Absicherungsentscheid auf Kursprognosen, um seine Fremdwährungseingänge nur teilweise abzuschliessen, dann wird er feststellen, dass Prognosen nicht eben billig und vor allem in der kurzen Frist oft unzutreffend sind.

Alles in allem sind deshalb die Klagen kleiner und mittlerer Exporteure über die «Kosten der Terminabsicherung» durchaus verständlich. Dabei muss jedoch immer ganz klar bleiben, dass die «Kosten» nicht etwa zwangsläufig mit der Terminabsicherung *per se* verbunden sind; vielmehr fehlen beim Klein- und Mittelbetrieb zuweilen die nötigen Voraussetzungen, um über lange Zeit hinweg eine konsequente Kurssicherungsphilosophie zu verfolgen und damit die ertragsmässige Äquivalenz der Strategien «Immer absichern» und «Nie absichern» überhaupt herzustellen.

Es ist somit nicht einfach, eine zweckmässige Lösung für den nur sporadisch mit der Absicherungsfrage konfrontierten Exporteur zu finden. Eine mögliche Lösung, mit der sich die Schweizerische Nationalbank seit Mitte 1978 intensiv befasst hat, bietet das Instrument der Devisenoption. Im Gegensatz zum konventionellen Devisenterminkontrakt, der durch beidseitigen Erfüllungszwang gekennzeichnet ist, offeriert die Devisenoption dem Inhaber, wie bereits der Name sagt, eine *Wahlmöglichkeit*. Diese kann für ihn von grossem Nutzen sein.

### III Warum und wie ergänzt das neuartige Instrument der Devisenoption die bestehenden Kurssicherungsmöglichkeiten?

Eine Devisenverkaufsoption (currency put option) gibt dem Inhaber gegen Bezahlung einer (nicht rückerstattbaren) Prämie das Recht, nicht aber die Pflicht, einen vorbestimmten Betrag an Fremdwährung zu einem vorbestimmten Kurs und zu einem vorbestimmten Zeitpunkt gegen Franken verkaufen zu dürfen. Im Ausübungszeitpunkt wird deshalb der Exporteur prüfen, ob der

geltende Kassakurs oder aber der seinerzeit vereinbarte Terminkurs höher liegt. Tritt der erste Fall ein, so wird er auf die Ausübung der Option verzichten und zum (höheren) Kassakurs konvertieren. Im zweiten Fall wird er seine Option ausüben und die Fremdwährung zum (höheren) Terminkurs tauschen.

Der Optionsinhaber verfügt damit über einen grossen Vorteil: Er liegt – ohne Prognosen irgendwelcher Art anstellen zu müssen – garantiert auf der «besseren» Seite des Marktes. Die Resultate der Absicherungsstrategie «Selektiv gut absichern» sind ihm somit sicher, ohne dass er tiefschürfende Währungsanalysen durchführen musste. Sein Durchschnittskurs (vor Abzug der Prämie) wird höher liegen als jener einer Strategie des «Immer» oder «Nie» Absicherns.

Es liegt nun aber auf der Hand, dass es auf einem freien Markt nichts umsonst geben kann. Deshalb wird eine Optionsprämie die unbestreitbaren Vorteile der Option so neutralisieren, dass der Durchschnittskurs nach Abzug der Prämie auf einen Wert fällt, der in der Regel in der Nähe des Durchschnittskurses einer «passiven» Kursicherungsstrategie liegen dürfte. Mit anderen Worten: Der finanzielle Vorteil der mit einer Verkaufsoption unweigerlich verbundenen «perfekten» Prognose wird durch die Prämie wieder vollumfänglich «weggesteuert». Im Schnitt und auf die Dauer steht deshalb zu erwarten, dass der Nettodurchschnittskurs einer Strategie «Immer mittels Verkaufsoption absichern» nicht wesentlich abweicht von den Ergebnissen der Strategien «Immer» oder «Nie» absichern. Theoretisch sollte die Schwankungsbreite der mittels Option abgesicherten Kurse kleiner werden; die empirischen Zahlen in diesem Referat (Termin-dollar auf drei und zwölf Monate) geben dafür allerdings noch wenig Anhaltspunkte.

