

Wechselkursrisiken: sachkundig handeln



Von
Sabahudin Softic
Prokurist,
CONINCO Explorers in finance AG
ssoftic@coninco.ch

CONINCO Explorers in finance AG

Feststellung, dass die Schweizer Landeswährung langfristig an Wert gewinnt, scheint eine Wechselkursabsicherung bei Auslandsinvestitionen auf den ersten Blick sinnvoll. Es gab allerdings auch längere Phasen, in denen der Franken weitgehend stabil geblieben ist. Konzentriert man sich beispielsweise auf die letzten zehn Jahre der Grafik, ergibt sich im Allgemeinen eine Seitwartsentwicklung des Franken, obgleich sie von einer gewissen Volatilität begleitet wurde (Abbildung 2).

In diesem Zeitraum wurde die Entwicklung des Franken von zahlreichen Interventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) beeinflusst, die äusserst aktiv gegen die Aufwertung der Schweizer Währung vorgegangen ist. Das markanteste Ereignis war die 2011 erfolgte Festlegung eines Mindestkurses gegenüber dem Euro.

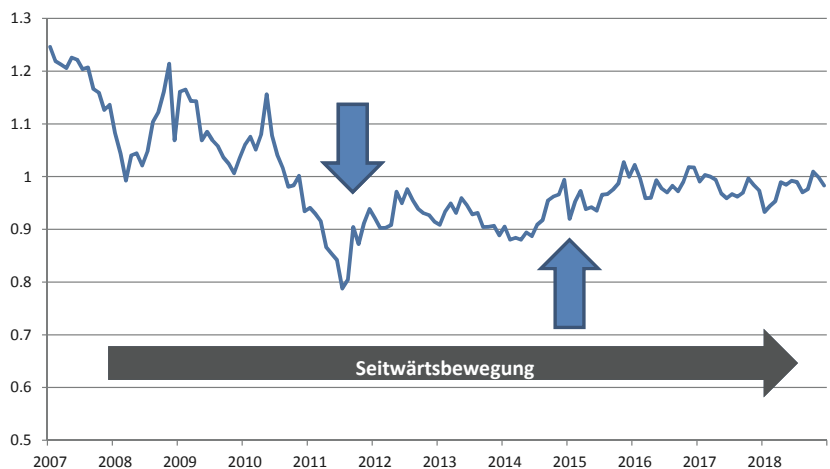
Bei Investitionen im Ausland wird der Anleger selbstverständlich mit Währungsschwankungen konfrontiert. Dieses Risiko kommt zu dem jeder beliebigen Investition bereits innenwohnenden Risiko hinzu. Es stellt sich also die Frage, ob man dieses Risiko nicht durch eine Wechselkursabsicherung decken sollte.

Der starke Schweizer Franken: Mythos oder Realität?

Schweizer Anleger sind in besonders hohem Masse von Währungseffekten betroffen, da es sich beim Schweizer Franken um eine starke Währung handelt, die anderen Devisen gegenüber – insbesondere dem US-Dollar – tendenziell an Wert gewinnt. Wie sich in folgender Grafik beobachten lässt, neigt der US-Dollar auf lange Sicht zu einem Wertverlust gegenüber dem Schweizer Franken. Für dieses Beispiel wurde der US-Dollar hinzugezogen, die gleiche Beobachtung könnte aber auch zwischen dem CHF und den meisten anderen Hauptwährungen gemacht werden (Abbildung 1).

Abbildung 2

Dollar-Entwicklung in CHF



Bei naiver Betrachtung der historischen Entwicklung des Franken und aufgrund der

Diese Kursuntergrenze gegenüber der wichtigsten Handelswährung der Schweiz trug auch dazu bei, den Franken gegenüber den meisten anderen Devisen, wie dem US-Dollar, zu stabilisieren. 2015 entschied die SNB zur allgemeinen Überraschung, den Mindestkurs aufzuheben und als Weltpremiere einen negativen Leitzins von -0,75 % einzuführen.

Abbildung 1

Dollar-Entwicklung in CHF



Quelle: Bloomberg / CONINCO

Kosten der Wechselkursabsicherung

Der grösste Teil der Hedging-Kosten wird durch die Zinsdifferenz zwischen zwei Devisen bestimmt. Im folgenden Beispiel wird auf die Differenz des 3-Monats-LIBOR zwischen dem US-Dollar und dem Schweizer Franken eingegangen (Abbildung 3).

