PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Asset Liability Management

Fremdwährungsrisiken nach Aufhebung des Euro-Mindestkurses

Investment Europe: Pensionskassenforum Switzerland 2015

PPCmetrics AG
Lukas Riesen, CFA, Partner

Some of the graphs/pictures are not available online

Zürich, 12. Mai 2015

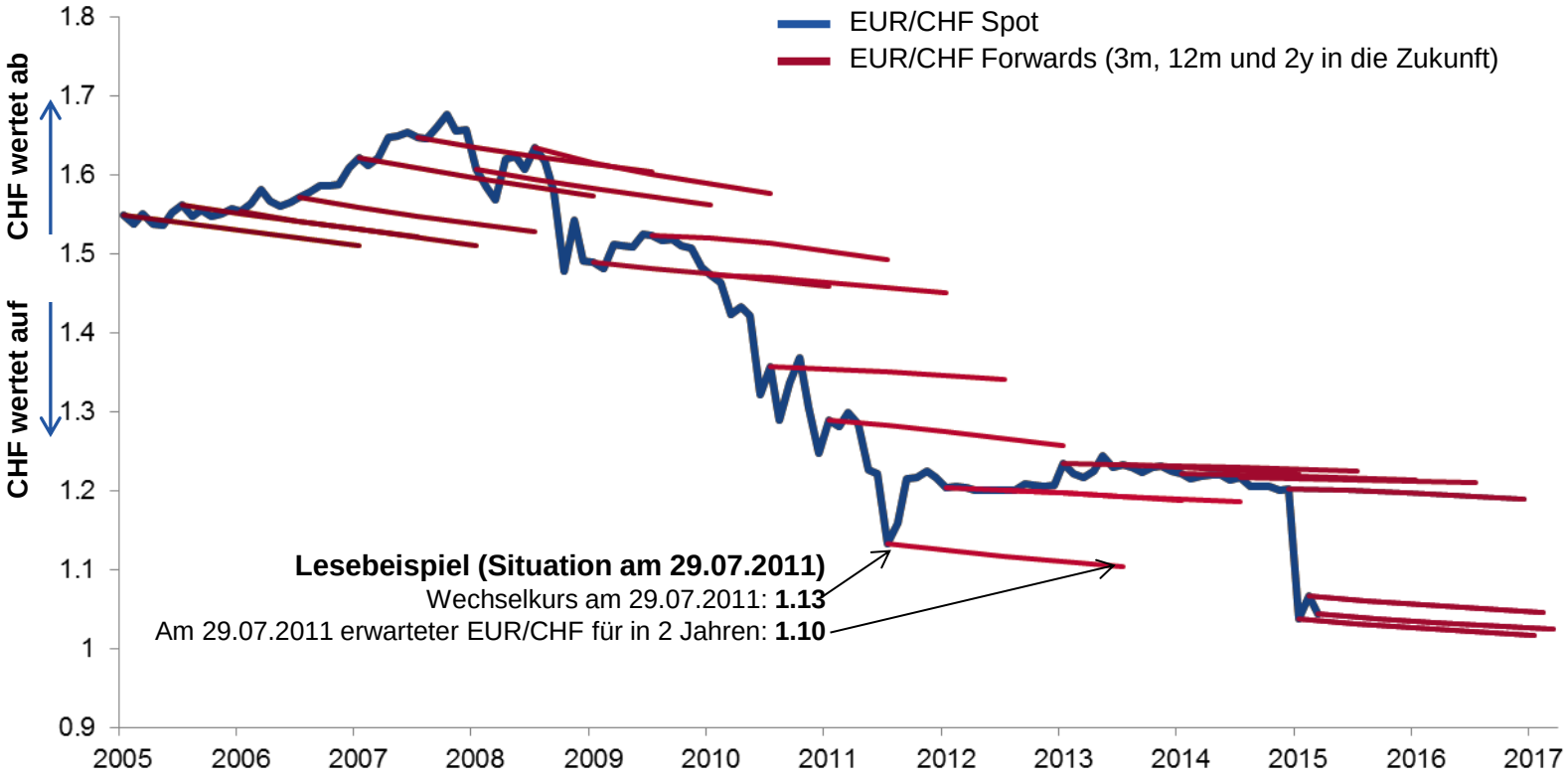
© PPCmetrics AG

Aktuelle Situation
Starker Schweizer Franken, schwacher Euro?

