

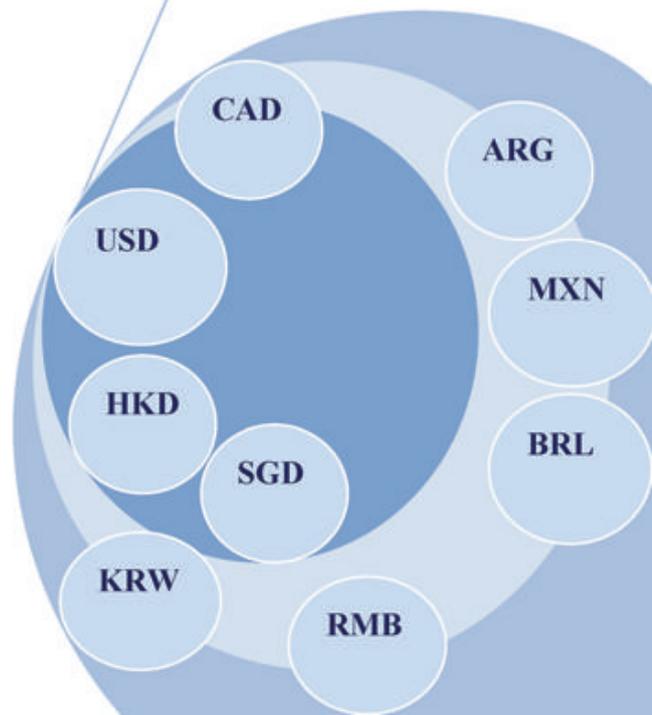
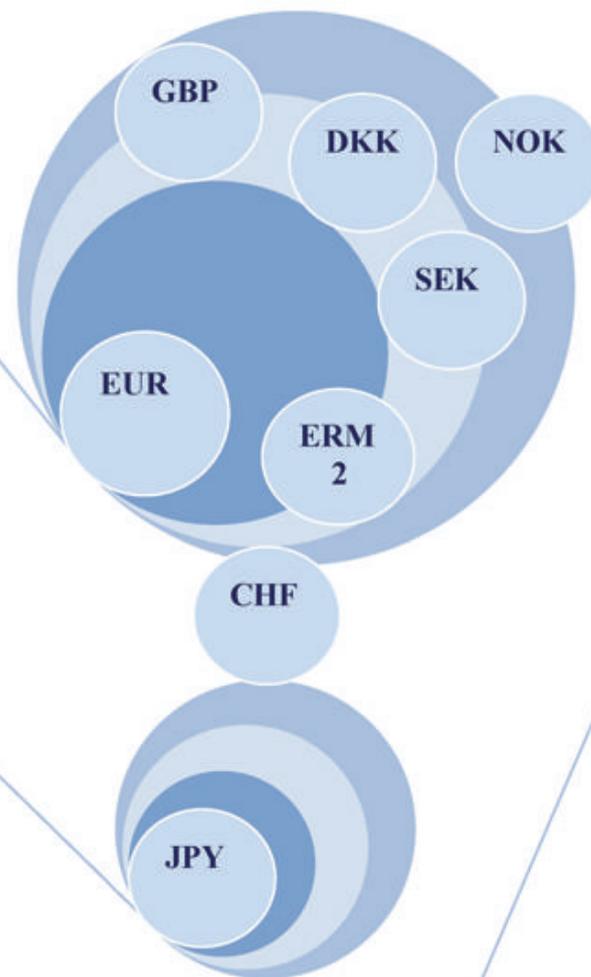
Ted Kartheiser

Strategisches Währungs- und Zinsrisikomanagement

Die Verknüpfung von Währungs- und
Zinsrisikomanagement
mit der Beschaffungs- und der Preispolitik,
um die unternehmerische
Wettbewerbsfähigkeit zu steigern



Cuvillier Verlag Göttingen
Internationaler wissenschaftlicher Fachverlag



Strategisches Währungs- und Zinsrisikomanagement

Die Verknüpfung von Währungs- und Zinsrisikomanagement
mit der Beschaffungs- und der Preispolitik, um
die unternehmerische Wettbewerbsfähigkeit zu steigern

Dissertation

**der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich**

zur Erlangung der Würde
eines Doktors
der Ökonomie

vorgelegt von

Ted Kartheiser
von Männedorf

genehmigt auf Antrag von
Prof. Dr. Conrad Meyer
Prof. Dr. Hans Geiger

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d b.de> abrufbar.

1. Aufl. - Göttingen : Cuvillier, 2010

Zugl.: Zürich, Univ. Diss., 2009

978-3-86955-230-9

Die Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Universität Zürich gestattet hierdurch die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin angesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

Zürich, den 21.10.2009

Der Dekan: Prof. Dr. Dr. Josef Falkinger

© CUVILLIER VERLAG, Göttingen 2010

Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen

Telefon: 0551-54724-0

Telefax: 0551-54724-21

www.cuvillier.de

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, das Buch oder Teile daraus auf fotomechanischem Weg (Fotokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen.

1. Auflage, 2010

Gedruckt auf säurefreiem Papier

978-3-86955-230-9

Inhaltsübersicht

Vorwort	II
Inhaltsverzeichnis	III
Abbildungsverzeichnis	VI
Grundlegung	9
1 Fremdwährungsrisiken in ihrem Bezug zum Leistungsbereich managen	13
2 Liquidität steuern und Zinsrisiken managen	67
3 Die Theoretischen Grundlagen des integrierten Treasury Managements	104
4 Kritische Würdigung und Ausblick	150
Anhang	153
Literaturverzeichnis	231
Index	239

Vorwort

Der erfolgreiche Abschluss meiner langjährigen Suche nach einem neuen Ansatz im Treasury Management wäre nicht ohne die wohlwollende Hilfe und Unterstützung von vielen Seiten zu Stande gekommen.

Mein ganz besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Professor Dr. Conrad Meyer, Direktor des Instituts für Rechnungswesen und Controlling der Universität Zürich (IRC) für die Übernahme des Referates der vorliegenden Arbeit. Seine Hinweise zur Theorie und Praxis des Treasury Managements waren eine wahre Bereicherung. Besonderer Dank gilt Professor Dr. Hans Geiger, Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich (ISB) für die Übernahme des Korreferats der Dissertation und des Referates meiner Seminararbeiten, sowie Professor Dr. Christine Hirszowicz, ISB, für die Übernahme des Korreferates meiner Seminararbeiten.

Die vorliegende Arbeit lässt kaum das vernetzte Wirken von zahlreichen Diskussionen und Anregungen erahnen, welche den Autor weitergebracht und von Irrwegen abgehalten haben. In diesem Sinne gilt mein innigster Dank Professor Dr. Christine Hirszowicz, ISB, für die vielen fruchtbaren Hinweise wie auch das kritische Hinterfragen meiner Denkweise. Die Mitarbeit an Professor Hirszowiczs Seminar über Systemrisiken ist das Highlight meiner Recherchen an der Universität Zürich geblieben.

Mein grösster Dank gilt jedoch meiner lieben Frau Marie-Jeanne Bartz, die mein Doktorandenstudium erst ermöglicht und mich jederzeit vorbehaltlos unterstützt hat. Beide genossen wir die Unterstützung unserer Familie aus Luxemburg sowie die herzlichen Aufmunterungen unseres Neuwieder Freundeskreises; hier gilt unser ganz besonderer Dank Astrid und Eckhart Binder.

