

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

Währungsmanagement in einer Pensionskasse: Chancen und Risiken

ASIP - Fachtagung Aktuelles aus der beruflichen Vorsorge

Dr. Stephan Skaanes, CFA, Partner
PPCmetrics AG
Financial Consulting, Controlling & Research
www.ppcmetrics.ch

Zürich, 14. April 2011

- Einführung in Währungsrisiken

- Wirkung der Währungsabsicherung

- Absicherungskonzepte

- Umsetzungsvarianten

- Fazit

Die «Weltwoche» berichtet, dass der Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB) Philipp Hildebrand in einer Sitzung mit dem Bundesrat selbst das Horrorszenario eines Eurokurses von 50 Rappen an die Wand gemalt haben soll.

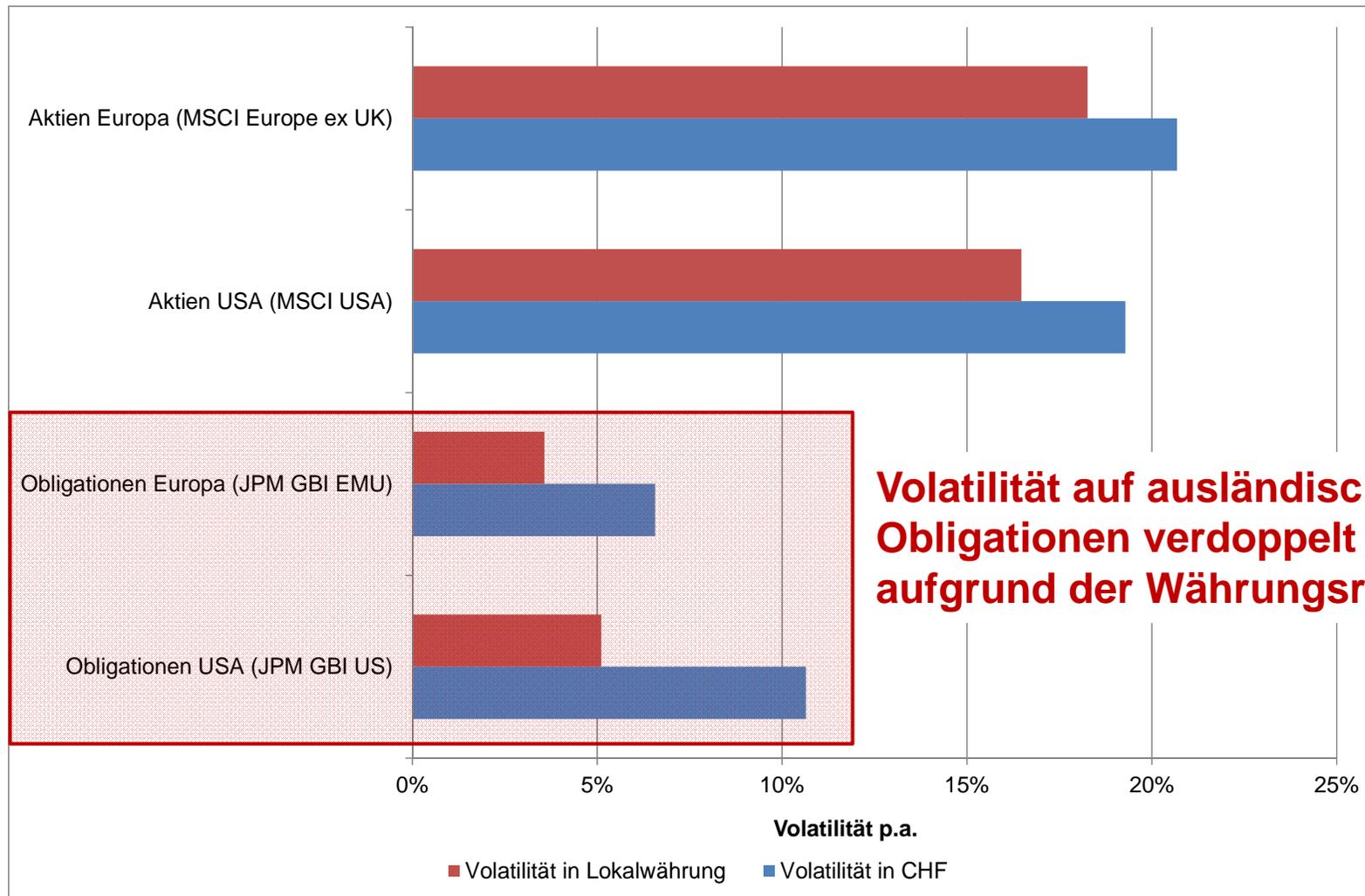
Fragen:

