

Das Gold der Alpen

FRANKEN Die optimale Sicherungsquote schwankt und nimmt in den vergangenen Jahren tendenziell ab.

Markus Kramer und Daniel Ammon

Gemäss dem jüngsten Jahresbuch der UBS (Global Investment Returns Yearbook 2024) hat sich der Franken zwischen den Jahren 1900 und 2023 im Schnitt jährlich um nominal 2,0% und inflationsbereinigt um 1,2% gegen den Dollar aufgewertet. Zugleich nimmt der Aussenwert des Franksens in Krisenzeiten häufig zu, weshalb er in Anlegerkreisen auch «alpines Gold» genannt wird. Es stellt sich daher die Frage, was institutionelle Schweizer Anleger mit Blick auf die Frankenstärke am besten tun sollten.

Am einfachsten wäre es, dem Beispiel zahlreicher Privatanleger zu folgen und das Vermögen gar nicht erst in Fremdwährungsanlagen anzulegen, doch bietet der hiesige Aktien- und Anleihenmarkt zu we-

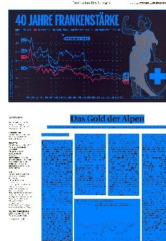
nig Tiefe und Breite. Die weltweite Streuung der Anlagen, in Fachkreisen auch als Globalisierung der Anlagen bezeichnet, hat in den vergangenen dreissig Jahren sogar zugenommen: Gemäss dem Beratungsunternehmen **Complementa** ist der Anteil an Fremdwährungsanlagen von ungefähr 20% im Jahr 1995 auf ungefähr 48% im 2023 gestiegen, was vor allem auf einen Zuwachs ausländischer Aktien und alternativer Anlagen zurückzuführen ist. Davon sichern die Kassen im Schnitt ungefähr 30 Prozentpunkte ab, halten also ungefähr 18% Fremdwährungen.

THEORIE IST NICHT PRAXIS

Gemäss ungedeckter Zinsparität sollte ein Schweizer Anleger, der etwa eine «risikolose» Geldmarktanlage in Franken tätigt,

langfristig denselben Ertrag erwirtschaften wie ein Anleger, der sein Geld zunächst in Dollar tauscht, eine vergleichbare Anlage in Dollar tätigt und diese am Laufzeitenende wieder in Franken tauscht. Der Mehrertrag in Dollar sollte nach dem Lehrbuch durch eine Abwertung des Dollars zum Franken im selben Zeitraum ausgeglichen werden. Falls diese Parität hält, können Anleger aus Niedrigzinswährungen keine Risikoprämie in Hochzinswährungen vergleichbarer Volkswirtschaften abschöpfen: Sie tragen ein unentschädigtes Wechselkursrisiko, das sie sichern sollten. Dies zu Theorie und Praxis – was sagen die Daten?

Häufig werden dazu optimale Sicherungsquoten («Hedge Ratios») einzelner Anlageklassen ausgewertet – mit dem Er-



gebnis, dass etwa die Fremdwährungsrisiken von Anleihen vollständig und von Aktien wenig oder gar nicht gesichert werden sollten. Diese Teilanalyse greift allerdings zu kurz: Es spielt für eine Vorsorgeeinrichtung keine Rolle, ob sie einen Dollar aus einer amerikanischen Anleihe oder Aktie hält – ein Dollar ist ein Dollar.

DIE RICHTIGE QUOTE BERECHNEN

Die Währungsrisiken sollten für eine Pensionskasse im Portfoliokontext untersucht werden. Dazu kann eine durchschnittliche Kasse genommen werden, die gemäss der jüngsten Umfrage von **Complementa** ungefähr 4% in liquiden Mitteln, 32% in festverzinslichen Anlagen, 31% in Aktien sowie 23% in Immobilien und 10% in Alternativen Anlagen sowie gemischten Fonds hält. Aus dieser Vermögensstruktur lässt sich – mithilfe von Referenzindizes – eine Währungsstruktur mit ungefähr 68% in Dollar, 13% in Euro, 10% in Yen und 4% in Pfund sowie 5% in restlichen Währungen herleiten und im Mehrjahresvergleich auswerten, was die «optimale» Sicherungsquote, also jene Fremdwährungsabsicherung mit dem besten Risiko-Rendite-Verhältnis über einen rollierenden Drei-Jahreszeitraum, gewesen wäre.