EUR/CHF Wechselkurs und Terminpreise

Kurzfristig kein direkter Zusammenhang erkennbar

EUR/CHF Wechselkurs vs. Forwards (bis 2 Jahre in die Zukunft)



Daten: Bloomberg, eigene Berechnungen

EUR/CHF Mindestkurs 1.20
Verhalten institutioneller Anleger

- Mehrheit der Investoren haben **Absicherung aufrechterhalten**.
  Argumente:
  - Minimale Zinsdifferenz während Mindestkurs-Regime
  - Unsicherheit bezüglich Aufhebung Mindestkurs

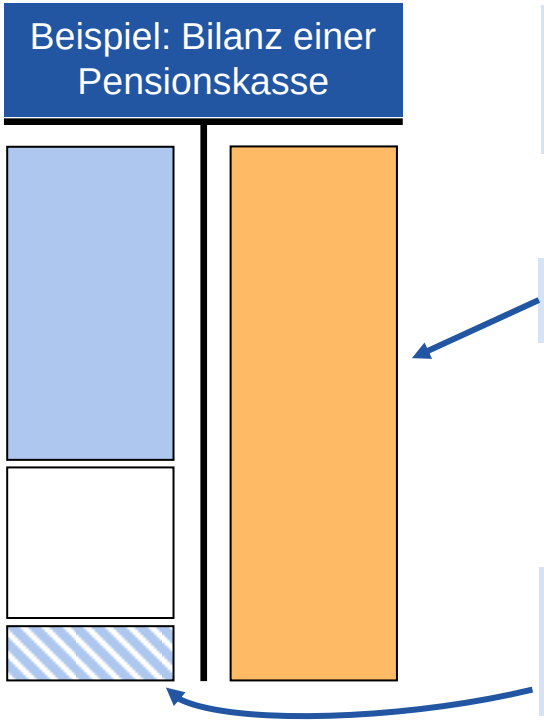
- Einige haben auf **Absicherung verzichtet**.
  Argumente:
  - SNB übernimmt Absicherung kostenlos
  - Während Mindestkurs-Regime **asymmetrische Risikoverteilung → Gratis Call-Option** (finanziert durch SNB)
  - Während Mindestkurs-Regime steilere EUR-Zinskurve

© PPCmetrics AG

EUR/CHF Aufhebung Mindestkurs
Gewinne und Verluste gleich wahrscheinlich

- **Asymmetrie** der Renditeverteilung wieder **aufgehoben**
- **Gewinne und Verluste** sind grundsätzlich **gleich wahrscheinlich**
- SNB hat geldpolitische Autonomie zurückerlangt und damit Glaubwürdigkeit am Markt gestärkt
- Verhalten SNB konnte und kann **nicht vorhergesehen** werden

Perspektive der Pensionskassen
Verpflichtungen vollständig in CHF denominiert



Beispiel: EUR wertet ab (=CHF wertet weiter auf)

Verpflichtungen vollständig in CHF denominiert

Marktwert ungesicherter Fremdwährungs-Anlagen reduziert sich (in CHF bilanziert)

- **Fremdwährungsrisiken erhöhen die Abweichungen gegenüber den Verpflichtungen**

Währungsabsicherung
Rendite steigern oder Risiko reduzieren?

- Wird mit dem Eingehen von Fremdwährungsrisiken
  - die **Rendite gesteigert** und/oder
  - wird das **Risiko reduziert**?

- Wird das **Tragen von Währungsrisiken** mit einer entsprechenden **Prämie** abgegolten?
  - **Wenn ja**:
    - Renditeaspekt ist (auch) relevant
  - **Wenn nein**:
    - Nur Risikoaspekt ist relevant

Währungsabsicherung
Risikoargument steht im Vordergrund

- Forschung ist sich in Bezug auf **Existenz einer Prämie** für Fremdwährungsrisiken **uneinig**