- Soll man Währungsrisiken absichern?
- In welchem Umfang soll abgesichert werden?
- Wie soll man absichern?

- Die **ausländischen Obligationen** weisen folgende Risikoquellen auf:
 - Zinsrisiken
 - Kreditrisiken
 - Währungsrisiken

- Bei **ausländischen Aktien** sind spezifische Risikoquellen nicht so eindeutig abgrenzbar. Hauptrisikofaktor ist das **Marktrisiko**.

Einführung in Währungsrisiken (3)



- Die Währungen haben unterschiedliche Auswirkungen auf die Risiken von Aktien resp. Obligationen. **Generell reagieren Fremdwährungsobligationen stärker auf Währungsschwankungen als ausländische Aktien.**
- Gründe hierfür:
 - Die Auszahlungen bei den ausländischen Obligationen sind in Fremdwährung fixiert.
 - Bei ausländischen Aktien wird zum Teil das eigentliche Währungsrisiko bereits bei den Unternehmen selber «abgesichert», deshalb ist die Auswirkung einer Währungsabsicherung aus Investorensicht nicht eindeutig. Zudem sind die Dividendenzahlungen variabel.

- Einführung in Währungsrisiken

- **Wirkung der Währungsabsicherung**

- Absicherungskonzepte

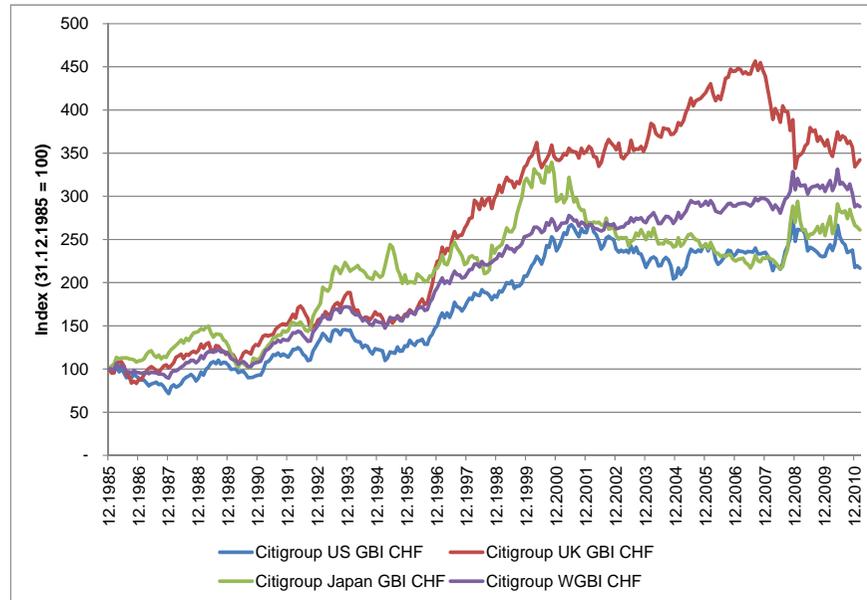
- Umsetzungsvarianten

- Fazit

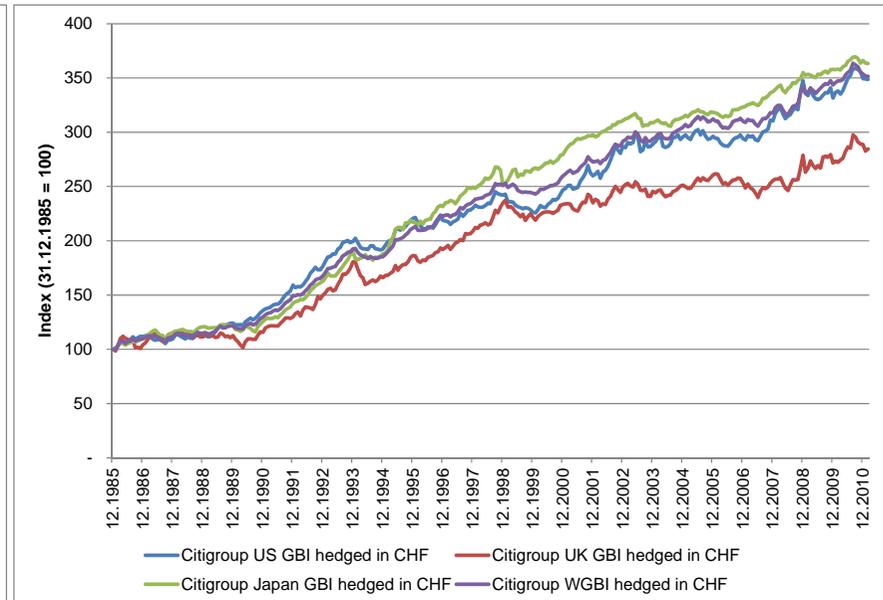
Wirkung der Währungsabsicherung (1)

Obligationenindizes (1.1.1986 – 31.02.2011)