Zuweilen wird bezweifelt, ob Devisenoptionen wirklich eine echte Verbesserung der Kurssicherungsmöglichkeiten bieten können. Diese Frage ist jedoch zu bejahen. Allerdings nicht in dem Sinne, dass dem Exporteur bei marktkonformer Optionsprämie ein finanzieller Vorteil übrigbleiben würde. Sondern vielmehr in dem Sinne, dass dem Exporteur – verglichen mit der herkömmlichen Wahl zwischen «Nichtstun» und «Absicherung am Terminmarkt» – tatsächlich eine neue Dimension der Kurssicherung eröffnet wird. Diese Dimension kann vor allem dann nutzbringend

eingesetzt werden, wenn Fremdwährungseingänge (a) entweder nur sporadisch anfallen und/oder (b) im Absicherungszeitpunkt ihrem Umfang nach nicht genau bekannt sind.

a) Der kleine und mittlere Exporteur, der nur von Zeit zu Zeit absichert, dürfte in der Regel eine Devisenverkaufsoption einem Devisenverkaufskontrakt vorziehen. Dies deshalb, weil sein Risiko in jedem Fall auf den Betrag der Prämie begrenzt ist und weil er bei stark steigendem Kassakurs nicht auf einen möglichen Kursgewinn verzichten muss. Entscheidend für ihn ist natürlich die Höhe der Optionsprämie. Nachdem der gewerbsmässige Handel mit Devisenoptionen in der Schweiz und im Ausland erst vor kurzem aufgenommen wurde, kann über die Höhe der Prämie noch nicht viel gesagt werden. Immerhin deutet bis jetzt nichts auf radikale Abweichungen von der im Schnitt und auf die Dauer theoretisch zu erwartenden Prämie hin. Damit besteht für den nur sporadisch absichernden Exporteur eine echte Chance: nämlich die, ertragsmässig Durchschnittskurse erzielen zu können, die sonst grossen und regelmässig absichernden Firmen vorbehalten bleiben müssen. Je breiter und tiefer der Markt für Devisenoptionen, desto besser stehen natürlich die diesbezüglichen Chancen des kleinen und mittleren Exporteurs.

b) Unsicherheit über den Umfang künftiger Zahlungseingänge birgt ein spezielles Risiko, das sog. Währungs eventualrisiko in sich. Dieses ist realisiert, wenn nach Abschluss eines Terminverkaufskontraktes der Zahlungseingang geringer als erwartet ausfällt und der Kassakurs im Erfüllungszeitpunkt des Terminkontrakts über dem seinerzeit vereinbarten Terminkurs liegt. Der Exporteur muss dann seinen Verkaufskontrakt mit Verlust glattstellen, indem er Devisen am Kassamarkt kauft und zum seinerzeit vereinbarten, tieferen Terminkurs an seine Bank liefert. Devisenverkaufsoptionen bringen hier eine elegante Lösung, die insbesondere im Falle von Offertstellungen erhebliche Vorteile bringt: man kann den Kurs absichern, obwohl noch keine Gewissheit über die künftigen Zahlungseingänge besteht. Die Schweizerische Nationalbank hat von 1978 bis 1981 mit ihren Devisenbezugsrechten (DBR) erste Schritte in diese Richtung unternommen und begründet deshalb im Grundsatz den im Herbst 1982 eingeführten Handel in Devisenkaufs- und -verkaufsoptionen.

Es wäre allerdings irreführend, wenn das neue Instrument der Devisenoption zur Lösung aller bisher nicht bewältigten Absicherungsprobleme empfohlen würde. Zunächst bleibt abzuwarten, in welchem Umfang es in verschiedenen Marktphasen gelingt, genügend Aussteller von Devisenoptionen zu finden. Im Gegensatz zum Devisenterminmarkt setzt nämlich der Devisenoptionenmarkt voraus, dass gewisse Marktteilnehmer (die Aussteller von Optionen) bereit sind, gegen Erhalt einer Prämie das Währungsrisiko von anderen Marktteilnehmern (den Erwerbenden von Optionen) zu übernehmen. Angebot und Nachfrage werden dabei durch den Optionspreis, d.h. durch die Höhe der Prämie, ins Gleichgewicht gebracht. Darüber hinaus ist festzustellen, dass für Devisenoptionen vorläufig mancherlei Beschränkungen gelten: so die verfügbaren Währungen, die Laufzeiten, die möglichen Ausübungszeitpunkte und -kurse u.a.m.

Die Erfahrung wird zeigen, bis zu welchem Grad Devisenoptionen die in sie gesetzten Erwartungen zu erfüllen vermögen. Für eine abschliessende Beurteilung ist der Zeitpunkt noch nicht gekommen; Bestrebungen im Ausland zeigen aber, dass auch dort mit einem Aufschwung dieses neuen Kurssicherungsinstruments gerechnet wird.