Männedorf, im Oktober 2009

Ted Kartheiser

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	I
Vorwort	II
Inhaltsverzeichnis	III
Abbildungsverzeichnis	VI
Grundlegung	9
1 Fremdwährungsrisiken in ihrem Bezug zum Leistungsbereich managen	
Einleitung	13
Kapitelübersicht und Kernaussagen	14
1.1 Ein Managementrahmen für Fremdwährungsrisiken im Unternehmen	16
1.1.1 Die Fremdwährungsrisiken aus der Marktperspektive	16
1.1.2 Die Fremdwährungsrisiken aus der Unternehmensperspektive	22
1.1.3 Die beiden Perspektiven integrieren und die Fremdwährungsrisiken gezielt bewirtschaften	26
1.2 Die "Transaction exposure": Die Fremdwährungsrisiken in ihrem Bezug zum Leistungsbereich managen	29
1.2.1 Die Beschreibung des Fallbeispiels	29
1.2.2 Die zahlungstechnischen Risikoaspekte und die kommerziellen Risikolimiten der USD-Position	30
1.2.3 Das Fremdwährungsrisikoprofil des Unternehmens	35
1.2.4 Das Management der USD-Position	39
1.2.5 Schlussbetrachtungen	44
1.3 Die "Economic exposure": Die strategischen Fremdwährungsrisiken managen	45
1.3.1 Das Währungsrisikomanagement der Material-Cashflows in die Beschaffungspolitik einbinden	45
1.3.2 Die Fremdwährungsfinanzierung in der Standortpolitik	48
1.3.3 Die Marktstrategie im Spannungsfeld von Preisgestaltung und Währungstrends	50
1.3.3.1 Die Grundlagen der Preispolitik	50
1.3.3.2 Die Spielräume der Preispolitik innerhalb der Währungstrends	54

1.3.3.3	Erläuterungen zur Evolution der beiden Elastizitätstypen der Angebotskurve	59
1.3.3.4	Die unternehmerische Innovationskraft als herausragender Wettbewerbsvorteil	61
1.3.3.5	Die Spielräume der Preisgestaltung zusammengefasst	62
2	Liquidität steuern und Zinsrisiken managen	
	Kapitelübersicht und Kernaussagen	67
2.1	Das Basismaterial: der Cashmanagement-Bericht und die Cashflow-Prognosen	69
2.2	Wachstumsstrategien und Liquiditätsmanagement	71
2.2.1	Die Liquiditätsberechnung unter neuen Gesichtspunkten	71
2.2.2	Liquidität und Wachstum: die operative Kurve OK	73
2.2.2.1	Die Komponenten der OK	73
2.2.2.2	Die Steuerungselemente der OK	78
2.2.3	Die Selbstfinanzierungskapazität: die Kurve der zurückbehaltenen Gewinne KzG	85
2.2.3.1	So funktioniert die KzG	85
2.2.3.2	Die KzG als Spiegel der unternehmerischen Gewinnkapazität	88
2.2.3.3	Kann der Treasurer die Neigung der KzG beeinflussen?	90
2.2.3.4	Wachstumsstrategien und Liquiditätsengpässe	90
2.2.4	Kritische Würdigung und Schlussfolgerung	91
2.3	Liquiditätsmanagement und die Optimierung des Umlaufvermögens	95
2.3.1	Die zahlungstechnischen Steuerungsmöglichkeiten der Zahlungsströme	95
2.3.2	Die Steuerungsmöglichkeiten aus dem operativen Bereich	97
2.4	Orientierungen im Zinsrisikomanagement	101
3	Die theoretischen Grundlagen des integrierten Treasury Managements	
	Kapitelübersicht und Motivation	104
3.1	Thesen und Erkenntnisse aus der Ökonomie	106
3.1.1	Die systemische Nutzung von Prognosen in Strategieszenarien	107
3.1.2	Die Orientierungen der Geldpolitik als Prognose-Input	114

3.1.3	Funktionsweisen der Märkte und Verhaltensmuster seiner Teilnehmer	123
3.2	Mikro- und Makroökonomie der unternehmerischen Wettbewerbsfähigkeit	132
3.2.1	David Ricardos Theorie der komparativen Vorteile	133
3.2.2	Das Internetportal als Innovationsplattform neuer Wettbewerbsvorteile	134
3.2.3	Das Ende des "Managed trade" und der aktuellen Weltwährungsordnung schafft neue Wettbewerbskonditionen	136
3.3	Mathematische Formulierungen der Auswirkungen von Währungsrisiken auf die Wertentwicklung des Unternehmens	139
3.3.1	Theoretisches Gesamtmodell von Hekman	139
3.3.2	Die Berechnung des "Hedging requirement" im Modell von Ungern-Sternberg/von Weizsäcker-Modell	141
3.3.3	Die Berechnung der "Economic exposure" im Modell von Marston	145
3.3.4	Das unternehmerische Fremdwährungsrisiko als Ableitung vom Aktienkurs: die empirischen Tests von Alder/Dumas und von Jorion	146
4	Kritische Würdigung und Ausblick	150
Anhang 1.1	Die Berechnung der Preiselastizitäten der operativen Cashflows	153
Anhang 2.1	Wachstum und Liquidität. Empirische Tests des Liquiditätsmodells anhand der Bilanzzahlen von sechs Schweizer Unternehmen	173
Anhang 2.2	Die FK-Duration	211
	Literaturverzeichnis	231
	Index	239

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1/1:	Tageshandelsumsätze an den weltweiten Devisenmärkten	17
Abb. 1/2:	Die führenden Währungen im weltweiten Devisenhandel	18
Abb. 1/3:	Die zeitliche Einordnung der drei "Exposure"-Arten	25
Abb. 1/4:	Die drei "Exposure"-Arten im Vergleich	26
Abb. 1/5:	Kommerzielle Risikolimiten in den Absicherungsentscheiden	34
Abb. 1/6a:	Währungsrisikoprofil des Unternehmens	38a
Abb. 1/6b:	Währungsrisikoprofil des Unternehmens ohne Absicherungen	38b
Abb. 1/7:	Die langfristige Entwicklung des Kassakurses USD/CHF	42
Abb. 1/8:	Historische Volatilität des Kassakurses USD/CHF	43
Abb. 1/9:	Der Regelkreis Währungstrends – Preisgestaltung	50
Abb. 1/10:	Der progressive Verlust der Preisgestaltungsmacht	57
Abb. 1/11:	Währungseffekte in der unternehmerischen Preisgestaltung eines Importeurs	65
Abb. A1/1	Die Preiselastizität der Nachfrage	158
Abb. A1/2	Die Wirkungsbereiche der Preiselastizitäten der Nachfrage	164
Abb. A1/3	Die Währungselastizität der Umsatz-Cashflows	170
Abb. A1/4	Die Währungselastizität der Fremdwährungs-Kosten-Cashflows	171
Abb. 2/1:	Die operative Liquidität	74
Abb. 2/2:	Die Wachstumstreiber	75
Abb. 2/3:	Die Kurve der operativen Liquidität OK	76
Abb. 2/4:	Die graphische Darstellung der OK	78
Abb. 2/5:	Die OK in einer anhaltenden Wirtschaftsflaute	81
Abb. 2/6:	Die OK und höheres Wachstum	82
Abb. 2/7:	Die Kurve der zurückbehaltenen Gewinne KzG	86

Abb. 2/8:	Die Liquidität und zurückbehaltene Gewinne	87
Abb. 2/9:	Die Liquidität und nachhaltiges Wachstum	89
Abb. 2/10:	Steuerbarkeit der Cashflows	98
Abb. A2.1/1	Die Auswirkungen einer Fehlinvestition	175
Abb. A2.1/2	Die hohe operative Marge als Auffangnetz einer bewegten Investitionstätigkeit	176
Abb. A2.1/3	Die Finanzierungskapazität, operative Liquidität und Neuinvestitionen	178
Abb. A2.1/4	Die aktuelle restliche Kreditkapazität als Krisenpuffer	180
Abb. A2.1/5	Die aktuelle maximale Finanzierungskapazität als Crashtest bei Neuinvestitionen	180
Abb. A2.1/6	Der Vorteil ausgewogener, finanzierbarer Neuinvestitionen	183
Abb. A2.1/7	Der Vorteil einer stabilen, hohen operativen Marge	184
Abb. A2.1/8	Nestlés Finanzierungskapazität – Periode 1997-2007	185
Abb. A2.1/9	Nestlés aktuelle maximale Finanzierungskapazität	185
Abb. A2.1/10	Aussagekräftiges Modell für die Swatch Gruppe – Periode 1999-2007	187
Abb. A2.1/11	Die Bestätigung	187
Abb. A2.1/12	Die Finanzierungskapazität der Swatch Gruppe – Periode 1997-2007	188
Abb. A2.1/13	Aktuelle maximale Finanzierungskapazität der Swatch Group	188
Abb. A2.1/14	Zeugen eines sehr dynamischen Vorgehens	189
Abb. A2.1/15	Roches Finanzierungskapazität – Periode 1998-2007	189
Abb. A2.1/16	Roches operative Liquidität – Periode 2000-2007	190
Abb. A2.1/17	Roches aktuelle maximale Finanzierungskapazität	190
Abb. A2.1/18	Clariant – die Stabilitätsjahre 1997-1999	191
Abb. A2.1/19	Clariant – die Krisenjahre 2000-2003	191
Abb. A2.1/20	Clariant – der Wiederaufbau ab 2004	192
Abb. A2.1/21	Clariants Finanzierungskapazität – Wiederaufbau 2004-2007	192

