



## AUGUR Research-Letter 1. Quartal 2015

Thema: Wendepunkt bei der Absicherung von Fremdwährungen

---

**c-alm AG**

Neumarkt 5  
Vadianstrasse 25a  
CH 9000 St.Gallen

T +41 71 227 35 35  
F +41 71 227 35 30

info@c-alm.ch  
www.c-alm.ch

## ***Geschätzte Leserinnen und Leser***

Über die Aufhebung des EUR/CHF Mindestwechsellkurses und den daraus resultierenden Verlusten wurde schon einiges geschrieben: Fremdwährungspositionen mussten einen Einbruch von rund 20 Prozent in Kauf nehmen, der Schweizerische Aktienmarkt lag bis Ende der Handelswoche mit rund 10 Prozent im Minus. Ebenfalls bewusst ist man sich der Tatsache, dass - mit Blick nach vorn - die Senkung der Leitzinsen durch die SNB die ohnehin schon mageren Ertragsperspektiven eines Schweizerischen Nominalwertportfolios in die "Nullzone" befördern.

Nun zeichnet sich an den Kapitalmärkten für Schweizerische Pensionskassen aber eine weitere Hiobsbotschaft ab: die Kosten der Währungsabsicherung von Fremdwährungsengagements sind in den letzten Handelstagen regelrecht explodiert. So kostet eine Absicherung eines USD Engagements mittels monatlichen Devisentermingeschäften per 23. Januar 2015 3.59 Prozent, und dies noch bevor der Währungshändler seine Marge in Abzug bringt. Damit wird die in USD erzielte Rendite um über 3 Prozent geschmälert, wenn eine Schweizerische Pensionskasse mittels Währungsabsicherung diese in CHF zurücksichern will. Für die Währungsabsicherung eines USD Treasury Portfolios, das aktuell eine Rendite auf Verfall von rund 0.95 Prozent aufweist, verbleibt konkret für die Schweizerische Pensionskasse nach Absicherung eine Negativrendite von **minus 2.64 Prozent**.<sup>1</sup>

Für Vorsorgeeinrichtungen mit hohen Absicherungsvolumen, die zwar den Schaden beim Beben der letzten Woche in Grenzen gehalten haben, stellt sich jetzt die Frage, ob die Absicherungsstrategie bei diesen extremen Marktverhältnissen aufrecht erhalten werden kann. Die Neuausrichtung der Absicherungsstrategie wird durch den Umstand erschwert, dass die Absicherungskosten aktuell starken Schwankungen unterliegen.

---

<sup>1</sup> Dieser Wert basiert auf den Kursen vom 23.1.2015.

## 1 Explosion der Absicherungskosten zwischen 15. und 23.01.2015

---

Die übliche Methode zur Absicherung von Fremdwährungsrisiken besteht darin, die betroffene Fremdwährung mittels eines sogenannten Forward-Kontraktes „auf Termin“ zu verkaufen. Zur Absicherung einer Position von 100'000 US Dollar über einen Zeitraum von einem Monat, verpflichtet sich der Schweizer Investor z.B. in einem Monat 100'000 US Dollar zu einem Kurs von 87.86 Rappen pro US Dollar zu verkaufen. Schwankungen des USD Kurses nach Abschluss des Forward Kontraktes haben danach keinen Einfluss mehr auf die Rendite des Investors.

**Absicherung basiert in der Regel auf Forward Kontrakten**

Währungsabsicherungskosten ergeben sich aufgrund der Tatsache, dass Terminwechsellkurse und aktuelle Kassawechsellkurse auf ein Währungspaar voneinander abweichen. Wenn beispielsweise der heutige EUR/CHF-Kurs genau der Parität entspricht, jedoch der EUR/CHF Terminkurs mit einer Laufzeit von einem Jahr bei 0.99 Franken pro Euro handelt, so betragen die Absicherungskosten aus der Sicht eines CHF Anlegers, der heute eine Investition in EUR über das nächste Jahr gegen Währungsschwankungen absichern möchte, 1 Prozent. Aus dem einfachen Beispiel geht hervor, dass eine Währungsabsicherung, je nach Währungsperspektive, auch in einem Absicherungsgewinn resultieren kann. Ökonomisch ergeben sich die Währungsabsicherungskosten aus Zinsdifferenzen in den beiden involvierten Währungsräumen.