Ohne Währungsabsicherung



Mit Währungsabsicherung

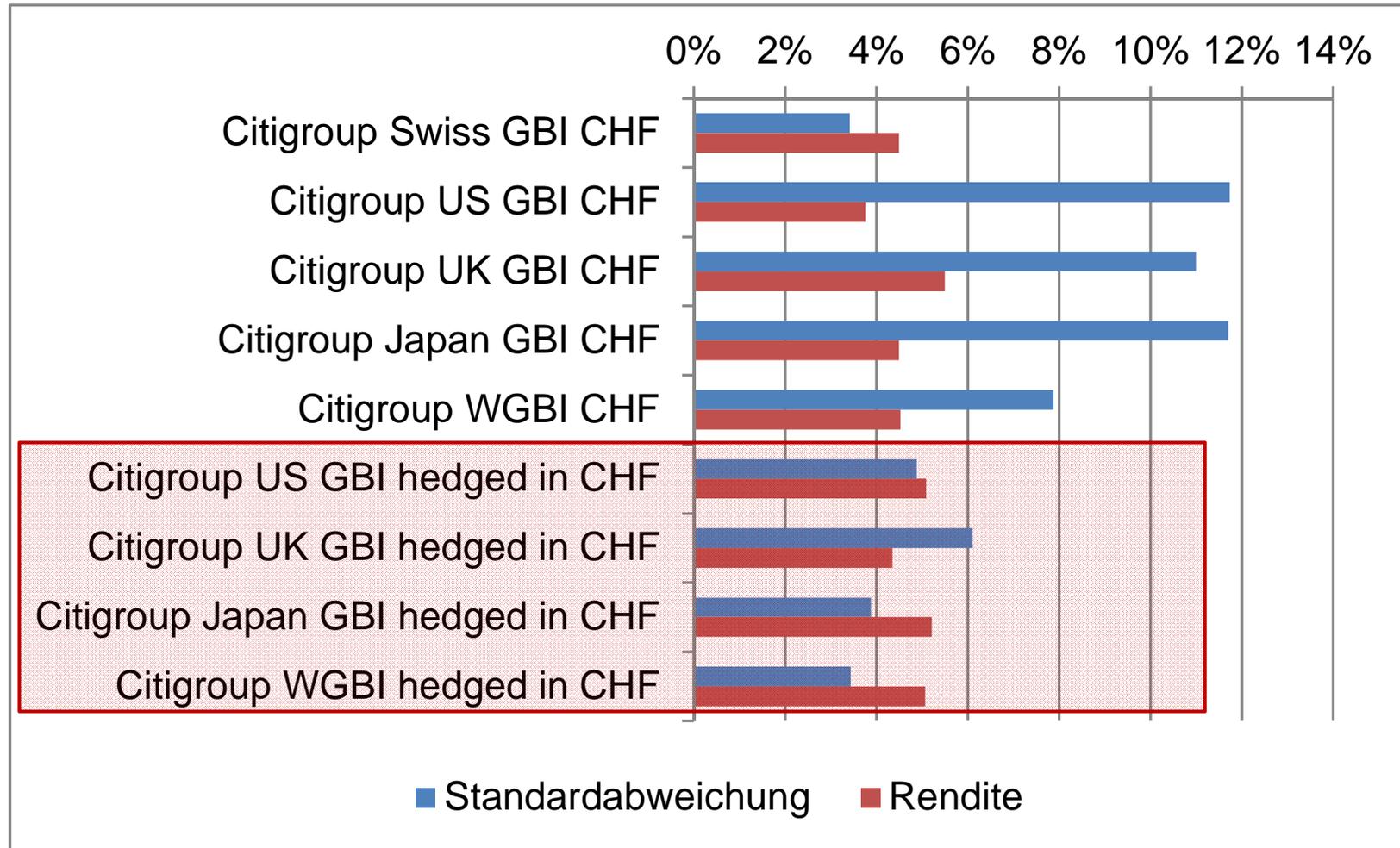


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

- Die Währungsabsicherung vermindert die Volatilität.

Wirkung der Währungsabsicherung (2)

Obligationenindizes (1.1.1986 – 31.02.2011)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Wirkung der Währungsabsicherung (3)

Obligationenindizes (1.1.1986 – 31.02.2011)

	Rendite	Standardabweichung	Rendite/Risiko
Citigroup Swiss GBI CHF	4.50%	3.42%	1.32
Citigroup US GBI CHF	3.76%	11.73%	0.32
Citigroup UK GBI CHF	5.50%	11.00%	0.50
Citigroup Japan GBI CHF	4.49%	11.71%	0.38
Citigroup WGBI CHF	4.52%	7.88%	0.57
Citigroup US GBI hedged in CHF	5.09%	4.89%	1.04
Citigroup UK GBI hedged in CHF	4.35%	6.10%	0.71
Citigroup Japan GBI hedged in CHF	5.21%	3.88%	1.34
Citigroup WGBI hedged in CHF	5.06%	3.44%	1.47