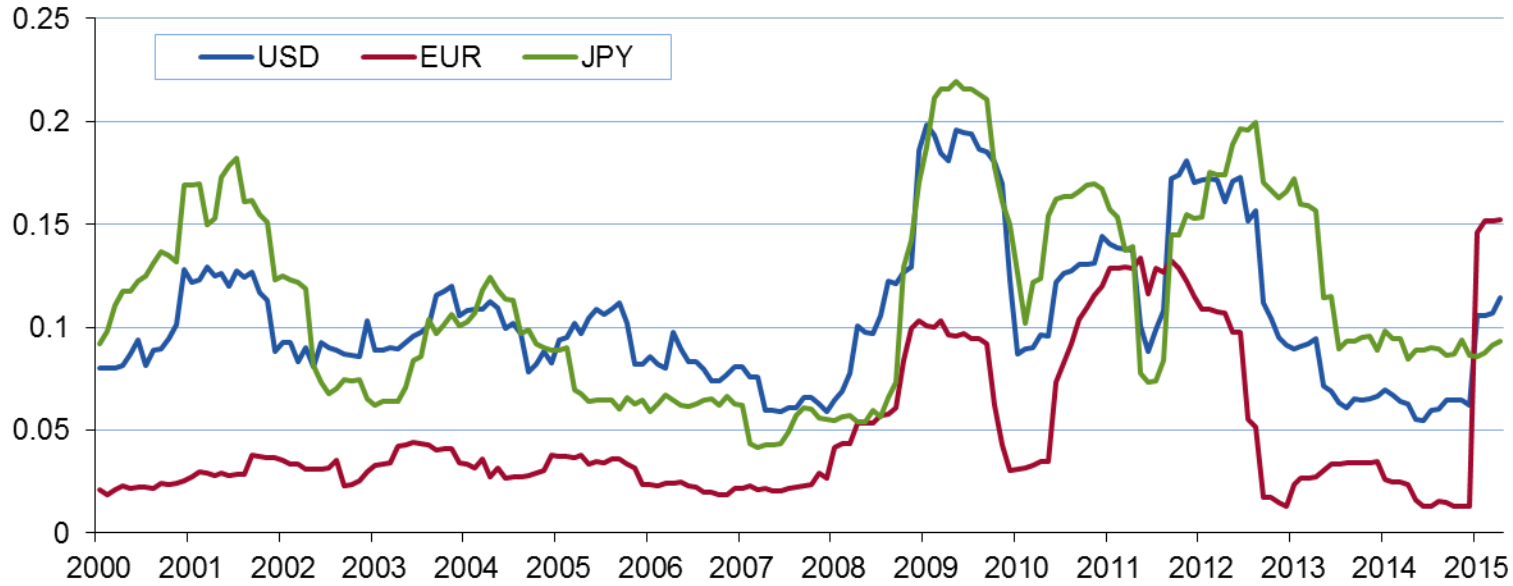
- Existenz einer Risikoprämie ist **höchst unsicher**

- Intuition: Währungsgewinne und -verluste sind **Nullsummenspiele**

▶ **Renditeargument steht beim strategischen Absicherungsentscheid nicht im Vordergrund**

Währungsabsicherung – Empirie
Risikoreduktion durch Währungsabsicherung (1)

Rollende jährliche Volatilität (12 Monate) ausgewählter Währungen gegenüber dem CHF



Währungsabsicherung – Empirie
Risikoreduktion durch Währungsabsicherung (2)

Repräsentative Schweizer PK	Vollständige Absicherung	Ohne Absicherung
Liquidität CHF	2%	2%
Obligationen CHF	35%	35%
Obligationen FW	0%	10%
Obligationen FW (hedged)	10%	0%
Aktien Schweiz	10%	10%
Aktien Welt	0%	20%
Aktien Welt (hedged)	20%	0%
Immobilien Schweiz	18%	18%
Immobilien Welt (hedged)	5%	0%
Immobilien Welt	0%	5%
Total	**100%**	**100%**
Nicht abgesicherte Fremdwährungen	0%	35%