Die Sicherungsquote schwankt stark: Dies hängt zum einen mit den kumulierten Sicherungsgewinnen aus den zur Optimierung simulierten Devisentermingeschäften zusammen, die etwa in den späten 1990er und frühen 2000er Jahren ne-

gativ waren. Zum anderen hat dies mit der Wechselbeziehung zwischen den Termingeschäften und den zu Grunde liegenden Anlagen zu tun. Die deutlich negative Korrelation in den 2000er Jahren führt zu einer fast durchwegs vollständigen Währungssicherung. Mit der zunehmenden Korrelation der vergangenen Jahre, die auch mit der Geldpolitik der SNB zu tun hat, verliert das «Gold der Alpen» etwas an Glanz – die optimale Sicherungsquote einer Pensionskasse nimmt tendenziell ab. Im langfristigen Schnitt beträgt die Sicherungsquote ca. 70%, was bei Fremdwährungsanlagen von 48% einem Fremdwährungsanteil von ungefähr 14% entspricht.

Dieser Ansatz lässt eine rückwärtsblickende Auswertung der optimalen Quoten und eine vorausschauende Schätzung zu. Dazu können verschiedene Szenarien ausgewertet werden, etwa ein Sicherungsgewinn von jährlich 1% bei einer rollierenden Korrelation von 0, was zu einer optimalen Sicherungsquote von ca. 44% führt. Zudem kann diese Analyse auf die Strukturen einer individuellen Pensionskasse zugeschnitten und ausgewertet werden.

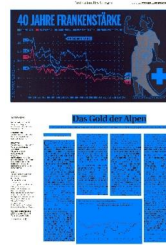
KOSTENEFFIZIENTE UMSETZUNG

Sind die Sicherungsquoten festgelegt, geht es an die Umsetzung. Dabei folgen viele Anleger dem passiven Sicherungsansatz führender Indexanbieter: Oft sichern sie alle Währungen ab, indem sie am letzten Arbeitstag des Monats die Sicherungsquote auf die Zielquote zurückführen (so-

genanntes zeitbasiertes Rebalancing) und zugleich die Termingeschäfte um ungefähr einen Monat verlängern («FX Roll»). Zudem führen sie die Transaktionen zu meist zum selben Zeitpunkt, nämlich um 17 Uhr Schweizer Zeit, zum «Main Fixing» von WM/Reuters aus. Dies führt – gerade in der Schweiz – um den Monatswechsel herum zu verzerrten Devisenterminsätzen sowie zu breiten Geld-Brief-Spannen.

Beim Currency Overlay kann die Umsetzung optimiert werden, etwa durch ein kombiniertes zeit- und limitenbasiertes Rebalancing. Zudem wird für den «FX Roll» ein kostengünstigerer Transaktionszeitpunkt als das Monatsende gesucht. Die Termingeschäfte werden idealerweise unterteilt, etwa in drei gleich grosse Tranchen, die in aufeinander folgenden Monaten verfallen. So können die realisierten Gewinne und Verluste im Zeitverlauf geglättet werden. Zudem werden so die Sicherungskosten über die Zeit diversifiziert, sodass marktbedingt ungünstige FX-Roll-Zeitpunkte weniger ins Gewicht fallen. Schliesslich werden die Transaktionen, wenn möglich, nicht zum «Main Fixing» von WM/Reuters, sondern an kostengünstigeren Zeitpunkten ausgeführt.

.....
Markus Kramer, Leiter Currency Solutions, und Daniel Ammon, Leiter Institutional Client Coverage Schweiz, UBS Asset Management



«Optimale» Sicherungsquote einer Schweizer Pensionskasse