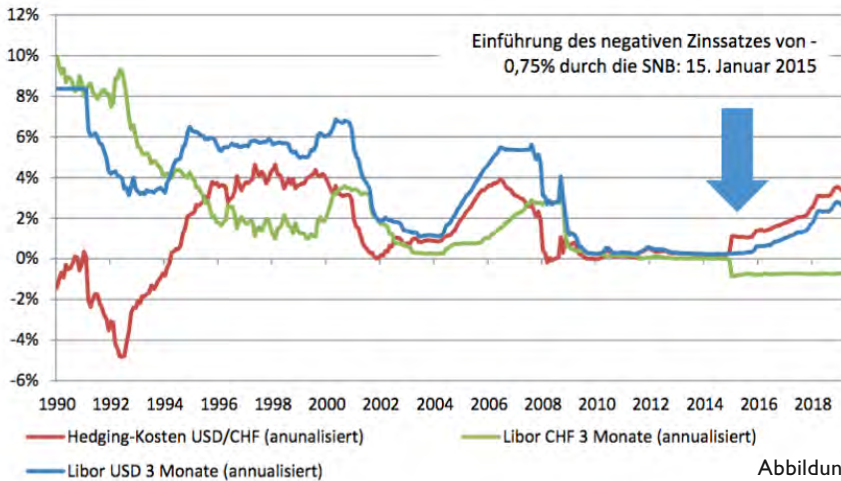


Abbildung 3

Seit 1994 waren die CHF-Zinssätze generell niedriger oder gleich wie die USD-Zinssätze. Daher sind die Hedging-Kosten im Analysezeitraum seit 1994 kostenneutral oder positiv. Seit der Einführung eines negativen Leitzinses durch die SNB am 15. Januar 2015 sind diese Kosten erheblich gestiegen. Ende 2018 betragen sie etwa 3,5 % und lagen hiermit aber immer noch unter dem in den 1990er- Jahren erreichten Niveau. Damit die Wechselkursabsicherung USD/CHF eine positive Performance aufweist, müsste der US-Dollar während eines Jahres gegenüber dem Schweizer Franken um mehr als 3,5 % sinken.

Historische Vergleiche

Nachfolgend wird anhand des FTSE World Government Bond Index die Performance von gehedgten ausländischen Obligatio-

nen mit der von unabgesicherten Obligationen verglichen (Abbildung 4).

Es geht daraus hervor, dass die Kurssicherung – trotz der Höhe der vorher erwähnten Kosten – eine Verbesserung der Performance ermöglichte. Es stellt sich sogar heraus, dass eine nicht gehedgte Anlage in ausländischen Obligationen einem Investor aus dem CHF-Raum in den letzten zehn Jahren nichts eingebracht hätte. Noch interessanter ist jedoch die bedeutende Reduktion der annualisierten Volatilität, die von 7,46 % ohne Wechselkursabsicherung auf lediglich 2,93 % mit Wechselkursabsicherung sinkt. Für abgesicherte Obligationen ergibt sich ebenfalls ein höherer Sharpe-Quotient* (0,92 vs. 0,18). Im Folgenden wird nun die Performance seit September 2011, als die SNB den

Euro-Mindestkurs einführte, betrachtet (Abbildung 5).

Es stellt sich heraus, dass sich das Hedging in diesem Zeitraum negativ auf die Performance auswirkte. Im Gegenzug wurde die Volatilität erneut deutlich von 8,01 % auf 2,80 % gesenkt. Die Sharpe-Ratio verbesserte sich ein weiteres Mal (0,68 vs. 0,33).

Danach werden anhand des MSCI World Net Index die gleichen Vergleiche für internationale Aktien durchgeführt (Abbildung 6).

Es geht daraus hervor, dass im Grossen und Ganzen das Gleiche gilt wie für ausländische Obligationen. Jedoch sinkt die Volatilität durch die Wechselkursabsicherung deutlich weniger, bzw. fast gar nicht. Man sieht sogar, dass der Sharpe-Quotient der gehedgten Aktien in CHF von September 2011 bis Dezember 2018 niedriger ist (0,79 vs. 1,03) (Abbildung 7).