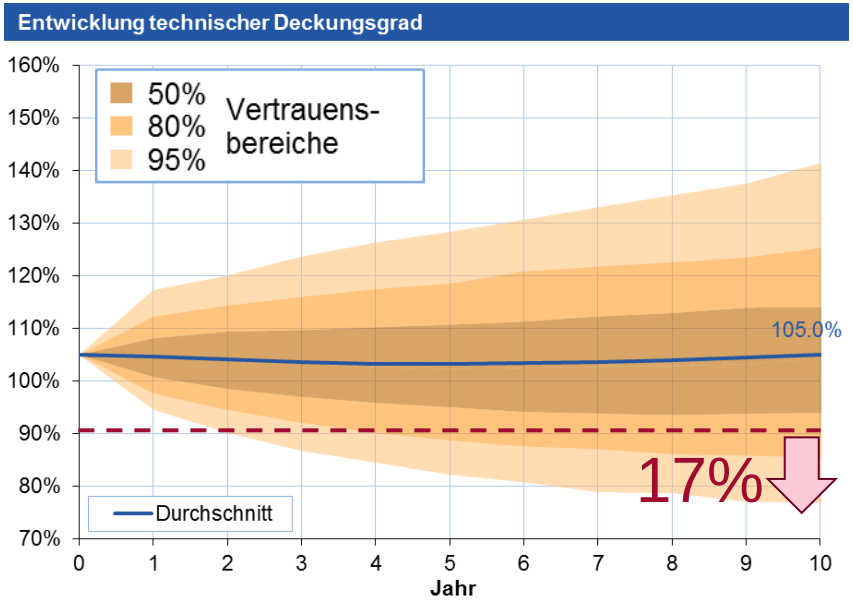
Historisch 31.01.1972 - 31.03.2015	Vollständige Absicherung	Ohne Absicherung
Rendite p.a.	6.3%	6.2%
Volatilität p.a.	5.8%	6.8%

- **Risiko** nach Währungsabsicherung deutlich **tiefer**
- **Kaum Auswirkungen** auf **Rendite** in dieser Periode

Währungsabsicherung – Simulationen
Risikoreduktion durch Währungsabsicherung

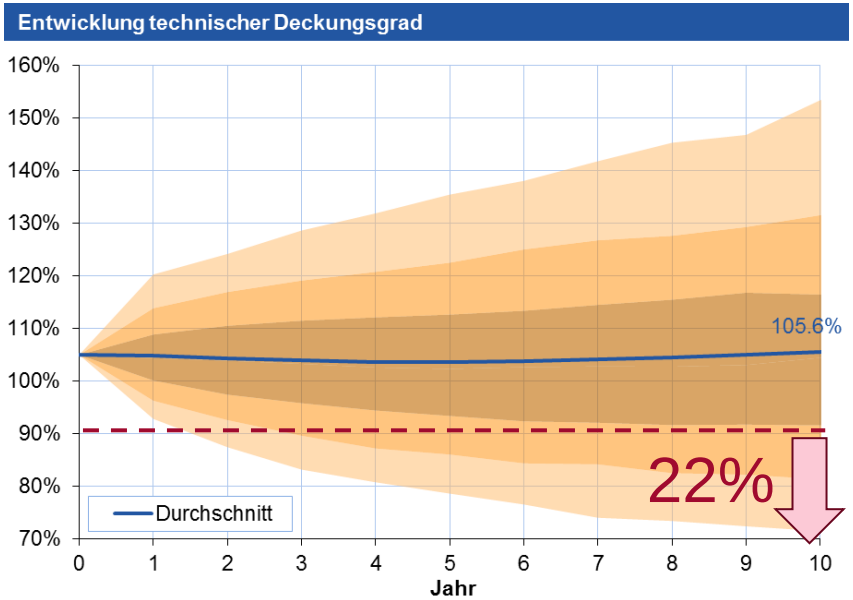
PPCmetrics

MIT Währungsabsicherung



Durchschnittliche Volatilität = 5.8% p.a.