Abb. A2.1/22 Clariants aktuelle maximale Finanzierungskapazität	193
Abb. A2.1/23 Das Liquiditätsmodell eignet sich nicht für Dienstleistungsunternehmen	193
Abb. A2.1/24 Das Liquiditätsmodell ist nicht krisentauglich	194
TA2.2.1a Die Zinsbindungsbilanz: Ausgangsposition	222
TA2.2.1b Die mod. FK-Duration, die Zinserhöhung von 25 BP	223
TA2.2.2a Die Zinsbindungsbilanz, der Laufzeiteffekt	224
TA2.2.2b Die mod. FK-Duration, der Laufzeiteffekt	225
TA2.2.3a Die Zinsbindungsbilanz, der Effekt einer Kapitalvernichtung	226
TA2.2.3b Die mod. FK-Duration, der Effekt einer Kapitalvernichtung	227
TA2.2.4a Die Zinsbindungsbilanz, Kapitalvernichtungs-, Laufzeiteffekt	228
TA2.2.4b Die mod. FK-Duration, Kapitalvernichtungs-, Laufzeiteffekt	229
TA2.2.4c Die mod. FK-Duration, Kapitalvernichtungs-, Laufzeiteffekt und progressive Erhöhung der Renditenkurve	230
Abb. 3/1 Langzeittrends der amerikanischen Konjunktur	109
Abb. 3/2 Prognosen der Fed Gouverneure und Zentralbankpräsidenten	120
Abb. 3/3 Theoretisches Gesamtmodell von Hekman	140
Abb. 3/4 Der Wirkungskreis Transmissionseffekt von Währungsvariationen – Wettbewerbsfähigkeit	144

Grundlegung

Unternehmen unterschiedlicher Größe und Zielorientierung erleben Währungstrends auf verschiedenste Art, jedoch kann sich heute kein Unternehmen ihren Auswirkungen entziehen; sogar der Familienbetrieb, welcher nur für den heimischen Markt produziert, sieht sich beispielsweise der Konkurrenz der Billigimporte ausgesetzt. Bis in die 90er-Jahre galt noch vielerorts der Grundsatz, daß der Auslandanteil am Konzernumsatz vorrangig dessen Währungsrisiko bestimmt.¹ Ausgewählte Absicherungsinstrumente vermögen die währungsbedingten Wertreduzierungen der kommerziellen Cashflows innerhalb der "Transaction exposure" zu kompensieren. Sie können deren langfristige Auswirkungen auf die unternehmerische Wettbewerbsfähigkeit jedoch nicht verhindern, da die langfristigen Währungstrends die Ökonomie des Wettbewerbs verändern. Die entsprechenden ökonomisch strategischen Währungsrisiken sind in dem Begriff "Economic exposure" zusammengefasst. Wird Letztere von Unternehmen nicht beachtet, so können die, in ihnen wirkenden Wettbewerbsvorteile nicht genutzt werden. Deren Nachteile bewirken zuerst den Rückgang der operativen Marge, bevor sie sich zur Ertragsfalle ausweiten. Letztere führt das Unternehmen kurzfristig in die Verlustzone, längerfristig riskiert das Unternehmen schlimmstenfalls den Ruin.²

Ziel der Arbeit

Die hier vorgestellten Treasury-Praktiken setzen sich zum Ziel die unternehmerische Wettbewerbsfähigkeit zu steigern. Diesbezüglich werden die Treasury-Teammitglieder bereichsübergreifend mit den Manager vor Ort zusammenarbeiten, um die transaktionellen wie auch die strategischen Währungsrisiken zu erfassen und im Sinne der Zielerreichung zu managen. In diesem Sinne wird die organische Verbindung zwischen Leistungs- und Finanzbereich wieder hergestellt, welche sich im Zentralisierungstrend der Treasury-Aktivitäten zuerst abgeschwächt hat, um dann mit dem Einrichten von "Inhouse"-Banken in Konzernen ganz verlorenzugehen. Mit der Rückkehr zu seinen Wurzeln funktioniert das Treasury Management wieder als Dienstleistung für den Leistungsbereich und nicht wie heute üblich als eigenständiges Profitcenter. Die

¹ Von Ungern-Sternberg, Thomas, C. C. von Weizsäcker: Strategic Foreign Exchange Management, in: Journal of Industrial Economics, Vol. 38 Nr. 4, Juni 1990, S. 381-395.

² Laker Airlines wird anfangs der 70er Jahre gegründet und sein einziges Angebot – Billigflüge zwischen London und New-York – lebt von der kontinuierlichen Aufwertung des GBP gegenüber dem USD, welche das Reservoir an britischen Kunden mächtig anwachsen lässt. Jedoch scheitert die erste Billigfluggesellschaft an dem einseitigen Fokus auf das USA-Geschäft; dabei werden die Auswirkungen der USD/GBP Trendwende verkannt. Sie lässt Anfang der 80er-Jahre die britische Nachfrage einsacken, ohne daß diese von einer amerikanischen Nachfrage kompensiert wird. Die Diversifikation auf andere Routen wird zu spät in die Wege geleitet. Zusätzlich verschärfen seine Konkurrenten den Wettbewerb mit einem Preiskrieg und unsäglichen Gerichtsklagen, so daß Laker Airlines 1983 Konkurs anmelden muss.

konzernweiten Finanzaufgaben mögen weiterhin über die Transaktionsplattform der "Inhouse Bank" abgewickelt werden, dies soll aber vor dem Hintergrund einer ganzheitlichen Erfassung der taktischen und strategischen Währungsrisiken geschehen.³ Was Letztere anbelangt, werden beispielsweise die Fremdwährungs-Cashflows in der Beschaffungs- und in der Standortpolitik so ausgerichtet, daß die wirtschaftlichen Auswirkungen der Währungstrends nicht mehr die unternehmerische Wettbewerbsfähigkeit erodieren, sondern diese unterstützen.

Mit der strategischen Fokussierung des Währungsrisikomanagements auf die unternehmerische Wettbewerbsfähigkeit reichen finanzielle Absicherungen nicht aus. Eine Verstärkung bestehender Wettbewerbsvorteile, bzw. eine Abschwächung von latenten Wettbewerbsnachteilen kann beispielsweise über die Re-Orientierung bestehender sowie die Schaffung neuer Fremdwährungscashflows erreicht werden. In der "International corporate finance theory" nennt Donald R. Lessard folgende Entwicklungspotenziale:⁴ die Messung und die Bewertung von Fremdwährungsrisiken; die währungsbereinigte Performancemessung von Auslandtochtergesellschaften; die Bewertung von internationalen Investitionen und, in einem geringeren Maße, die Bewertung von internationalen Finanzierungen. Aus der Sicht des Praktikers werden hierzu einige Lösungsversuche vorgestellt.

Die Integration der Analyse der Währungstrends aus der Marktperspektive mit derjenigen aus der Perspektive der Managementanforderungen im Leistungsbereich, erlaubt kommerzielle Risikolimiten auszuarbeiten, welche einen direkten Bezug zur unternehmerischen Wettbewerbsfähigkeit haben, hier in der operativen Marge zusammengefasst.

Die Ausweitung der Wettbewerbsfähigkeit auf den Begriff der Lebensfähigkeit des Systems 'Unternehmen in seiner Umwelt' hebt die strategische Dimension des Liquiditätsmanagement hervor. Die empirischen Tests des hier vorgestellten theoretischen Modells verdeutlichen die Ursachen der Liquiditätsengpässe und zeigen wie, unter gewissen Voraussetzungen diese frühzeitig erkannt werden können.

Die Fälligkeitsstrukturen der kommerziellen Cashflows betten das Management der entsprechenden Zinsrisiken in die Bewirtschaftung des Umlaufvermögens ein. Die Berücksichtigung der Finanzanlagen und der langfristigen Fremdfinanzierung dehnt das Zinsrisikomanagement auf die Bilanzstruktur aus. Bei einer gegebenen Risikobereitschaft ermöglicht die Berechnung der Refinanzierungskosten des Fremdkapitals, anhand der FK-Duration des Banken-

³ Zusätzliche "Retail Banking"-Aktivitäten erfolgen mit der Vergabe von Kreditkarten und Konsumkrediten an die Kunden; dagegen darf die "Inhouse Bank" keine Kundengelder annehmen.