**Absicherungskosten sind durch Zinsdifferenz bestimmt**

Die Differenz zwischen Termin- und Kassawechsellkurs wird mit dem sogenannten „Forward Discount“ gemessen. Der Forward Discount entspricht dem Betrag, um welcher der Terminkurs tiefer ist als der Kassakurs. Forward Discounts (aber auch Forward Prämien) werden an den Finanzmärkten in sogenannten Forward Points ausgedrückt. Ein Forward Point entspricht 0.0001 Währungseinheiten. Aus Schweizer Sicht entspricht ein Forward Point z.B. 0.0001 Franken bzw. 0.01 Rappen.

**Namenskonventionen im FX Bereich**

In den Tagen seit dem SNB Entscheid zur Aufhebung der EUR/CHF Untergrenze und zur Senkung des Libor Zielbandes sind die Absicherungskosten für Schweizer Investoren explodiert. Die nachfolgende Abbildung zeigt den Verlauf des Forward Discounts gegenüber dem US Dollar für eine Laufzeit von einem Monat.

**Explosion der Absicherungskosten**

## Explosion der Absicherungskosten am Beispiel USD/CHF 1M



Darstellung 1: Verlauf des 1 Monats - Forward Discount USD vs. CHF zwischen, Periode 25. Januar 2010 bis 23. Januar 2015

Quelle: Bloomberg, 23.1.2015

Während die monatlichen USD/CHF Absicherungskosten gemessen am Forward Discount in den letzten fünf Jahren meistens im Bereich zwischen -0 und -5 Forward Points lagen, hat sich der dieser Wert in den Tagen seit dem Entscheid der SNB annähernd verzehnfacht. Ein Schweizer Investor, welcher sich gegenüber Schwankungen des US Dollars für einen Monat absichert, bezahlt je abgesichertem US Dollar monatlich einen Forward Discount von 27 Forward Points bzw. Absicherungskosten von 0.27 Rappen. Von der Rendite in Lokalwährung (US Dollar) müssen damit auf jährlicher Basis Absicherungskosten von ca. 3.6% in Abzug gebracht werden.<sup>2</sup>