OHNE Währungsabsicherung



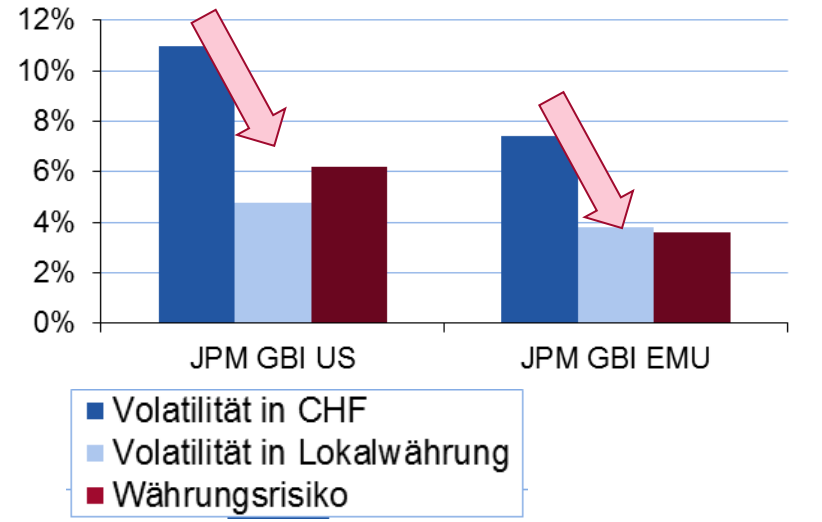
Durchschnittliche Volatilität = 6.8% p.a.

- Fremdwährungsrisiken **erhöhen Schwankungen** des Deckungsgrads sowie **Wahrscheinlichkeit einer Unterdeckung**

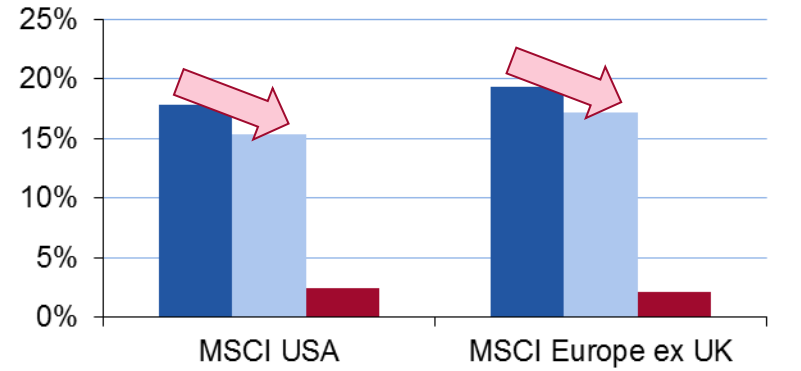
Währungsabsicherung
Praktiker-Ansatz

- **Vollständige Absicherung Obligationen, teilweise bei Aktien**
- Argument stärkere Risikoreduktion bei Obligationen ist isolierte Betrachtung einer Anlagekategorie

Obligationen USA, Obligationen Euro-Raum



Aktien USA, Aktien Europa



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen
Monatliche Daten 1999-2015

- **Optimale Quote im Gesamtportfoliokontext festlegen (ALM)**

Aktuelle Marktsituation
Kosten der Absicherung (1)