⁴ Lessard, Donald R.: "Finance and Global Competition, Exploiting Financial Scope and Coping with Volatile Exchange Rates", S. 1-23. Eine revidierte Version dieses Artikels in "Competition in Global Industries", Hrsg. Michael E. Porter, Vlg. Harvard Business Press, 1986. Deutsche Version: Die Finanzpolitik des Unternehmens und der globale Wettbewerb; Grössenvorteile im Finanzbereich und Strategien gegen schwankende Wechselkurse., in: Strategien der neuen Internationalisierung., Vlg. Gabler, 1989, S. 165-207.

ALM Modells die "Zins-Exposure" entsprechend der erwarteten Zinsentwicklung zu gestalten.

Aus der Optik, daß eine erfolgreiche Praxis auf einer sinnvoll angewandten Theorie basiert, schließt die Dissertation mit einer Auswahl theoretischer und empirischer Erkenntnisse ab, die dem Treasurer als Leitplanken bei der Umsetzung der vorgestellten Konzepte dienlich sind.

Aufbau der Arbeit

Obwohl die Entwicklungen der Währungs- und der Zinsrisiken eng verwoben sind, ist es aus Managementsicht nicht ratsam, die unterschiedlichen Risikokennzahlen zu einer Art "Cashflow-at-risk" Gesamtrisikokennzahl zu integrieren. In der Tat riskieren wertvolle Anhaltspunkte für die strategische Bewirtschaftung der Währungs- und Zinsrisiken in der Integration der Risikokennzahlen verloren zu gehen. In diesem Sinne werden Managementmöglichkeiten von Währungsrisiken im ersten Kapitel, diejenigen der Zinsrisiken im zweiten Kapitel behandelt. Das dritte Kapitel besteht aus einer Auslese von wirtschaftstheoretischen Erkenntnissen, welche im Sinne ihrer Anwendung im Management von Währungs- und Zinsrisiken vorgestellt werden.

Das erste Kapitel geht näher auf die Bestimmung der Natur der Währungsrisiken ein. Die Unternehmensperspektive der Währungsrisiken fokussiert auf die drei Arten der "Exposure": die "Transaction exposure" aus dem Tagesgeschäft, die "Translation exposure" aus der Konzernbilanzierung und die "Economic exposure", welche die ökonomisch strategischen Auswirkungen der Währungstrends im Unternehmen widerspiegelt. Im systemorientierten Management der "Transaction exposure" wird die Analyse der Währungsrisiken aus der Unternehmensperspektive mit derjenigen der Marktperspektive zur Ausarbeitung der kommerziellen Risikolimiten verknüpft. Da die "Transaction exposure" nahtlos in die zu erwartende "Economic exposure" übergeht und diese später wiederum zur "Translation exposure" mutiert, beginnt mit dem Management der "Transaction exposure" der Aufbau eines zusammenhängenden Managementkonzepts der drei "Exposures". Im Besonderen werden hier Lösungsansätze zum Management der "Economic exposure" in der Beschaffung und der Preispolitik aufgezeigt.

Das zweite Kapitel befasst sich mit dem Management von Zinsrisiken. Als lebender Organismus will das Unternehmen wachsen, aber wie können Finanzierung und zukünftiger Ertrag so auf einander abgestimmt werden, daß keine Liquiditätsengpässe entstehen? Die Anpassung und die Erweiterung des Liquiditätsmodells von H. B. Ernst öffnen diesbezüglich neue Perspektiven.⁵ Die empirischen Tests, anhand der Bilanzdaten von sechs Schweizer Großunternehmen über 10 Jahre bestätigen die Tauglichkeit des Modells bei ausgewogenem Wachstum und seine Untauglichkeit in Krisenfällen. Das Kapitel wird mit den Überlegungen

⁵ Ernst, Harry B.: "New Balance Sheet for Managing Liquidity and Growth", in Harvard Business Review, March/ April 1984, S. 122-136.

zum Einsatz des bankenüblichen ALM Modells zur Steuerung der Zins- und Refinanzierungsrisiken abgeschlossen.

Im dritten Kapitel erfolgt die Auslese theoretischer Erkenntnisse. Deren sinnvolle Anwendung geht aus der situationsgerechten Interpretation der, zum Teil widersprüchlichen oder praxisfremden theoretischen Ansätze der Mikro- und Makroökonomie hervor. Als Beispiel hierfür stehen die Nutzung makroökonomischer Prognosen und die Interpretation der Geldpolitik aus Sicht des Währungs- und Zinsrisikomanagements. Im Besonderen sind es die Anzahl der restriktiven Annahmen und die spärliche Auslese an Erkenntnissen der mathematischen Modelle, welche die Komplexität der Wirkungskreise von Währungsfluktuationen auf den Unternehmenswert erahnen lassen. Dem Autor sind sie eine zusätzliche Motivation die quantitative Datenanalyse mit qualitativen Einschätzungen innerhalb der Ausarbeitung unternehmensspezifischer mentaler Modelle anzureichern. So entsteht ein Gesamtbild zur Steuerung der Währungs- und Zinsrisiken.

Was beinhaltet eigentlich der Begriff Wettbewerbsfähigkeit? Die Durchforstung der Fachliteratur lässt auf zwei Kernprozesse in der Kreation von Wettbewerbsvorteilen schließen: die Öffnung des Marktes und die Innovationen im Unternehmen, wobei die daraus entsprungenen Wettbewerbsvorteile vielfältige Formen und Stoßrichtungen annehmen. Die Idee, die Öffnung des Marktes als Ansporn zur Gestaltung von Wettbewerbsvorteilen zu nutzen, gründet auf Ricardos Prinzip der komparativen (Kosten-)Vorteile, welche er erstmals bei der Öffnung der britischen Ökonomie festgestellt hat.⁶ Heute werden Wettbewerbsvorteile innerhalb von Marktbewirtschaftungsstrategien entwickelt, deren Spektrum von D'Avenis Konzept der Zerstörung der Marktverhältnisse im Hyperwettbewerb bis zu Kim/Mauborgnes "Blue Ocean Strategy" reicht.⁷ Die vom Autor im Bereich von Spezialanfertigungen angeführte Öffnung der internetbasierten Wertschöpfungskette für ausgewählte Zulieferer und Kunden ist in die zweite Kategorie einzuordnen.

Die Vorstellung neuer Konzepte wäre nicht vollständig, würde sie nicht mit einer kritischen Würdigung und einem Ausblick abgerundet.

⁶ Vgl. Blaug, Marc: Great Economists before Keynes, Vlg. Edward Elgar, Cheltenham UK 1997, S. 199-203.

Vgl. Backhouse, Roger E.: The Penguin History of Economics, Vlg. Penguin Books, London UK 2002, S. 137-140.

⁷ D'Aveni, Richard, Robert Gunther: Hyperwettbewerb. Strategien für die neue Dynamik der Märkte, Vlg. Campus, Frankfurt & N.Y. 1995.

Kim, Chan W., Renée Mauborgne: Blue Ocean Strategy. How to Create Uncontested Market Space and Make the Competition Irrelevant, Vlg. Harvard Business School Press, 2005.

Die Kernaussage der BOS besteht darin, wettbewerbsintensive Märkte zu verlassen, um mittels innovativen Produkten und Dienstleistungen neue Märkte mit hohen Margen und geringem Preisdruck zu schaffen und solange aufzubauen, bis der Auftritt von Konkurrenten die hohen Margen zerstört.

Fremdwährungsrisiken in ihrem Bezug zum Leistungsbereich managen

Der Vorsitzende des VR-Ausschusses Risikopolitik:

“Wo und wann entstehen unsere Währungsrisiken?”