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

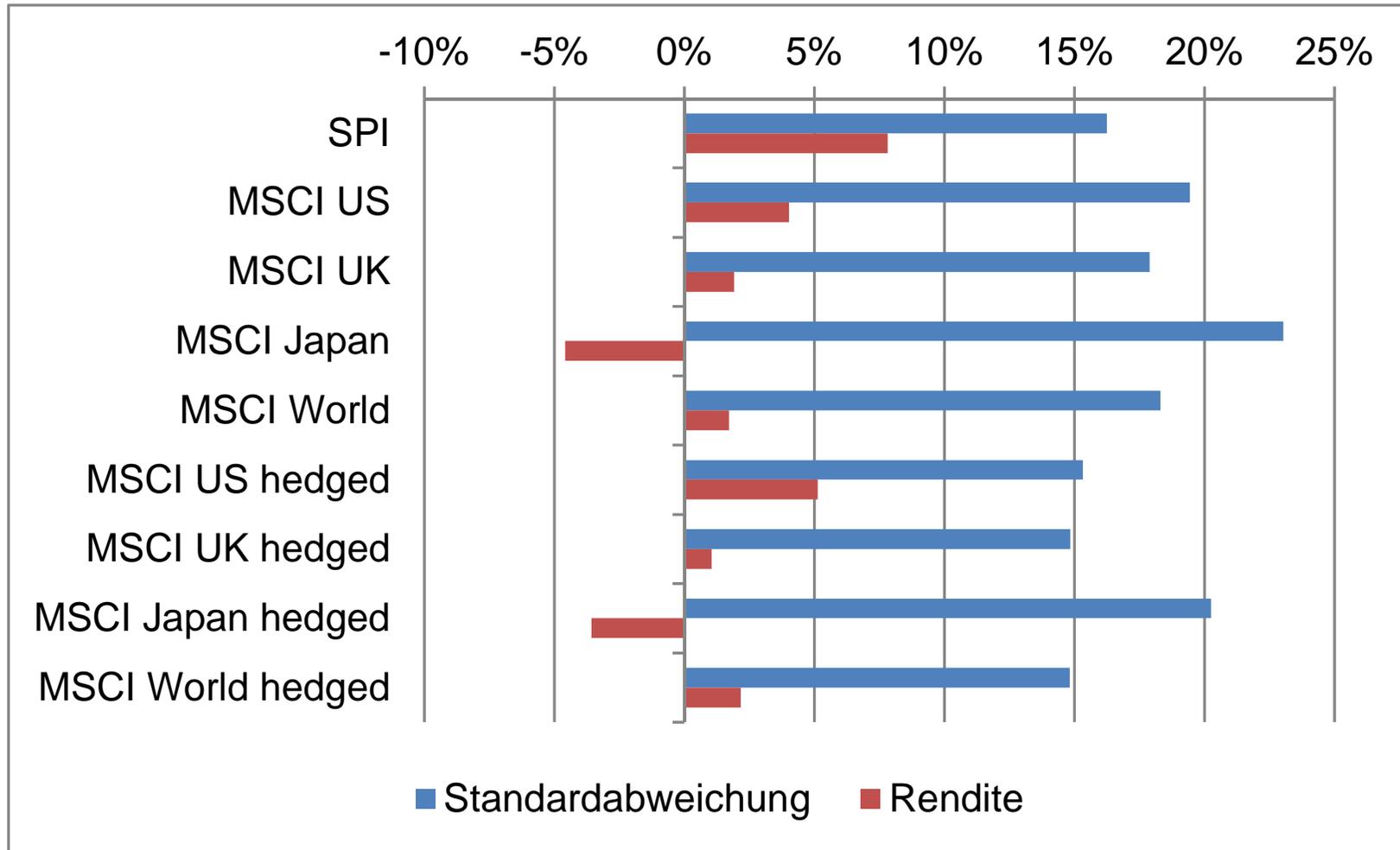
- Die Tabelle verdeutlicht das unterschiedliche Risiko von währungsgesicherten und -ungesicherten Fremdwährungsobligationen.

Wirkung der Währungsabsicherung (4)

Obligationen

- Die Standardabweichung der Rendite (**Risiko**) von nicht abgesicherten Fremdwährungsobligationen ist **bedeutend** höher als jene der währungsgesicherten Obligationen.
- Die Renditen unterscheiden sich im Gegensatz zu den Standardabweichungen wenig, was darauf hindeutet, dass das Eingehen des Fremdwährungsrisikos **nicht** mit einer **Risikoprämie** entschädigt wird.
- Dies deckt sich auch mit akademischen Analysen, welche meist keine empirische Evidenz für eine Fremdwährungsrisikoprämie finden.

Wirkung der Währungsabsicherung (5) Aktienindizes (1.1.1986 – 31.02.2011)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Wirkung der Währungsabsicherung (6)

Aktien

- Während bei den Obligationen die Effekte einer Währungsabsicherung klar ersichtlich sind, ist dies bei den Aktien weniger eindeutig der Fall.
- Die deckt sich mit der Feststellung, dass das eigentliche Währungsrisiko von Aktien langfristig schwieriger zuordenbar ist.

- Einführung in Währungsrisiken
- Wirkung der Währungsabsicherung
- **Absicherungskonzepte**
- Umsetzungsvarianten
- Fazit