Herausforderungen für eine Pensionskasse

Nachfolgend wird am Beispiel der fiktiven Pensionskasse «ABC» mit den unten genannten Kennzahlen auf die Herausforderungen der Wechselkursabsicherung für Pensionskassen eingegangen.

Verwaltetes Vermögen:	CHF 500'000'000.–
Deckungsgrad:	115 %
Kosten der Verbindlichkeiten:	1,8 %
<u>Strategische Allokation (SA):</u>	
Obligationen Schweiz:	35 %
Obligationen im Fremdwährungen:	35 %
Aktien Schweiz:	15 %
Aktien weltweit:	15 %
Zielrendite:	1,89% ¹

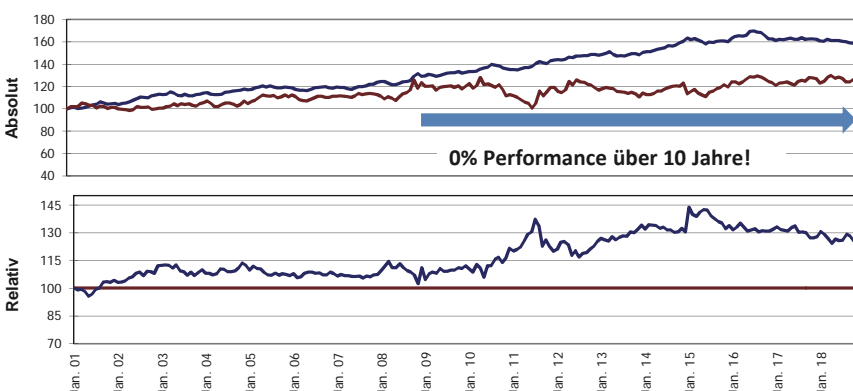
Auf der Grundlage der vorhergehenden Feststellungen verwundert es nicht, dass die Performance der «ABC»-Kasse auf lange Sicht bei einer Wechselkursabsicherung besser und weniger volatil gewesen wäre. Auch die Sharpe-Ratio hätte sich deutlich verbessert (0,80 vs. 0,47) (Abbildung 8).



¹ Quelle: CONINCO Explorers in finance AG per 31. Dezember 2018

Vergleichende Analyse: FTSE World Government Bonds - in CHF abgesichert / Abbildung 4 Zeitraum: Februar 2001 - Dezember 2018

	FTSE World Government Bond Index	FTSE World Government Bonds - in CHF abgesichert
Vergleich des historischen Daten		
Gesamtperformance	27.39%	61.28%
Annualisierte Performance	1.4%	2.7%
Annualisierte Volatilität	7.46%	2.93%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.18	0.92



*Mithilfe des Sharpe-Quotienten (bzw. der Sharpe-Ratio) kann die Überrendite pro Einheit des übernommenen Risikos gemessen werden (Risikoprämie dividiert durch Volatilität). Sie gibt Auskunft darüber, ob das zusätzlich eingegangene Risiko genügend entlohnt wird.

Vergleichende Analyse: FTSE World Government Bonds - in CHF abgesichert

Zeitraum : September 2011 - Dezember 2018

	FTSE World Government Bond Index	FTSE World Government Bonds - in CHF abgesichert
Vergleich des historischen Daten		
Gesamtpformance	21.41%	14.77%
Annualisierte Performance	2.7%	1.9%
Annualisierte Volatilität	8.01%	2.80%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.33	0.68