Der Chef Rechnungswesen: *“Das Währungsrisiko entsteht mit der Erfassung des Fremdwährungsbetrags unserer Verpflichtung gegenüber einem unserer Lieferanten oder einer unserer Banken bzw. unserer Forderung gegenüber einem Kunden oder einer Bank.”*

Der Chefvolkswirt: *“Das kann man nicht so genau sagen. Wenn der Präsident der amerikanischen Zentralbank eine Zinssenkung ankündigt und der USD dann trotzdem gegenüber dem CHF steigt, dann ...”*

Der Vorsitzende: *“Aber meine Herren, ich will doch nur wissen, wie viel wir netto gewonnen haben und welche Wertberichtigungen noch ausstehen.”*

Fiktives aber nicht unmögliches Arbeitsgespräch eines VR-Mitgliedes mit “seinen Inhouse-Experten”

Einleitung

Auf welche gemeinsame Sichtweise mögen sich die drei Manager wohl einigen? Die Sicht des Leiters des Rechnungswesens muss mit der Feststellung ergänzt werden, daß Währungsrisiken die unternehmerische Entwicklung seit Beginn des Auslandsgeschäfts beeinflussen und auch in Zukunft beeinflussen werden. So sieht sich das Unternehmen in seinem Heimmarkt beispielsweise mit den Wettbewerbsvorteilen der ausländischen Konkurrenten konfrontiert. Seine lokalen Konkurrenten verschaffen sich ebenfalls einen komparativen Vorteil, indem sie ihre Beschaffung weltweit ausrichten. Die beiden Wettbewerbsvorteile weisen eine Währungskomponente auf, welche nicht von den Accountingstandards IAS39 Finanzinstrumente: Ansatz und Bewertung bzw. ihrem US-amerikanischen Pendant SFAS133 “Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities” erfasst werden kann.¹

¹ Vgl. IASB – Discussion Paper: Reducing Complexity in Reporting Financial Instruments, March 2008, S. 20-43, www.iasb.org, 8.08.2009.

Vgl. IASB – Exposure Draft (ED/2009/7): Financial Instruments: Classification and Instruments. IASB sucht, in Koordination mit FASB, ein neues IFRS (International Financial Standards) über drei Phasen auszuarbeiten (ED/2009/3: Derecognition, ED/2009/7 sowie ein, für das 4. Quartal geplantes ED: Wertbeeinträchtigungen der Finanzinstrumente und des “Hedge accounting”). Ziel ist es das aktuelle IAS39 bis 2012 zu ersetzen. IASB – ED/2009/7, www.iasb.org, S. 5-6, 8.08.2009.

FASB – Statement of Financial Accounting Standards 133: Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities (Issue date 6/89, Version 2008), www.fasb.org, 8.08.2009

Auch der Chefvolkswirt hat Recht, wenn er das Entstehen der Währungsrisiken auf das Marktgeschehen zurückführt; doch Ursprung ist nicht gleich Wirkung.

Kapitelübersicht und Kernaussagen

Die Entstehung sowie die finanziellen und die strategischen Auswirkungen von Fremdwährungsrisiken sind weitaus komplexer, als daß sie auf einige wenige Managementzahlen zu reduzieren wären. Die Komplexität des unternehmerischen Währungsrisikomanagements besteht im Wesentlichen aus drei Kernelementen. Zu Oberst steht die Dynamik der Devisenmärkte, genährt vom zunehmend aggressiven Einsatz von Fremdwährungsrisiken in den Händlerpositionen der Banken und Broker sowie im Portfoliomanagement von institutionellen und privaten Kunden. Dann sorgen wachsende wirtschaftliche und finanzielle Ungleichgewichte für Unsicherheit an den Devisen- und Zinsmärkten. Das Zusammenwirken der beiden Komponenten bewegt die Kursvolatilitäten und gestaltet die Währungstrends. Schliesslich erhöhen die weltweiten geschäftlichen Verflechtungen des Unternehmens die Komplexität der internationalen Managementaufgaben. Will der Treasurer die unternehmerischen Fremdwährungsrisiken in ihrer Ganzheit erfassen und managen, muss er deren Komplexität in den entsprechenden Managementprozessen reproduzieren.

Zuerst werden die wirtschaftliche und die finanzielle Natur der Währungsrisiken aus der Markt-, dann aus der Unternehmensperspektive beleuchtet. Beide Sichtweisen werden zu einem einheitlichen Managementrahmen verschmolzen, in dem die "Transaction -", die "Translation -" und die "Economic exposure" bereichsübergreifend und zukunftsgerichtet gemanagt werden können.

Im Fallbeispiel zur Absicherung der "Transaction exposure" zeigt die Verrechnung der operativen Marge in Kurslimiten, wie die kommerziellen Interessen der Managerinnen und Manager vor Ort im Währungsrisikomanagement gewahrt werden können. Indem er die Absicherungsentscheide gleichzeitig auf die Währungsprognosen und die operative Marge abstützt, macht der Treasurer den ersten Schritt hin zur Realisierung des hier vorgeschlagenen Oberziels des Währungsrisikomanagements, einen Beitrag zum Erhalt bzw. zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit zu leisten. Von Amtes wegen mag der Vorsitzende des VR-Ausschusses "Risikopolitik" der Versuchung unterliegen, alle Währungsrisiken auf einen Punkt zu bringen. Das Management der "Transaction exposure" kann dies auch mittels finanziellen Absicherungen ausreichend bewerkstelligen. In der Strategieumsetzung muss das Management jedoch den währungsinduzierten Veränderungen im Wettbewerb mit Verbesserungen der operativen Wirtschaftlichkeit durch Anpassungen im Leistungsbereich begegnen.

Im dritten Unterkapitel führt die Analyse der "Economic exposure", der vernetzten Auswirkungen der Fremdwährungsrisiken im Wettbewerb zur Schlussfolgerung, daß die entsprechenden strategischen Risiken nur bereichsübergreifend gemanagt werden können. Diesbezüglich erlauben

kurzfristige Preisarbitragen in der Beschaffung und die langfristige Diversifikation der Fremdwährungs-Cashflows sowie derjenigen der Anlage- und Standortpolitik die Spielräume der Preispolitik zu erweitern. Letztere entstehen im Zusammenspiel der Preis- und Währungselastizitäten der Nachfrage mit der Entwicklung der operativen Marge in lokalen Märkten. Schliesslich zeigt ein integriertes Management der Beschaffungspotenziale und der strategischen Währungsrisiken nicht nur den Weg aus der Ertragsfalle, sondern führt zur nachhaltigen Steigerung der unternehmerischen Wettbewerbsfähigkeit.

1.1 Ein Managementrahmen für Fremdwährungsrisiken im Unternehmen²

Auf der Makroebene beginnt das Management der Fremdwährungsrisiken mit der Auseinandersetzung über ihren Ursprung, der vernetzten Entwicklung von wirtschaftlichen und finanziellen Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft und die sich daraus entwickelnde Natur ihrer Trends innerhalb der Devisenmarktdynamik. Auf der Mikroebene wird diese Bestandsaufnahme der Fremdwährungsrisiken mit der Berechnung ihrer Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung fortgesetzt. Bei diesem Analyseverfahren von der Makro- zur Mikroebene werden die Währungsrisiken nach folgendem Leitsatz eruiert: Wie kann das Management Währungsrisiken als Wettbewerbsvorteil nutzen, bzw. währungsinduzierte Wettbewerbsnachteile abwenden.

1.1.1 Die Fremdwährungsrisiken aus der Marktperspektive

Die Währungsprognosen gehen aus dem angesprochenen Analyseverfahren hervor und sie dienen dem Währungsrisikomanagement als Grundlage. Diesbezüglich muss sich das Treasury Management der laufenden Herausforderung stellen, die Währungsprognosen nachhaltig zu verbessern. Die Marktperspektive rückt die zweite Komponente der Komplexität des Währungsrisikomanagements, die Dynamik des Devisenmarktes, in den Vordergrund der Analyse. In einem ersten Schritt wird anhand der Art der Veränderungen der vorliegenden Marktdynamik die Grundlage der eigenen Währungsprognosen gelegt. In einem zweiten Schritt werden die Argumente, mit denen die Marktteilnehmer das aktuelle Marktgeschehen und ihre Prognosen begründen, auf ihre Stichhaltigkeit getestet.