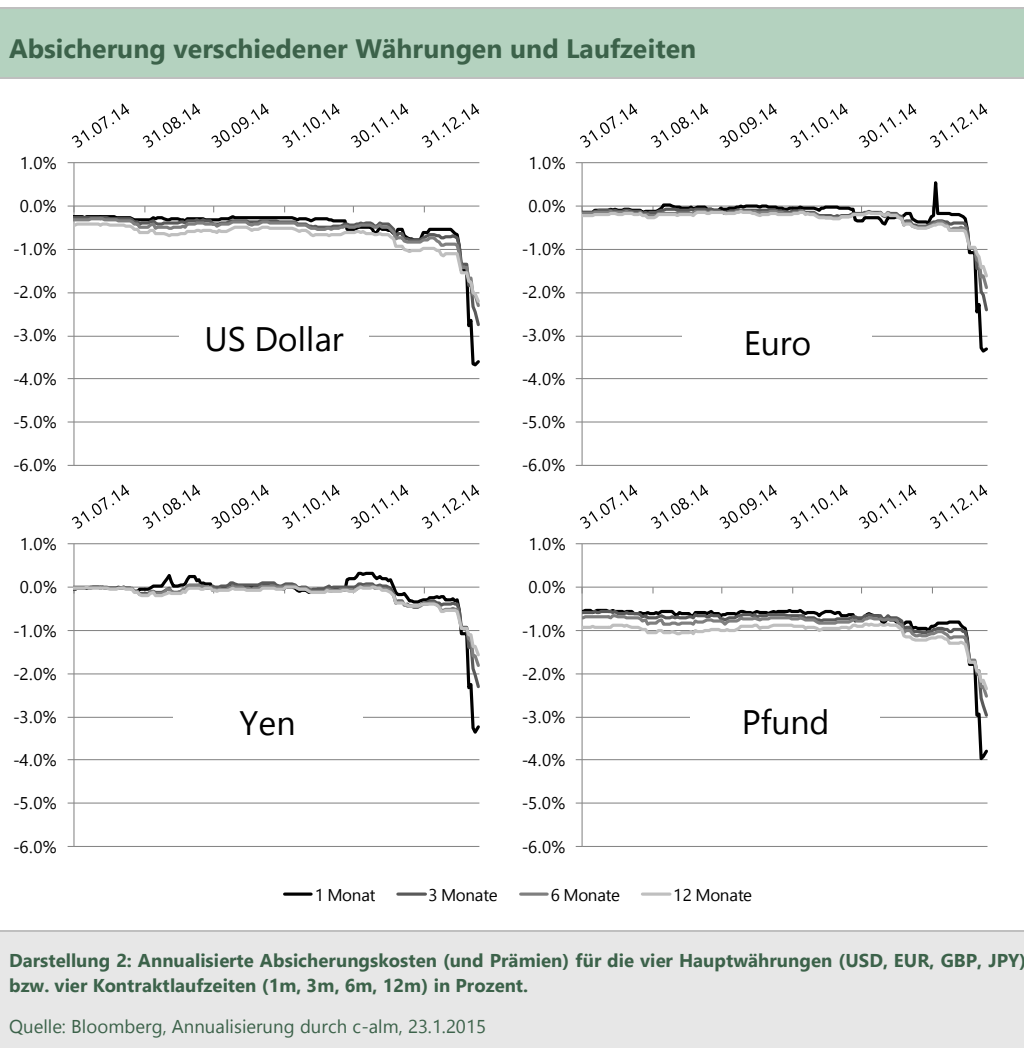
**Absicherungskosten von ca. 3.6%**

<sup>2</sup> Annualisierte Absicherungskosten =  $(1 - \text{Forward Points} / (10'000 \times \text{Kassakurs}))^{12 / \text{Laufzeit}} - 1$ .

## 2 Detailanalyse des Verlaufs der Absicherungskosten

In der folgenden Darstellung zeigen wir, wie sich die annualisierten Absicherungskosten in den vier Hauptwährungen entwickelt haben. Dabei unterschieden sich die Absicherungskosten je nach Fälligkeit des gewählten Devisenterminkontraktes.

**Alle Hauptwährungen und Fristen betroffen**



Die Darstellung zeigt eindrücklich, wie sich die Absicherungskosten gegenüber allen Währungen vervielfacht haben. Deutlich zu erkennen ist jedoch auch, wie sich das Verhältnis der annualisierten Kosten verschiedener Kontraktlaufzeiten verschoben hat. Während in den vergangenen Monaten die kürzeren Laufzeiten (gemessen an den annualisierten Forward Points) zu geringeren Kosten geführt haben, stehen aktuell in allen Hauptwährungen die längeren Kontrakte deutlich besser da. Auf annualisierter Basis könnten zum aktuellen Zeitpunkt in allen vier Hauptwährungen zwischen 1 und 2 Renditeprozent an Absicherungskosten eingespart werden, wenn anstelle von 1-

**Zusammenhang Laufzeit vs. Absicherungskosten sollte berücksichtigt werden**

Monats Kontrakten 12-Monats Kontrakte eingesetzt würden.<sup>3</sup>

### 3 Einfluss der Absicherungskosten auf Augur Renditeprognosen

Wie sich die aktuellen Absicherungskosten auf die fundamentalen Augur Renditeprognosen auswirken, zeigt die folgenden Darstellung.

	Brutto-ertrag	+/- Anpassungen für		- Kostenabzüge		=Netto- -prognose
		Ausfälle	FX -Hedge	TER	TTC	
Aktien Welt Industrieländer	5.68%			-0.12%	-0.08%	5.48%
Aktien Welt Industrieländer, hdgd	5.68%		-3.54%	-0.12%	-0.28%	1.74%
Obligationen FW Inv. Grade	1.91%	-0.08%		-0.14%	-0.08%	1.61%
Obligationen FW Inv. Grade, hdgd	1.91%	-0.08%	-3.46%	-0.14%	-0.28%	-2.05%
Obligationen FW Staat	1.26%	-0.07%		-0.11%	-0.10%	0.98%
Obligationen FW Staat, hdgd	1.26%	-0.07%	-3.42%	-0.11%	-0.30%	-2.64%
Obligationen FW Inv. Grade Untern.	3.27%	-0.16%		-0.14%	-0.08%	2.90%
Obligationen FW Inv. Grade Untern. hdgd	3.27%	-0.16%	-3.53%	-0.14%	-0.28%	-0.83%