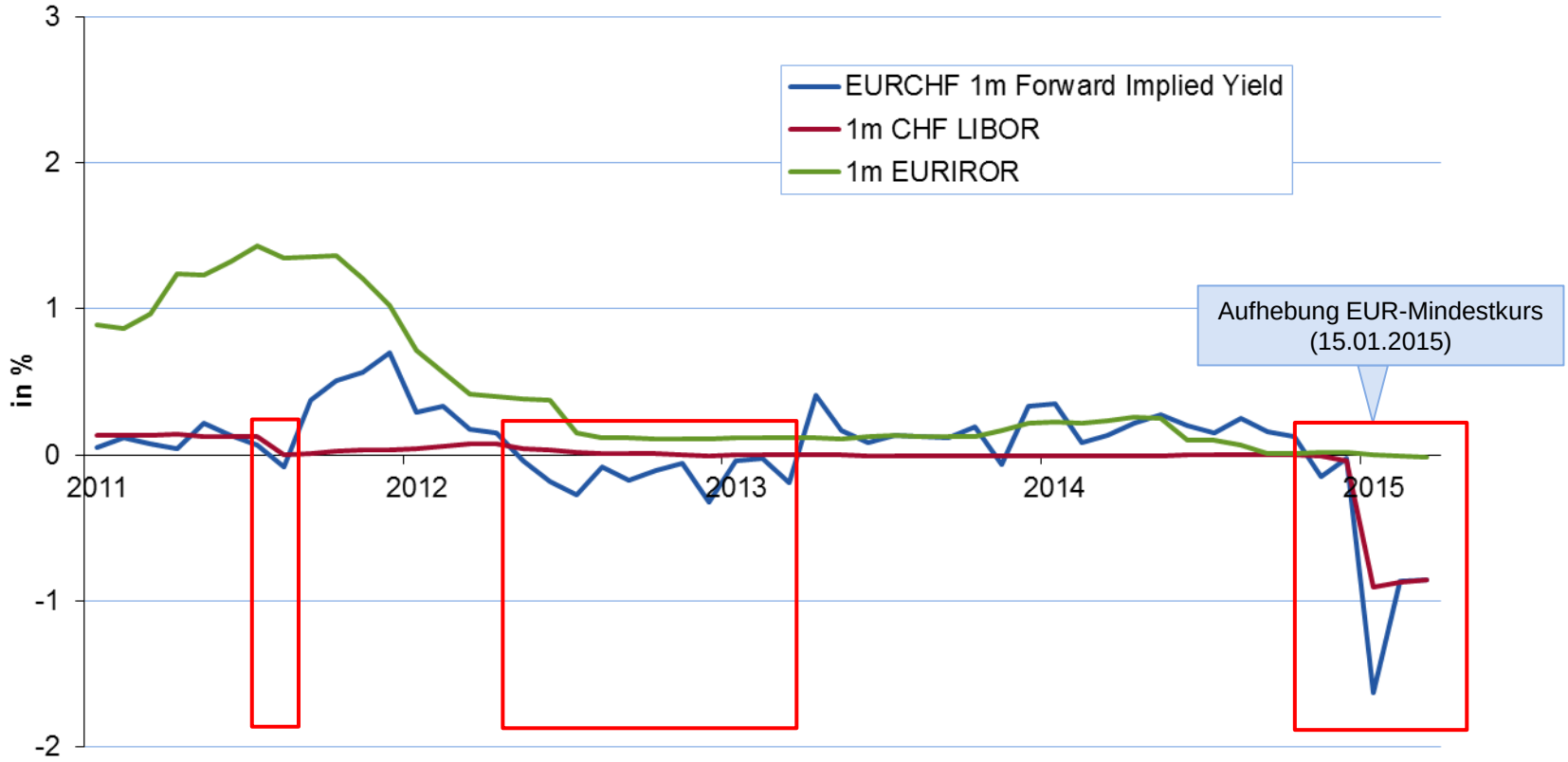
- Oft werden folgende Faktoren als **Hedgingkosten** bezeichnet:
  - Zinsdifferenz Geldmarkt
  - Bid-Ask-Spreads Devisentermingeschäfte
  - Gebühren Vermögensverwalter

- Kurz nach Aufhebung des Mindestkurses waren die Preise der **Devisentermingeschäfte** zur Absicherung **«unattraktiv»**.

- Aufgrund **fehlender Marktliquidität** und **potentieller Markteingriffe** der SNB lagen Preise unter dem fairen Wert.