Die Analyse der Marktdynamik beginnt mit einer Bestandsaufnahme: Wer ist in welchem Marktsegment für welche Aktivitäten zuständig.³ Ähnlich wie in der Analyse der Gütermärkte geht es darum, die Marktkonstellation mit den Kräfteverhältnissen zwischen Marktteilnehmern einzuschätzen und die treibenden Kräfte der Kursgestaltung zu ermitteln. Ab der 90-er Jahre entwickeln sich beispielsweise institutionelle Investoren, mit ihren neuen Anlagekonzepten zu führenden Marktkräften. Sie bewirtschaften Währungen als eigene "Asset class" und versuchen, ähnlich wie die Devisenhändler der Banken und Broker, über die

² Der Begriff Währung steht für die Geldeinheiten – Münzen, Noten und elektronisches Geld –, welche in einem Land als gesetzliches Zahlungsmittel eingesetzt werden. Dementsprechend betrifft der Begriff Fremdwährung alle Währungen, welche in anderen Ländern gesetzliches Zahlungsmittel sind. In der Dissertation werden die beiden Begriffe als gleichwertig eingesetzt, soweit dies nicht zu Konfusionen führt.

³ Als Informationsquellen dienen die Jahres- und Länderberichte internationaler Behörden, allen voran die BIZ, die Weltbank, der IWF und die ADB. Ebenfalls gibt es eine Reihe privater Surveys, etwa von Euromoney Plc, London oder die Jahresausgaben das "Cash & Treasury Manager's Handbook for Europe and the Middle East" der HSBC Bank.

Devisenkursdynamik Kapitalgewinne zu generieren. Ziel der Analyse der Devisenmarktdynamik ist es, den Einfluss des Einsatzes neuer Analysetools und Managementtechniken, beispielsweise die "Carry-trades", auf die Entwicklung der Kursvolatilität und die Trendbildung zu orten und einzuschätzen.

An dieser Stelle lohnt es sich, einige Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel aus ihrer historischen Perspektive anzuschauen. In der Analyse der Dynamik der Devisen- und Finanzmärkte gilt der Übergang Anfang der 70er-Jahre von fixen zu flexiblen Währungsrelationen als Meilenstein der Entwicklung des heutigen Internationalen Monetären Systems. Seit den 80er-Jahren nährt sich die Marktdynamik zusätzlich von der Liberalisierung des grenzüberschreitenden Zahlungs- und Kapitalverkehrs, von der laufenden Erweiterung des Anlagespektrums im Portfoliomanagement sowie von den Direktinvestitionen im Ausland. Sie beschleunigen den Zufluss neuer Anlagegelder, welche allmählich die Korrelationen zwischen den Börsen- und Anlageinstrumenten steigen lassen. Das Zusammenwachsen der wirtschaftlichen Aktivitäten begünstigt eine Synchronisation der Konjunkturzyklen im Kreise der OECD-Staaten. Dahingegen steigern wirtschaftliche und politische Unsicherheiten die Kursvolatilitäten und damit das Ertragspotenzial der Banken und Makler, aus dem heraus sie sowohl über den Eigenbestand wie auch im Handel mit Dritten ihren kurzfristigen Ertrag schöpfen. Abgesehen von den schlechten Börsenjahren 2001-2003 hat sich das Devisenhandelsvolumen rasant entwickelt (vgl. Abb. 1/1).

Abbildung 1/1: Tageshandelsumsätze an den weltweiten Devisenmärkten

Transaktion	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Kassa	350	394	494	568	387	631	1005
Termin	240	382	643	862	787	1163	2076
Gap geschätzt	n.v.	44	63	60	26	106	129
Gesamt	590	820	1190	1490	1200	1900	3210

Quelle: Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity 1998, BIS Basel Nov. '99; sowie Triennial Central Bank Survey, December 2007, Table B.1, S. 4, www.bis.org. (Tageshandelsumsätze als Tagesdurchschnitt im Monat April, korrigiert für Zweifacheintragen, USD Milliarden)

Die entsprechenden Statistiken für das Jahr 2008 der vier Zentralbanken New York Fed, Bank of England, Bank of Japan und National Bank Singapore bestätigen dieses exponentielle Wachstum mit einem durchschnittlichen Tagesvolumen von USD 3.100 Milliarden in den Beobachtungsmonaten April und Oktober.⁴ In diesem Zwischenbericht wird der Finanzplatz London, mit knapp

⁴ Quelle: Die vier angegebenen Zentralbanken, gemäß den Definitionen der BIZ und laut der Zusammenstellung der Financial News, zitiert von Radi Khasawneh, Mark Cobley: London tightens grip on currency trades, in: Wall Street Journal, European Edition 3.03.2009.

53% des Gesamtvolumens (gegenüber 43% im April 2006) ebenfalls als führender Umsatzplatz bestätigt. Die Berechnungen der Anteile der einzelnen Währungen am gesamten Handelsvolumen zeigt eine mehr oder weniger konstante Verteilung auf 7 Währungen in der Periode 2001-2007 (vgl. Abb.1/2)

Abbildung 1/2: Die führenden Währungen im weltweiten Devisenhandel

	2001	2004	2007
USD	76,16	85,20	86,35
EUR	48,06	40,00	36,98
JPY	19,89	17,56	16,54
GBP	15,47	17,88	14,95
CHF	7,22	6,19	6,78
AUD	5,90	6,33	6,66
CAD	5,16	4,73	4,21
S-total führende Währungen	177,86	177,89	172,47
Die nächsten 6 Währungen	7,72	9,13	12,13
Die nächsten 29 Währungen	5,98	6,92	8,30
Restliche Währungen	8,44	6,06	7,20
Alle Währungen	200	200	200

Quelle: Triennial Central Bank Survey, December 2007, Table B.6, S. 11, www.bis.org,
(% Anteil vom Tageshandelsvolumen im April, zu Wechselkursen vom April 2007)

Der Devisenhandel setzt in wenigen Tagen ein Handelsvolumen um, das dem jährlichen Zahlungs- und Finanzierungsbedarf des weltweiten Warenverkehrs und Dienstleistungsaustauschs entspricht. Daraus lässt sich schlussfolgern, daß die führenden Devisen vom Zahlungsmittel zur Handelsware mutierten. Eine zusätzliche Bestätigung hierzu liefern die institutionellen Investoren, die Währungen als eigenständige "Asset class" aufführen. Torquil Wheatly, "Head of Currency Solutions for Pension Funds and Insurers, Deutsche Bank London" kommentiert: "2006 und 2007 waren schwierige Umsatzjahre wegen dem allgemeinen Rückgang der Devisenkursvolatilitäten. Es war mühsam den Trends zu folgen. Die Rückkehr zu erhöhter Volatilität im Jahr 2008 hat den Markt zu seiner alten Hochform zurückgeführt."⁵ In den letzten 20 Jahren scheint die Bankenwelt ihr Eigenverständnis vom Kapitalbeschaffer für die Wirtschaft zur Wertsteigerung im Eigeninteresse neu zu definieren, eine Neuorientierung an der viele Investoren bereit zu sein scheinen mitzuverdienen.

⁵ Khasawneh, Radi, Mark Cobley: London tightens grip on currency trades. Foreign Exchange is now a bright spot for gloomy banks, in: Wall Street Journal, European Edition 3.03.2009, eigene Übersetzung.

Wie kann die Dynamik am Devisenmarkt so übersichtlich dargestellt werden, daß sie das Erstellen der Währungsprognosen vereinfachen helfen? Gelegentlich hindern hohe kurzfristige Kursvolatilitäten den freien Blick auf die Trendbildung. Die Einstufung der Kursbewegungen in drei Zeithorizonte – der Tageshandel, der mittelfristige Trend und der Langzeittrend – hilft den Schleier der Volatilität über der Kursdynamik etwas zu lüften. Des Weiteren ist dieses 'Herausschälen' der kurzfristigen Volatilität auch für das Erstellen der Währungsprognosen notwendig, da sie von einem Kassakurs ausgehen müssen, der für den Prognosezeitraum repräsentativ ist.

Im Tageshandel entsteht die Handelsspanne ("Trading range") mit ihrer jeweiligen Kursvolatilität. Innerhalb der Handelsspanne baut sich, meistens in einem Zeitraum von einer bis mehreren Wochen die Basis zu einem kurzfristigen Trend auf, welcher sich in den folgenden Wochen und Monaten entfalten kann. Sollte sich die Kursvolatilität nicht normalisieren, wird sie auch hier aus der Trendstatistik herausgefiltert, damit der unterschwellige Trend sichtbar wird.