## Schlussfolgerungen

Das Problem der Währungsabsicherung stellt sich für jede Firma in einem etwas anderen Lichte. Patentrezepte gibt es aus der Sicht der Schweizerischen Nationalbank keine. Verzichtet ein in Fremdwährung fakturierender Exporteur auf eine laufzeitmässig kongruente Verschuldung in dieser Währung und gleichzeitig auf eine Währungsgarantie der ERG, dann steht ihm zur Absicherung seiner Kursrisiken in erster Linie der Devisenterminmarkt zur Verfügung.

Dieses Referat hat sich mit drei praktischen, für den am Terminmarkt operierenden Exporteur wichtigen Fragen beschäftigt: (1) Welche grundsätzlichen Strategien kann er am Devisenterminmarkt verfolgen? (2) Wie unterscheiden sich deren ertragsmässige Ergebnisse? (3) Welchen Stellenwert soll er dem neuen Instrument der Devisenoption zuordnen?

Einfache theoretische Überlegungen und beschränkte empirische Überprüfungen führten zur Formulierung folgender Erkenntnisse:

- Wer über genügend viele Abrechnungsperioden gleichmässige Zahlungseingänge hat und eine konsistente Strategie verfolgen kann, ist rein ertragsmässig gesehen weitgehend indifferent zwischen «Immer absichern» und «Nie absichern». Dadurch ist er grundsätzlich nicht auf den Devisenterminmarkt angewiesen. Er wird aber vorsichtshalber – vor allem als kleine Firma – regelmässig absichern, wenn er keine «bösen» Überraschungen erleben möchte (Zerfall des Kassakurses in unerwartet hohem Ausmass), innerbetrieblich über präzise Kalkulationsgrundlagen verfügen will und bereit ist, als Preis dafür auf «gute» Überraschungen (als Folge eines unerwarteten Anstiegs des Kassakurses über den seinerzeit vereinbarten Terminkurs) zu verzichten. Per Saldo sind jedoch die Kurssicherungskosten am Terminmarkt nicht unzumutbar «hoch», sondern eher annähernd gleich Null, weil sich auf die Dauer «Gewinne» und «Verluste» kompensieren, die aus der mangelnden Prognosepräzision des Terminkurses in bezug auf den künftigen Kassakurs entstehen.
- Wer selektiv absichert, beansprucht im Prinzip, kurzfristige Wechselkursprognosen so einsetzen zu können, dass der Durchschnittskurs über jenem einer «passiven» Strategie liegt. Dies dürfte auf die Dauer den wenigsten Exporteuren gelingen; hätten sie diese Fähigkeit, so könnten sie getrost auf eine industrielle Tätigkeit verzichten und ihr Einkommen mit Devisengewinnen erzielen!
- Wer schliesslich einerseits zugibt, keine speziellen Prognosefähigkeiten zu besitzen, andererseits aber nie den Vorwurf entgangener Gewinne zu hören bekommen möchte, dem steht die Devisenoption zur Verfügung. Viele Exporteure gehören vermutlich in diese letztgenannte Kategorie; deshalb ist zu erwarten, dass das Marktpotential für Devisenoptionen bei einer einigermaßen marktconformen Prämie beträchtlich sein könnte. Klar muss dabei bleiben, dass der Durchschnittskurs nach Abzug der Prämie im besten Fall dem Durchschnittskurs einer «passiven Strategie» entsprechen dürfte.

Schwieriger zu lösen sind die Probleme jener

Exporteure, die zwar nicht selektiv absichern wollen, de facto aber dazu gezwungen sind, weil ihr Fremdwährungseingang aus grösseren, sporadischen Einzelgeschäften und nicht aus einer Reihe regelmässig anfallender Transaktionen besteht. Eine mögliche Verbesserung der bestehenden Kurssicherungsmöglichkeiten zeichnet sich für diese Exporteure ebenfalls mit den neu geschaffenen Devisenoptionen ab. Bei marktkonformer Prämie steht nämlich zu erwarten, dass Optionen im Falle von Einzeltransaktionen dem konventionellen Terminkontrakt überlegen sind. Dies deshalb, weil sie das Währungsrisiko ausschalten, das Risiko des Inhabers auf den Betrag der Prämie beschränken und die Möglichkeit zur Realisierung allfälliger Kursgewinne belassen. Auch im Falle von Offertstellungen in Fremdwährung können Optionen nützliche Dienste zur Absicherung des Währungsrisikos leisten. Erst die Erfahrung wird allerdings zeigen, ob all diese hohen Erwartungen in der harten Alltagspraxis auch erfüllt werden können.