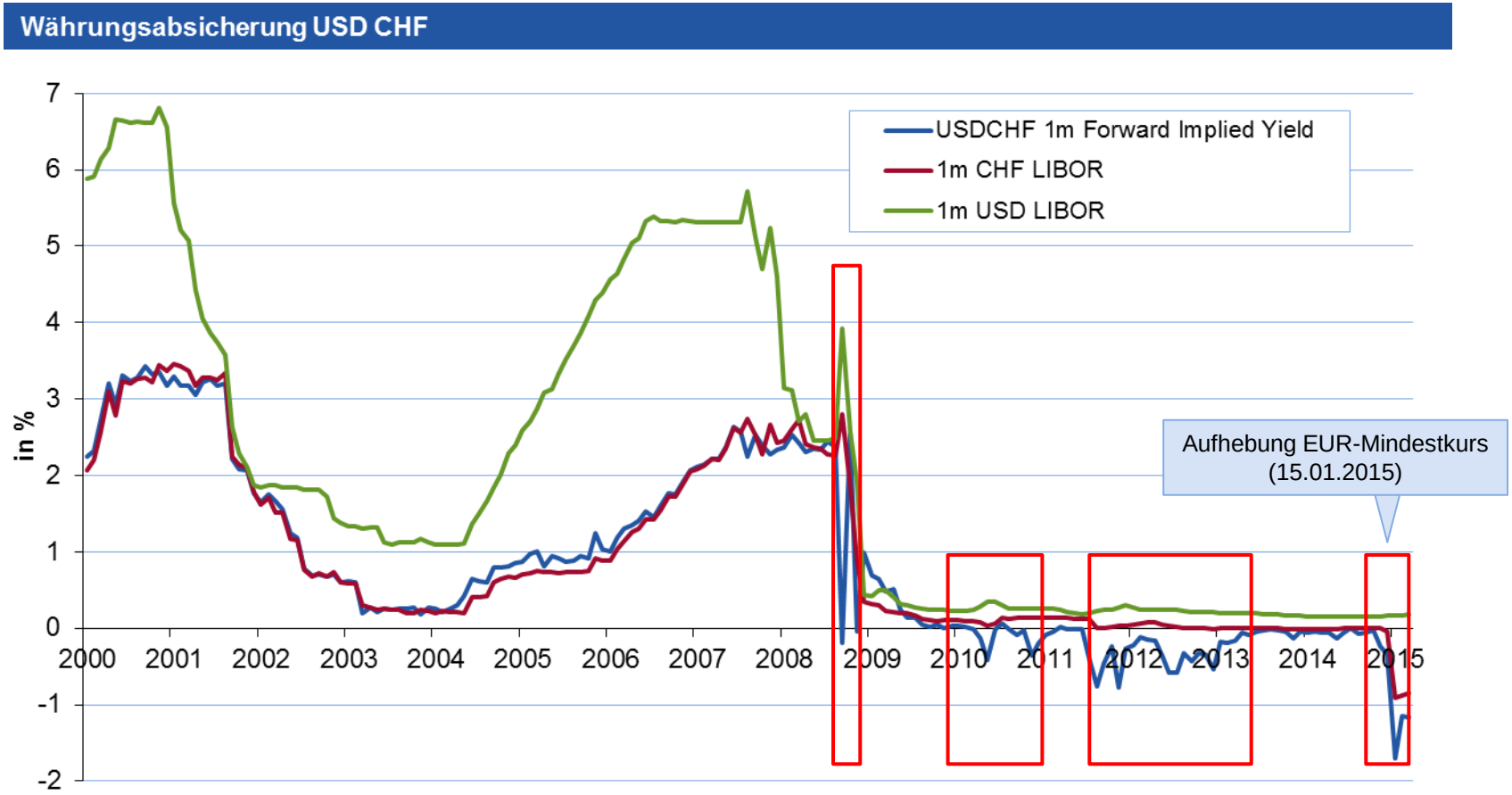
Aktuelle Marktsituation
Kosten der Absicherung (2)

Währungsabsicherung EUR CHF



Der EURCHF 1m Forward Implied Yield wird erst ab 2011 berechnet.

Aktuelle Marktsituation
Kosten der Absicherung (3)



- Historisch gab es verschiedene Perioden mit **«unattraktiven» Währungstermingeschäften**.