Die Bildung eines mittelfristigen Trends, in einer Zeitspanne bis etwa 30 Monate, geht aus der Aneinanderreihung kurzfristiger Kursbewegungen hervor. Deren Stabilisierung zu einem mittelfristigen Trend widerspiegelt das wachsende Vertrauen der Marktteilnehmer in eine stete, ohne Überraschungen verlaufende Konjunktur. Sind die kurzfristigen Trends vom Optimismus der Marktteilnehmer gefärbt, bilden sie mittelfristig einen Aufwärtstrend, bei Pessimismus geht es kontinuierlich abwärts. So wie der mittelfristige Trend an Fahrt gewinnt, wächst das Vertrauen der Marktteilnehmer und es braucht einiges an konträren Nachrichten, um diese Trenddynamik abzuschwächen. In einem Umfeld wachsenden Vertrauens in die Trendbildung kann sich das Phänomen der Entkopplung des Marktes entwickeln. Dies geschieht, indem das Marktverständnis um die Wirtschaftsentwicklung und die effektive Entwicklung immer weiter auseinanderdriften. Anders die Erklärung einer seitwärts gerichteten Schwankungsbreite: In ihr suchen Marktteilnehmer weiter nach klaren Anhaltspunkten, welche ihr Vertrauen stärken und Handelsimpulse neue Trends auslösen sollen.

Die Bildung eines Langzeittrends resultiert aus der Weiterentwicklung mittelfristiger Trends, welche durch "Mean reversals" korrigiert werden. Dies entspricht dem systemischen Verhalten einer sich selbstkorrigierenden Eigendynamik. Sie wird ebenfalls die unterschwellige Bildung des Langzeittrends nicht gefährden, solange die Fundamentaldaten diesen unterstützend bestätigen. Diesbezüglich bewirken negative Rückkopplungen die ausgleichende Kurskorrektur und verstärken damit die Nachhaltigkeit des sich aufbauenden Langzeittrends. Aus der Perspektive des Verhaltens der Marktteilnehmer heißt dies, daß ihre Mehrheit keine Wende in der Wirtschaftsentwicklung erwartet. Demzufolge kann der Langzeittrend als Aneinanderreihung mittelfristiger Trends interpretiert werden. Die "Mean reversals" bleiben jedoch aus, wenn die positiven die negativen Rückkopplungen im Keim ersticken und damit die Bildung einer

Spekulationsblase fördern. Erst deren Platzen läutet die Trendwende ein, gefolgt von einer längeren "Aufräumphase".

In Produktions- und Konsumzyklen spezifischer Produkte, beispielsweise der börsenkotierten Rohstoffe sowie der Handelswaren aus transparenten überregionalen Märkten, wird die Preisgestaltung zusätzlich von **einem saisonalen Trend** geprägt. Dieser widerspiegelt die Erwartungen der Marktteilnehmer zur fundamentalen Entwicklung und lässt die Kursvolatilität mit der Diskrepanz zwischen Erwartung und Realität wachsen. Darüber hinaus entsprechen die Schwankungen entlang des Langzeittrends dem Ausgleich der produktionsbedingten Angebotsschwankungen mit denjenigen der saisonalen Nachfrage. So wie Strukturbrüche vermieden werden und die Marktkonstellation stabil bleibt, können auch die saisonalen Preisentwicklungen zu einem Langzeittrend aneinandergereiht werden, vorausgesetzt die Entwicklung der Fundamentaldaten unterstützt weiterhin die Entfaltung diesbezüglicher Erwartungen.

Die Evolution des Devisenmarktes folgt ebenfalls diesem Muster. Das Phänomen der Entkopplung der Währungstrends von der Entwicklung der realwirtschaftlichen Fundamentaldaten wird hier noch durch das Fehlen eines allgemein gültigen Ansatzes zur Bewertung des wirtschaftlichen Gleichgewichts zwischen Währungspaaren begünstigt. So führen zum Teil widersprüchliche und gelegentlich auch fantasievolle Analysen Regie in der Formation von Devisenkursen. Sie alle machen die Marktdynamik aus und müssen zur Erstellung der Währungsprognosen bewertet werden. Auf der Suche nach einem gemeinsamen Nenner zwischen der Marktdynamik und den Marktanalysen erweist sich in den letzten 30 Jahren die Gegenüberstellung der technischen Marktfaktoren und der Fundamentaldaten der Makroökonomie als wertvoller Lernprozess. Dieser gemeinsame Nenner ist ebenso beweglich wie die Kurse volatil sind, sodass die Entwicklung des eigenen Analyseansatzes mit folgenden Bausteinen nie abgeschlossen sein wird:

- Die technische Trendanalyse der Marktdynamik erfolgt in den Zeiträumen Tageshandel, kurz-, mittel- und langfristige Trends.
- Die "Economists' economics"-Analyse stellt das Währungs- und Zinsgeschehen zuerst in den Kontext der internationalen Konjunkturentwicklung mit ihren wirtschaftlichen und finanziellen Spannungen. Über den Konjunkturhorizont hinaus sucht sie nach den Eckpfeilern, auf denen sich eine neue Weltwährungsordnung aufbaut. Dessen Fundament entwickelt sich im Devisenmarkt, über den historischen Aufbau der vier Leitwährungen USD, EUR, JPY, GBP mit ihren jeweiligen Satellitenwährungen. Diese Systementwicklung wird gelegentlich ihren eigenen Kurs korrigieren, beispielsweise in Erwartung, oder in Reaktion auf die geldpolitischen Weichenstellungen in der Finanzkrise.
- Die "Market economics"-Analyse erfasst die unterschiedlichen Meinungen der Marktteilnehmer zur Währungs- und Zinsentwicklung. Diese sind

zeitweilig sehr stark vom systemischen Handlungsimperativ der Broker und Banken eingefärbt, ihren Handelsumsatz zu steigern.⁶ Handelsorientierte Kommentare überbetonen die möglichen Kurzzeiteffekte der Finanzinformationen, derweil mögliche Langzeiteffekte eher unterschwellig behandelt werden. Dann stechen die Kurzkommentare zum Finanzmarktgeschehen durch prägnante Schlagzeilen und ihre unterhaltsame Form hervor, weniger durch die Aussagekraft ihrer Argumente. Über diese Kombination von Information und "Entertainment" entsteht eine Austauschplattform für Broker, Banken, Händler und Investoren, welche die Grundstimmung des Marktes wieder gibt.⁷

- Die Diskrepanz zwischen den beiden Analysen deutet das Risikoprofil des Marktgeschehens an. So steigt die Wahrscheinlichkeit einer starken Kurskorrektur, je länger die "Market economics" losgelöst von den Fundamentaldaten der Wirtschaftsentwicklung den Devisenkurs zu neuen Höchst- bzw. Tiefstwerten antreibt.

Wie werden diese Elemente in der Erstellung von Währungsprognosen eingesetzt? Aus der Anlageperspektive ergänzen die Argumente der "Market economics" sehr oft die technische Trendanalyse, da ihre grosse Mehrheit den vorherrschenden Trend erklären, ohne gross auf die entsprechenden Risiken einzugehen. Möglicher Grund hierfür mögen die oben angeführten Eigeninteressen der Banken und Broker sein: Nachdem sie für die nötige Unruhe, sprich Volatilität im Tagesgeschäft gesorgt haben, sind die Argumente der "Market economics" bestens gerüstet, um aus ihnen die weiterführende Marktdynamik herauszufiltern. Damit gleitet der Markt in einen Prozess sich selbsterfüllender Prophezeiungen. Solange die "Market economics" Argumente einsetzt, welche der potenziellen Wirtschaftsentwicklung am nächsten kommen, kann sie die Trendbildung entscheidend beeinflussen. Ebenso wird die bestehende Marktdynamik von der technischen Analyse weitergesponnen, sodass beide, "Market economics" und technische Trendanalyse die gleiche Kursentwicklung befürworten und diese somit verstärken. Widersprechen sich beide, riskieren die vorherrschenden Marktkräfte sich in einer Seitwärtsbewegung gegenseitig aufzureiben. Diese

⁶ Vgl. Boisson, François, Head of Foreign Exchange Sales, BNP Paribas London: "Die Rückkehr zu erhöhter Kursvolatilität im Devisenmarkt unterstützt die Ertragsbildung: Gegenüber 2007 hat sich der Ertrag der Bank 2008 verdoppelt". Zar Amrolia, Global Head of Foreign Exchange, Deutsche Bank London, sagt den Investmentbanken eine rosige Zukunft voraus: "In Wirklichkeit haben die Banken nie über Währungen als strategische Ertragsquellen nachgedacht, sie hatten bis 2008 größere Eisen im Feuer. Für 2009 und 2010 werden Währungen eine zentrale Bedeutung im Geschäftsmodell der Investmentbanken einnehmen.", in: Radi Khasawneh, Mark Cobley: London tightens grip on currency trades. Foreign Exchange is now a bright spot for gloomy banks, in: Wall Street Journal, European Edition 3.03.2009, eigene Übersetzung.