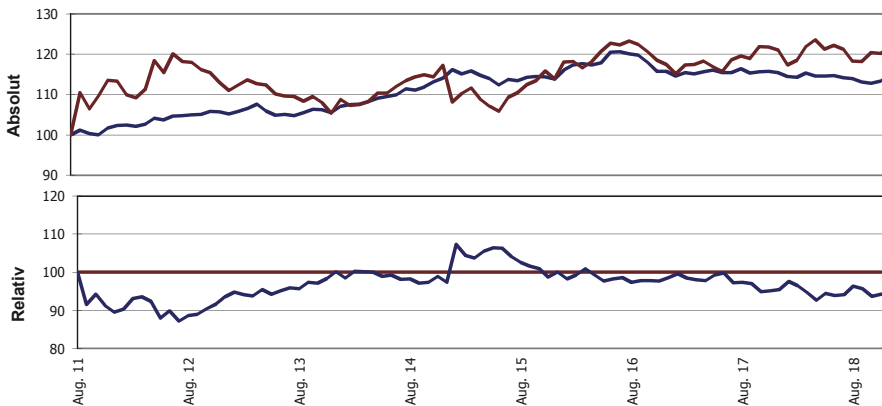


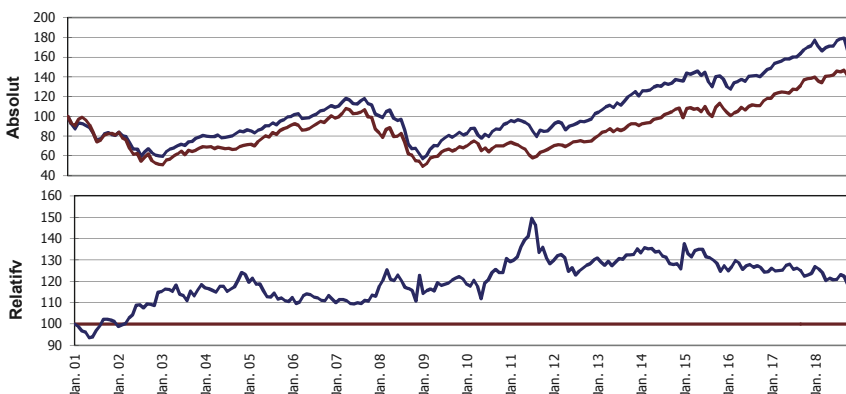
Abbildung 5

Vergleichende Analyse: MSCI World Net - in CHF abgesichert

Zeitraum : Februar 2001 - Dezember 2018

Abbildung 6

	MSCI World Net	MSCI World Net - in CHF abgesichert
Vergleich des historischen Daten		
Gesamtpformance	27.77%	54.40%
Annualisierte Performance	1.4%	2.5%
Annualisierte Volatilität	15.52%	13.78%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.09	0.18



Wie aus dem vorhergehenden Vergleich von ausländischen Aktien und Obligationen hervorging, sind dennoch auch Zeiträume zu verzeichnen, in denen die Wechselkursabsicherung die Performance belastet. In den gewählten Zeiträumen ergab sich

hingegen meistens eine Reduktion der Volatilität.

Diese Risikoreduzierung durch Abnahme der Volatilität ist für Pensionskassen besonders interessant. Tatsächlich haben sich die



2016 - 150 x 150 cm - Detail

meisten Schweizer Pensionskassen wegen prudenzieller Gründe und aufgrund rechtlicher Verpflichtungen Ziele bezüglich Wertschwankungsreserven (WSR) gesetzt. Eine der Methoden zur Berechnung der WSR* berücksichtigt folgende Elemente:

- Kosten der Verbindlichkeiten
- Zielrendite der Allokation
- Beobachtete historische Volatilität

Nachfolgend kann beobachtet werden, dass es aufgrund der durch Hedging erzielten Volatilitätsreduktion möglich ist, den Bedarf an WSR zu verringern. (Abbildungen 9 und 10).

*Mithilfe des Sharpe-Quotienten (bzw. der Sharpe-Ratio) kann die Überrendite pro Einheit des übernommenen Risikos gemessen werden (Risikoprämie dividiert durch Volatilität). Sie gibt Auskunft darüber, ob das zusätzlich eingegangene Risiko genügend entlohnt wird.

Die «ABC»-Pensionskasse kann somit ihren WSR-Bedarf senken, der bei einem Konfidenzniveau von 99,7 % von etwa 18 % (CHF 78 400 000) auf rund 16 % (CHF 69 600 000) verringert würde.

Langfristig kann das mit verschiedenen Vorteilen verbunden sein. Bei vergleichbarer Volatilität können beispielsweise mehr Ausschüttungen auf die Konten der Versicherten vorgenommen oder die Aktiengewichtung und somit die Renditeerwartungen erhöht werden.