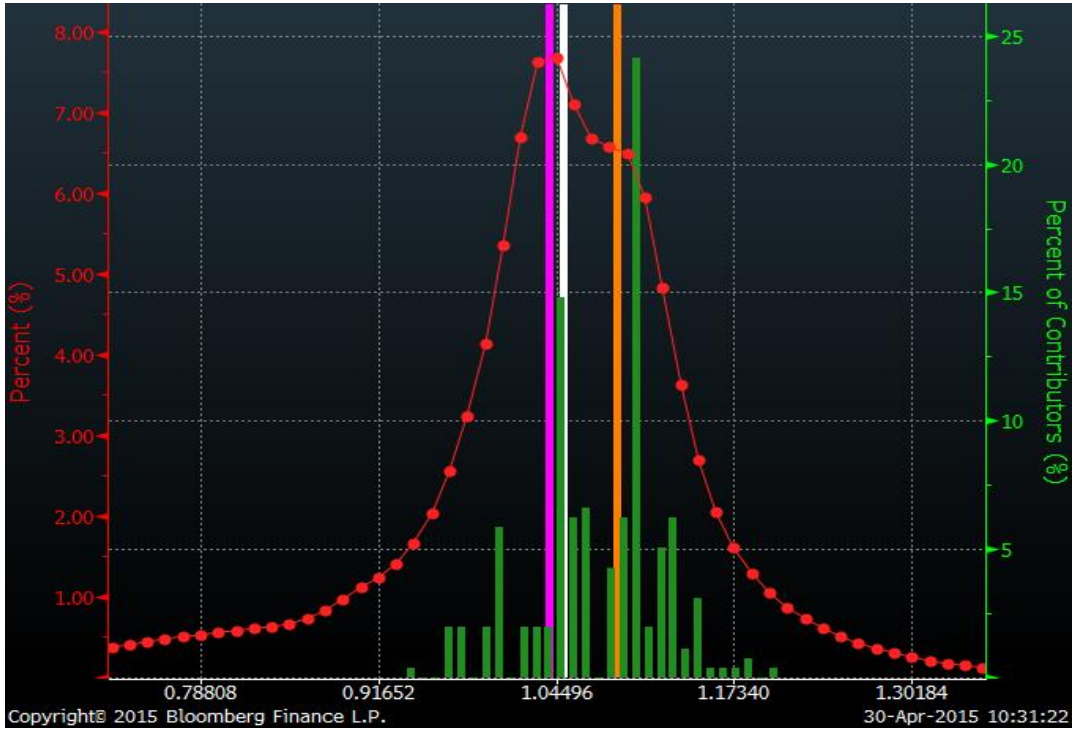
Aktuelle Marktsituation
Kosten der Absicherung (4)

- Eine «risikofreie» währungsgesicherte Investition in USD mit Laufzeit einem Monat liefert aktuell eine negative Rendite von -1.02%. Im Vergleich hierzu liefert der 1-Monats CHF LIBOR eine «höhere» Rendite von -0.83%. Achtung, die Sätze beinhalten unterschiedliche Kreditrisiken und sind deshalb nicht zu 100% vergleichbar.
- Solche «Anomalien» waren bereits früher vorhanden. Jedoch wurde dies in diesen Zeiträumen von den Marktteilnehmern kaum diskutiert.
- Aufgrund der Möglichkeiten von **Arbitragegeschäften** sind **solche «Anomalien» eine temporäre Erscheinung**.

▶ **Eine kurzfristige strategische Aufhebung der strategischen Währungsabsicherung ist daher nicht angezeigt.**

Währungsabsicherung
... 4 Monate nach der Aufhebung des Mindestkurses

- «Der Franken ist insgesamt deutlich überbewertet. Diese Überbewertung sollte sich über die Zeit korrigieren.»
  (Thomas Jordan, Rede anlässlich der ordentlichen GV der SNB, 24.04.2015)
- 1-Jahres EUR/CHF Prognosen (für Ende April 2016)



Fazit

- Mit der Aufhebung des Mindestkurses sind **Gewinne und Verluste** auf Fremdwährungspositionen wieder **gleich wahrscheinlich**.
- Aus **strategischer Sicht** ist eine **Absicherung** der Fremdwährungen zweckmässig. Dadurch kann das **Risiko reduziert** werden.
- Preise für Devisentermingeschäfte haben sich wieder weitgehend **normalisiert**. Die Zins-differenz ist höher als während des Mindestkurs-Regimes.
- Die **spezifische Absicherungsquote** sollte unter Berücksichtigung der Verpflichtungen und des Gesamtportfolios (ALM) einer Pensionskasse festgelegt werden.

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

Die PPCmetrics AG (www.ppcmetrics.ch) ist ein führendes Schweizer Beratungsunternehmen für institutionelle Investoren und private Anleger im Bereich Investment Consulting. Die PPCmetrics AG berät ihre Kunden bei der Anlage ihres Vermögens in Bezug auf die Definition der Anlagestrategie (Asset Liability Management) und deren Umsetzung durch Anlageorganisation, Asset Allocation und Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection). Zudem unterstützt die PPCmetrics AG über 100 Vorsorgeeinrichtungen (Pensionskassen, Versorgungswerke etc.), gemeinnützige Stiftungen und Family Offices / UHNWI bei der Überwachung der Anlagetätigkeit (Investment Controlling), bietet qualitativ hochwertige Dienstleistungen im aktuariellen Bereich (Actuarial Consulting) und ist als Pensionskassen-Expertin tätig.

Videos

Publika-tionen

Website

Tagungen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**