

Währungsmanagement nach dem SNB Entscheid

Nach dem SNB Entscheid haben sich die Währungsabsicherungskosten für Schweizer Investoren substantiell erhöht. Zusätzlich zu den durch die Zinsdifferenz bedingten «ökonomischen» Kosten fallen im aktuellen Umfeld auch erhöhte Transaktionskosten an. Als Antwort auf diese veränderten Rahmenbedingungen drängen sich sowohl anlagestrategische als auch anlageorganisatorische Massnahmen auf.

In den Tagen seit dem SNB Entscheid zur Aufhebung der EUR/CHF Untergrenze und zur Senkung des Libor Zielbandes sind die Währungsabsicherungskosten für Schweizer Investoren substantiell gestiegen. Zur Herleitung von geeigneten anlagestrategischen und anlageorganisatorischen Massnahmen sollten Investoren die ökonomischen Währungsabsicherungskosten sowie transaktionsbezogene Absicherungskosten individuell betrachten.

Arten von Währungsabsicherungskosten

Ökonomische Kosten entstehen aufgrund der Zinsdifferenz zwischen zwei Währungen. Mit der Einführung von Negativzinsen sind die Terminabschläge und damit die ökonomischen Kosten deutlich gestiegen.

Zu den ökonomischen Kosten gesellen sich Transaktionskosten, die den Währungshändler mit einer Marge entschädigen. Die Höhe dieser Transaktionskosten hängt von der Ausführungsqualität der Transaktionen ab. In einer Transaktionskostenanalyse sollten idealerweise die folgenden zwei Arten von Transaktionskosten unterschieden werden: Transaktionskosten bei bestmöglicher Ausführung («Best Execution») und zusätzliche Transaktionskosten, welche mit einer effizienten Anlageorganisation vermieden oder zumindest minimiert werden können.

Transaktionskosten bei Best Execution tragen dem Umstand Rechnung, dass Unterschiede zwischen Kauf- und Verkaufskurs (Geld-Brief Spanne) den Investor bares Geld kosten, selbst wenn dieser zum besten am Markt

verfügbaren Kurs handeln kann. Ein volatiles Marktumfeld wie das aktuelle führt im allgemeinen zu höheren Geld-Brief Spannen. In vielen Fällen erhält der Investor jedoch einen Kurs, welcher von dem besten verfügbaren Kurs in unvorteilhafter Weise abweicht. Basierend auf verschiedenen Analysen von effektiven Transaktionsbelegen stellen wir in unserer Beratungspraxis fest, dass diese zusätzlichen Transaktionskosten trotz der stark gestiegenen ökonomischen Kosten immer noch einen sehr hohen Anteil der gesamten Währungsabsicherungskosten ausmachen.

Anlagestrategische Massnahmen

Strategische Absicherungsentscheidungen sollten nicht nur basierend auf einer Risikoeinschätzung, sondern auch unter Berücksichtigung der

Entwicklung der Währungsabsicherungskosten



Darstellung: Annualisierte ökonomische Währungsabsicherungskosten gegenüber USD basierend auf 3-Monats-Terminkontrakten.

Nettorenditeerwartung getroffen werden. Die bei der Bildung von Nettorenditeerwartungen herangezogenen Abzüge für die Währungsabsicherungskosten sollten dabei konsistent sein mit der Einschätzung der erwarteten Zinsdifferenzen zwischen zwei Währungen (ökonomische

Kosten) und der Einschätzung der Geld-Brief Spannen (Transaktionskosten bei Best Execution). Aktuell sind zum Beispiel bei Fremdwährungsobligationen alleine die ökonomischen Währungsabsicherungskosten bereits höher als die Verfallsrendite. Um negative Netto-

erträge zu verhindern, ist daher die temporäre Aussetzung oder Reduktion der Währungsabsicherung zu prüfen. Den hohen Schwankungen der ökonomischen Absicherungskosten kann mit einer Flexibilisierung der Absicherungsstrategie Rechnung getragen werden.

Anlageorganisatorische Massnahmen

Tiefe Bruttorenditen und hohe ökonomische Absicherungskosten sollten Anreiz genug sein, um die zusätzlichen Transaktionskosten zu minimieren. Im Rahmen eines Best Execution Set-Up werden die Unabhängigkeit des Währungsmanagers vom Währungshändler sichergestellt und gleichzeitig Wettbewerb unter mehreren Währungshändlern ermöglicht. Mit einer Devisen-Transaktionskostenanalyse («TCA») lässt sich überprüfen, inwieweit das eigene Währungsmanagement von einer «Best Execution»-Konstellation abweicht.

Ueli Mettler und Philipp Weber, c-alm AG