Zusammenfassung

Die Entscheidung zu einer Wechselkursabsicherung hängt von der Situation und den Zielen jedes Anlegers ab. Da gemäss den betrachteten Zeiträumen nicht systematisch mit einer Steigerung der Performance gerechnet werden kann, ist es von beschränktem Interesse, bestimmte, sehr volatile Anlageklassen wie Aktien gegen Wechselkursrisiken abzusichern (leichte Abnahme der Volatilität). Demgegenüber kann die Wechselkursabsicherung bei Obligationen oder einigen alternativen Anlagen mit geringer Volatilität von erheblichem Vorteil sein und somit zu einer generellen Reduzierung des Risikos für das Anlagevermögen beitragen. ■

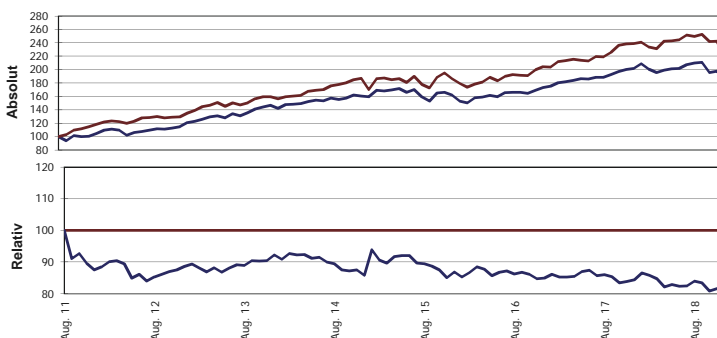
* Diese Methode wird von CONINCO Explorers in finance AG eingesetzt.

Vergleichende Analyse: MSCI World Net - in CHF abgesichert

Abbildung 7

Zeitraum: September 2011 - Dezember 2018

	MSCI World Net	MSCI World Net - in CHF abgesichert
Vergleich des historischen Daten		
Gesamtpformance	120.23%	81.61%
Annualisierte Performance	11.4%	8.5%
Annualisierte Volatilität	11.00%	10.72%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	1.03	0.79

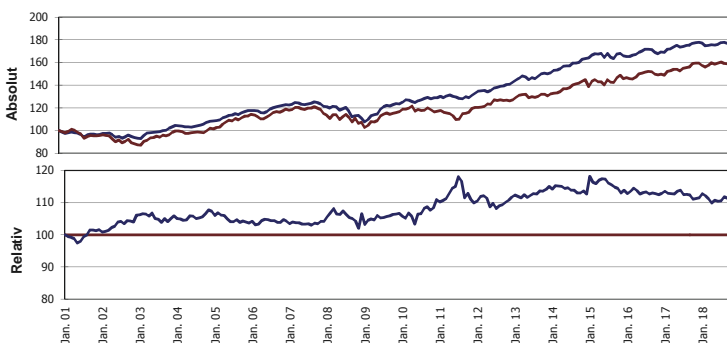


Vergleichende Analyse: AS ABC - in CHF abgesichert

Abbildung 8

Zeitraum : Februar 2001 - Dezember 2018

	AS ABC	AS ABC - in CHF abgesichert
Vergleich des historischen Daten		
Gesamtpformance	55.94%	72.67%
Annualisierte Performance	2.5%	3.1%
Annualisierte Volatilität	5.38%	3.85%
Sharpe Ratio (rf = 0%)	0.47	0.80



Wertschwankungsreserven (WSR) - ohne Hedging

Konfidenzniveau:	68.3%	95.5%	99.7%
Untere Grenze des Konfidenzintervalls:	-3.38%	-8.67%	-13.74%
Notwendige Wertschwankungsreserven in %:	5.36%	11.46%	18.01%
Notwendige Wertschwankungsreserven in CHF:	23'400'000	49'900'000	78'400'000
Schätzung der theoretisch verfügbaren Wertschwankungsreserve zum Stichtag:	65'200'000		
Zusätzlicher Bedarf im Vergleich zur Soll-Wertschwankungsreserve:	Schwelle erreicht	Schwelle erreicht	13'200'000

Abbildung 9

Wertschwankungsreserven (WSR) - mit Hedging

Konfidenzniveau:	68.3%	95.5%	99.7%
Untere Grenze des Konfidenzintervalls:	-2.87%	-7.65%	-12.23%
Notwendige Wertschwankungsreserven in %:	4.81%	10.23%	15.99%
Notwendige Wertschwankungsreserven in CHF:	21'000'000	44'500'000	69'600'000
Schätzung der theoretisch verfügbaren Wertschwankungsreserve zum Stichtag:	65'200'000		
Zusätzlicher Bedarf im Vergleich zur Soll-Wertschwankungsreserve:	Schwelle erreicht	Schwelle erreicht	4'400'000

Abbildung 10