⁷ Hierzu gibt es ein Vielfalt von Fernsehstationen und Internetprogrammen, beispielsweise CNBC, Bloomberg TV, N-TV, welche rundum die Uhr Marktinformationen publizieren und kommentieren. Andere Programme, etwa BBC World, CNN international berichten Stundenweise über das Finanzmarktgeschehen.

Entwicklung rückt die Fundamentaldaten wieder in den Vordergrund und unterstützt eine Korrektur der Kursauswüchse der "Market economics". Dem muss aber nicht so sein, wenn die Entwicklung der Fundamentaldaten die Anleger der "Currency asset class" zu plausiblen Themenvariationen verleitet. Deren kurzfristige Anlagehorizonte bewegen sie zu häufigeren Portfolioumschichtungen, welche wiederum die Devisenkursvolatilität anheben. Dagegen deutet eine sich abflachende Marktdynamik, in Konjunktion mit einer steigenden Divergenz zwischen den Fundamentaldaten und der "Market economics" einen baldigen Trendwechsel an, zu dem die "Economists' economics" wertvolle Hinweise liefert. Trotz ihrer divergierenden theoretischen Ansätze zur Analyse der Konjunkturentwicklung und der Währungsverhältnisse ergeben die "Economists' economics" eine solide Basis für die diesbezüglichen langfristigen Prognosen.⁸ Die wohl häufigsten Divergenzen zwischen den Währungsprognosen lassen sich durch die unterschiedliche Parametrierung sowie Gewichtung der einzelnen Fundamentaldaten in der Modellierung erklären. Über die Feststellung, daß der Markt eine Zeit lang, aber nicht für immer, den wirtschaftlichen Fundamentaldaten sozusagen davonlaufen kann, wird die "Economists' economics" durch die "Mean reversals", innerhalb der Bildung von Langzeittrends bestätigt.

1.1.2 Die Fremdwährungsrisiken aus der Unternehmensperspektive

Die Entwicklung eines Managementsystems für Fremdwährungsrisiken beginnt mit der Erfassung und der Messung der Risikopositionen. Sie wirken auf unterschiedliche Weise auf den wirtschaftlichen Erfolg, die Finanzkraft und die Vermögensbildung des Unternehmens. Die Dissertation richtet das Währungsrisikomanagement auf die Steigerung der unternehmerischen Wettbewerbsfähigkeit aus und wird demzufolge versuchen die Diversität der Währungseinflüsse in deren Messung und Bewirtschaftung zu berücksichtigen. Diesbezüglich sind die inhärenten Zielkonflikte zwischen globaler und lokaler Erfolgs- und Managementausrichtung, zwischen der Realisierung der kurzfristigen Wirtschaftlichkeit und der langfristigen Vermögensbildung im Sinne der nachhaltigen Wettbewerbsfähigkeit zu lösen.

Die "Translation exposure"⁹ entsteht mit der Umrechnung, zu Konsolidierungszwecken, der Bilanz- und Erfolgsrechnungsgrößen der Tochtergesellschaften und Beteiligungen im Ausland. Sie betrifft die Umrechnungsdifferenzen, welche aus der Anwendung unterschiedlicher Währungskurse hervorgehen (historischer Kurs, Stichtagskurs,

⁸ Im Sinne Winston Churchills Bewertung der Demokratie als lebensfähiges Gesellschaftssystem, kann die fundamentale Wirtschaftsanalyse, hier als "Economists' economics" bezeichnet, im Bereich der Konjunkturprognosen ebenfalls als "second best to none" eingestuft werden.

⁹ "Exposure" mit Risikoposition zu übersetzen greift zu kurz, da mit dem Begriff sowohl der eigentliche Fremdwährungsbetrag, sein Gewinn-Verlust-Potenzial wie auch die wirtschaftlichen Ursachen des Risikos gemeint sind.

Durchschnittskurs). "Die Abbildung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der einzelnen Unternehmen in der Darstellungswährung des Konzerns hat auf einem theoretisch korrekten Gerüst zu erfolgen. Zu unterscheiden sind Unternehmen, die auf der Basis einer globalen bzw. einer lokalen Betrachtung umzurechnen sind."¹⁰ In seiner Abhandlung geht Meyer im Detail auf die Grundlagen und die Methoden der Fremdwährungsumrechnung im Konzern ein – aus theoretischen und praktischen Überlegungen behält er die Zeitbezugsmethode und die modifizierte Stichtagsmethode zurück – und stellt das Konzept der Funktionalwährung vor. Zur Fremdwährungsumrechnung "kombiniert das Funktionalwährungskonzept die Zeitbezugsmethode und die modifizierte Stichtagskursmethode und ist nicht als eigenständige Umrechnungsmethode zu betrachten."¹¹ Einige Überlegungen zum Management der "Economic exposure" haben einen engen Bezug zu den von Meyer erwähnten Indikatoren, welche bei der Auswahl der Funktionalwährung zum Tragen kommen. Ein Unternehmen, welches den Kern seines Wirtschaftens, den Ertrag und den Aufwand mehrheitlich in einem Währungsraum realisiert und unabhängig vom Konzern agiert, kann sein Währungsrisikomanagement und seine Finanzierungsentscheide auf die Leitwährung des Währungsraumes basieren und diese als Funktionalwährung bestimmen. Unter dem Währungsregime des, seit vier Jahrzehnten währenden USD-Peg der südostasiatischen Währungen entsteht ein fast homogener Währungsraum mit der Leitwährung USD. Aus Sicht des Rechnungswesens und des Währungsmanagements kann die Tochtergesellschaft den USD als Funktionalwährung einsetzen.¹² Ähnliche Überlegungen können für den EUR, als Funktionalwährung im Management der ERM2-Währungen der EU-Beitrittskandidaten sowie der skandinavischen Währungen geltend gemacht werden. Die "Translation exposure" ist nicht liquiditätswirksam und der entsprechende Bewertungszeitraum liegt in der Vergangenheit (vgl. Abb. 1/3, Zeitraum zwischen den Stichdaten t_{-12} und t_{-1}).

Die "Transaction exposure" betrifft die Zahlungsströme der finanziellen und der kommerziellen Transaktionen aus dem operativen Geschäft der Gegenwart und ist immer liquiditätswirksam. Zeitlich gesehen entspringt die

¹⁰ Meyer, Conrad: Konzernrechnung, Schriftenreihe der Treuhand-Kammer, Band 179, 2007, S. 173.

¹¹ Meyer, Conrad: Konzernrechnung, Schriftenreihe der Treuhand-Kammer, Band 179, 2007, S. 180. Ein entsprechendes Beispiel zur Fremdwährungsumrechnung folgt auf den Seiten 185-195.

¹² Ein Land geht ein "Currency-peg" ein, indem ein "Currency board" (die nationalen Währungshüter) den Kurs seiner nationalen Währung gegenüber einer Fremdwährung bzw. einem Korb von Fremdwährungen festlegt und festhält. Demzufolge gibt das Land die Eigenständigkeit seiner Geldpolitik auf. Aus Sicht des Währungsrisikomanagements ist darauf hinzuweisen, daß der "Currency-peg" das entsprechende Währungsrisiko nicht aufhebt. Kann das "Currency-board" beispielsweise den Verkaufsdruck gegenüber der eigenen Währung nicht auffangen, riskiert die nationale Währung eine erhebliche Abwertung am Devisenmarkt. Anschauungsunterricht hierzu liefert die asiatische Währungskrise von 1997.

Vgl. Bannock, Graham, R. E. Baxter, Evan Davis: The Penguin Dictionary of Economics, 7. Aufl., Vlg. Penguin Books, London, 2003, S.84.