

Teure Währungsabsicherung

Das Weglassen des Schutzes kann auch ins Geld gehen

Die Kosten für die Absicherung von Währungsrisiken sind im vergangenen Jahr explodiert. Da die Renditen vieler Anlagen gleichzeitig sehr niedrig sind, stellt dies unter anderem Pensionskassen vor schwierige Abwägungsentscheide.

MICHAEL FERBER

Am 15. Januar jährt sich der «Franken-Schock» zum ersten Mal. Viele Pensionskassen haben als Folge der Aufhebung des Euro-Mindestkurses zum Schweizerfranken durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Währungsrisiken in ihren Anlageportefeuilles konsequent abgesichert. Allerdings sind nach dem «Franken-Schock» auch die Kosten für solche Absicherungen deutlich gestiegen – was die ohnehin oft sehr niedrigen Renditen zusätzlich drückte.

Starke Schwankungen

Wie Daten der Beratungsgesellschaft C-alm zeigen, haben sich die Kosten für Absicherungen der Hauptwährungen in der Folge des SNB-Entscheids vom 15. Januar vergangenen Jahres vervielfacht. 2014 lagen die durchschnittlichen annualisierten Kosten der Absicherung gegenüber dem Dollar vor Berücksichtigung der Transaktionskosten bei einem Wert von 0,3%, 2015 lag der Durchschnittswert hingegen bei 1,4%. Zudem waren die Absicherungskosten von starken Schwankungen gezeichnet, wie die Grafik oben zeigt. In den Tagen nach dem SNB-Entscheid vom vergangenen Januar kletterten sie auf Werte von mehr als 3%. Ende November liess die Unsicherheit an den Währungsmärkten die Kosten zeitweilig erneut fast wieder bis in diesen Bereich vordringen.

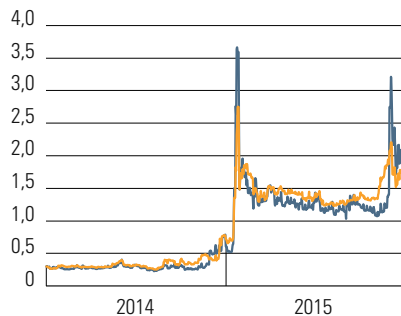
Dass die Währungsabsicherung ins Geld gehen kann, zeigt auch eine Berechnung von Berenberg. Das Bankhaus hat Kosten und Rendite einer Absicherung des Fremdwährungsrisikos für eine Pensionskasse mit einem Anlagevolumen von 1 Mrd. Fr. im Jahr 2014 analy-

Kosten für Währungsabsicherung

Annualisiert, basierend auf Swap-Kontrakten

■ Kontraktlaufzeit = 3 Monate

■ Kontraktlaufzeit = 1 Monat



QUELLE: C-alm NZZ/cke. Rscannzz-J6II8

siert. Das Jahr vor dem «Franken-Schock» wurde gewählt, da 2015 alle Berechnungen von der Aufhebung des Euro-Mindestkurses zum Franken verzerrt worden seien. Bei der Analyse stützt sich die Bank auf den Pensionskassen-Index der Credit Suisse. Gemäss der Analyse hätte die Vorsorgeeinrichtung aufgrund des stärker werdenden Dollars für die volle Absicherung der sechs wichtigsten Währungen – US-Dollar, Euro, Yen, Pfund, kanadischer Dollar und australischer Dollar – im Jahr 2014 16 Mio. Fr. bezahlt. Sie hätte also 1,6 Prozentpunkte mehr Rendite gehabt, wenn sie das Währungsrisiko nicht abgesichert hätte.

Publica macht Minus

Bei einer Fremdwährungsaufwertung bedeute die volle Absicherung von Währungsrisiken ausserdem, dass es signifikanten Liquiditätsbedarf gebe, der in der Regel aus den Beständen finanziert werden müsse, sagen Rüdiger Zeppenfeld und Jasper Düx vom Bankhaus Berenberg. Bei höheren Zinsdifferenzen fallen die Kosten bedeutend höher aus – also vor allem bei Schwellenländer-Anlagen.

Was passieren kann, wenn man solche Anlagen in Emerging Markets nicht absichert, zeigt sich aber bei der Pensionskasse des Bundes, Publica, die am Dienstag über ihre Performance von

–1,9% im Jahr 2015 informiert hat. Wie die Vorsorgeeinrichtung mitteilt, hat die schlechte Entwicklung der Schwellenländer-Anlagen im vergangenen Jahr die Performance ihrer 14 offenen Vorsorgewerke um 2 Prozentpunkte geschmälert. Laut dem stellvertretenden Publica-Direktor Stefan Beiner sind Währungsbewegungen für drei Viertel dieses Minus verantwortlich. Die Währungen der Schwellenländer hätten im vergangenen Jahr gegenüber dem Franken um durchschnittlich 11% an Wert verloren, teilte Publica mit.

Ein möglicher Mittelweg?

Im Allgemeinen hätten die Schweizer Pensionskassen eine recht hohe Absicherungsquote bei ihren Währungsrisiken, heisst es bei der Beratungsgesellschaft PPCmetrics. Bei einer durchschnittlichen Vorsorgeeinrichtung seien bloss 5% bis 15% des Gesamtportfolios nicht abgesichert. Die hohe Absicherungsquote erkläre sich dadurch, dass die Pensionskassen ihre Leistungen in Franken erbringen müssten – Engagements in Fremdwährungen sind folglich ein Risiko. Kassen, die vor dem «Franken-Schock» grössere Währungsrisiken eingegangen seien, sicherten diese seitdem stärker ab. Allenfalls liessen Pensionskassen Dollar-Positionen offen.

Investoren seien derzeit mit einer besonders schwierigen Abwägung konfrontiert, heisst es bei C-alm. Behielten sie die Währungsabsicherung bei, verzichteten sie auf einen substanziellen Teil der Rendite. Sähen sie hingegen von einer Absicherung ab, übernähmen sie hohe Risiken, für die sie keine systematische Entschädigung erwarten könnten. Einen Mittelweg böten eine teilweise Aufhebung der Absicherung sowie dynamische Absicherungsstrategien. Als Folge der erhöhten Absicherungskosten dürften Investoren auch die Zusammensetzung ihrer Portefeuilles hinterfragen. Anpassungsbedarf ergibt sich laut C-alm beispielsweise bei ausländischen Staatsanleihen, bei denen die erwartete Nettorendite nach Abzug der Absicherungskosten niedriger ist als bei Schweizer Bundesobligationen mit vergleichbarer Laufzeit.