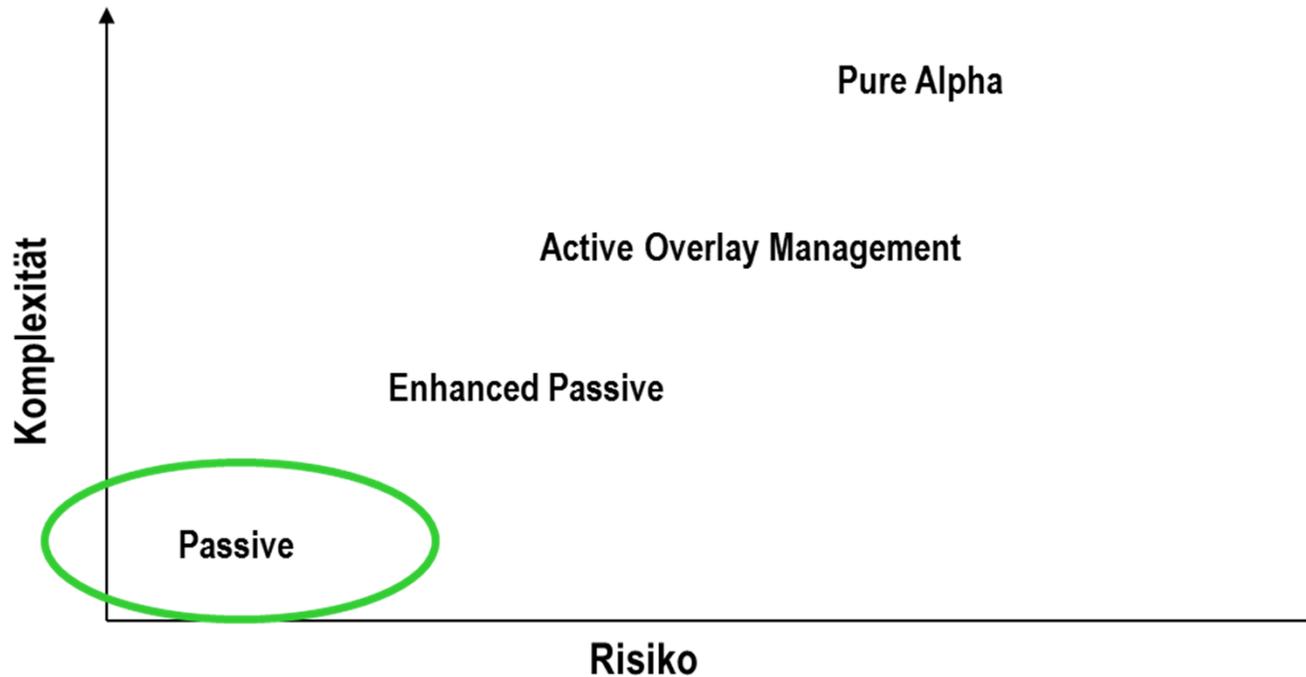
- Es gibt verschiedene Methoden zur Bestimmung der «optimalen Absicherungsquote» (Hedge Ratio):
 - Vollständige Absicherung
 - Absicherung des Währungsrisikos bei Obligationen
 - Arbiträre Festlegung der Hedge Ratio (z.B. 50%)
 - Historische Analyse: Was war in der Vergangenheit die optimale Hedge Ratio?
 - Mean-Variance Ansatz (Portfoliooptimierung mit Terminverträgen)
 - ...

- Die Bestimmung der «optimalen» Hedge Ratio ist von verschiedenen Faktoren abhängig:
 - Verwendetes Modell
 - Annahmen (Volatilitäten, Korrelationen, u.a.)
 - Verpflichtungsstruktur
 - Investorenverhalten (bspw. «Fluchtwährungseffekte»)
 - Regulatorische Einflüsse (BVV 2, Fachempfehlung)
 -
- Als **pragmatische Annäherung an eine optimale Hedge Ratio** erfolgt in der Praxis oftmals eine **vollständige Absicherung der Obligationen Fremdwährungen**. Hierbei handelt es sich ebenfalls um eine effizient implementierbare Absicherungsstrategie.

- Einführung in Währungsrisiken
- Wirkung der Währungsabsicherung
- Absicherungskonzepte
- **Umsetzungsvarianten**
- Fazit

Umsetzung (1)

Varianten



- Für die meisten Pensionskassen ist eine **passive Strategie** eine geeignete Lösung.
- «Alpha» ist stark von Handelsmöglichkeiten, Voraussagekraft und spezifischen Fähigkeiten der Manager abhängig. Zudem beinhaltet eine aktive Bewirtschaftung weitere Risiken.