**Darstellung 3: c-alm Fundamentalprognosen für ausländische Aktien- und Obligationenkategorien; zur Berechnung des FX Hedge Effektes wird ein monatlicher Absicherungszyklus unterstellt.**

Quelle: Augur Prognoseapplikation, 23.1.2015

Eine Absicherung der Fremdwährungsrisiken führt zu Nettorenditeerwartungen, welche mit Ausnahme ausländischer Aktienengagements deutlich unter der Nulllinie liegen. Es gilt hierbei jedoch zu berücksichtigen, dass wir eine Absicherung basierend auf 1-Monatskontrakten unterstellen. Dies entspricht der Absicherungsmethode vieler indexierten Produkte, welche die Abweichungen zum Benchmark minimiert.<sup>4</sup> Die Ausführungen in Kapitel 2 zeigen auf, dass bei Verwendung von Absicherungskontrakten mit längerer Laufzeit gemäss unserem fundamentalen Prognoseansatz eine substantielle Verbesserung der Nettorenditen erreicht werden kann.

**Negative  
Nettorendite-  
erwartungen**

<sup>3</sup> Aktuell werden in vielen Indexfonds 1-Monatskontrakte eingesetzt, da so die Abweichung gegenüber der Benchmark minimiert werden kann.

<sup>4</sup> Die Berechnung der Absicherungskosten in diesem Research Letter basiert auf Forward Points für 1-Monatskontrakte. Zukünftig basieren auch die c-alm Fundamentalprognosen auf dieser Berechnungsmethode. In der Vergangenheit haben wir uns bei der Bestimmung der Absicherungskosten auf eine Approximation basierend auf den Libor Zinssätzen gestützt.

## 4 Handlungsoptionen für Pensionskassen

---

Wie aus der vorangehenden Darstellung hervor geht, führen die gestiegenen Absicherungskosten zu einer substantiell tieferen Renditeerwartung für die Portfolios von Schweizer Investoren. Für ein repräsentatives Pensionskassenportfolio, wie es z.B. durch den Pictet BVG 40 Plus Index abgebildet wird, haben sich nach der Ankündigung der SNB die Absicherungskosten innert Wochenfrist von 0.13% auf 0.87% erhöht. Basierend auf den c-alm Fundamentalprognosen ergibt sich damit für dieses Portfolio eine Renditeerwartung von gerade noch 1.62%.

Aufgrund dieses starken Anstiegs der Währungsabsicherungskosten verschärft sich für ein repräsentativ zusammengesetztes Pensionskassenportfolio die Problemstellung des „Renditenotstandes“ substantiell. Grobe Stossrichtungen für die Behandlung dieser Problemstellung haben wir nachfolgend aufgeführt:

- **Leistungsstrategie:** *Ist die aktuelle Sollrendite der Pensionskasse noch nachhaltig finanzierbar? Liegt die erwartete Anlagerendite nun deutlich unter dieser Sollrendite, dann sollten Anpassungen der Leistungen der Pensionskasse geprüft werden.*
- **Anlagestrategie:** *Wie wirken sich die massiv höheren Absicherungskosten auf das strategische Absicherungsprogramm aus?*
  - **Kostenvermeidung** durch Aussetzen der Währungsabsicherung:  
*Welche Fremdwährungsrisiken sollen in der neuen Ausgangslage noch abgesichert werden?*
  - **Kostenreduktion** durch Optimierung der Währungsabsicherung:  
*Welche Laufzeiten sollen bei den Absicherungskontrakten gewählt werden?*  
In den kommenden Monaten sind zudem starke Schwankungen bei den Preisrelationen der verschiedenen Kontraktlaufzeiten möglich. Eine Flexibilisierung der Absicherungsstrategie sollte daher geprüft werden.

## AUGUR-Team

Haben Sie noch weitergehende Fragen zu unseren Prognosen oder interessieren Sie sich für weitere Dienstleistungen der c-alm AG. Gerne steht Ihnen unser AUGUR-Betreueungsteam zur Verfügung.

Ihre Ansprechpartner für AUGUR sind:

**Kontakt und  
Support**



Dr. Ueli Mettler

Partner

[ueli.mettler@c-alm.ch](mailto:ueli.mettler@c-alm.ch)

+41 71 227 35 35



Philipp Weber CFA

Senior Consultant

[philipp.weber@c-alm.ch](mailto:philipp.weber@c-alm.ch)

+41 71 227 35 92