Umsetzung (2)

Vorgehen

- Bei der Implementierung einer passiven Währungsabsicherung empfiehlt sich folgendes Vorgehen:
 - Berechnung des Fremdwährungsexposures
 - Bestimmen der Währungsexposure betreffend den einzelnen Währungen auf Einzelmandatsstufe bzw. Konsolidierungsstufe
 - Bestimmen des gewünschten Absicherungsgrades pro Währung
 - Wahl der Umsetzungsvariante
 - Es muss ein Entscheid gefällt werden, ob die Währungsabsicherung **auf Stufe der Einzelmandate** (d.h. durch die jeweiligen Produktanbieter vollzogen) bzw. durch den **Global Custodian oder einen externen Manager auf der Konsolidierungsstufe** erfolgen soll (d.h. Vergabe eines „Currency Overlay Mandates“). Nachfolgend werden die wichtigsten Vor- und Nachteile präsentiert.

Umsetzung (3)

Asset Manager vs. Overlay vs. GC

	Asset Manager (Mandatsebene)	Externer Spezialist (Overlay Manager)	Global Custodian
+	<ul style="list-style-type: none"> - Einfache Implementierung - Standardprodukte erhältlich - Oftmals kostengünstigste Lösung - Einfaches Benchmarking - Zeitnahe Implementierung 	<ul style="list-style-type: none"> - Externer Manager ist verantwortlich für die gesamte Absicherung - Vertieftes Wissen über Märkte und Instrumente vorhanden - Sinnvoll bei Absicherung von mehreren grossen Mandaten (Skaleneffekte) 	<ul style="list-style-type: none"> - Der Global Custodian verfügt über aktuelles Wissen der Portfoliozusammensetzung und somit „Echtzeitwissen“ über Fremdwährungs-exposure. - Ausnutzen der Skaleneffekte
-	<ul style="list-style-type: none"> - Bei mehreren Mandaten werden kleinere Volumina abgesichert. Skaleneffekte werden nicht ausgenutzt. 	<ul style="list-style-type: none"> - Aufwendigere Implementierung (v.a. bei Kollektivanlagen) - Kosten/Nutzen bei kleinen Mandatsvolumina 	<ul style="list-style-type: none"> - Überwachung “best execution” nötig

Umsetzung (4)

Wichtige Aspekte

- Wichtige Fragen
 - Risikokontrolle (Währungsrisiko, Kreditrisiko)
 - Vertragswesen
 - Mögliche Instrumente zur Währungsabsicherung
 - Umgang mit Kollektivprodukten (look through-Problematik und Verzögerung)
- Folgende Restriktionen sollten definiert werden:
 - Gegenparteirisiko (Definition Bonitätsrating)
 - Definition der Handelspartner
 - Keine Leerverkäufe oder Shortpositionen
 - Laufzeit der Forwardkontrakte
 - Das maximale Exposure gegenüber einer einzelnen Gegenpartei (bei Forwards oder OTC-Optionen)

- Einführung in Währungsrisiken
- Wirkung der Währungsabsicherung
- Absicherungskonzepte
- Umsetzungsvarianten

- Fazit

- Fremdwährungsrisiken haben einen Einfluss auf die Rendite in CHF von ausländischen Anlagen. Generell **reagieren Obligationen Fremdwährungen stärker auf Währungsschwankungen** als ausländische Aktien.
- Das Risiko von nicht abgesicherten Obligationen Fremdwährungen ist bedeutend **höher** als jene der **währungsgesicherten Obligationen**. Die Renditen unterscheiden sich hingegen wenig, was darauf hindeutet, dass das Eingehen des **Fremdwährungsrisikos langfristig nicht mit einer Risikoprämie entschädigt** wird.

- Eine sinnvolle und effizient umsetzbare Möglichkeit der Annäherung an eine „optimale“ Hedge Ratio stellt die **vollständige Absicherung der Fremdwährungsoptionen** dar.
- Die effiziente Umsetzung ist abhängig von der Grösse und Mandatsstruktur einer Pensionskasse.

Herzlichen Dank!



