

Währungsabsicherung – Funktionsweise, Instrumente, Kosten und Risiken

Fremdwährungsrisiken richtig einordnen

Auslandsanlagen bringen Wechselkursrisiken mit sich, die die ausgewiesene Rendite erheblich verzerren können. Währungsabsicherung verspricht Abhilfe, ist heute technisch einfacher denn je umzusetzen – aber konzeptionell anspruchsvoll.

Autoren: **Christian Fitze und Marco Huber**

Mit jeder ausländischen Aktie, jeder Fremdwährungsobligation und jedem Anlagegefäss, das im Ausland investiert, geht das Risiko einher, dass sich der Wechselkurs zum Schweizer Franken ungünstig entwickelt. Ungünstig bedeutet einen starken Franken, dessen Aufwertung die Gesamtrendite der Fremdwährungsanlage schmälert. Umgekehrt führt ein schwacher Franken zu einer Zusatzrendite. Diese Performance-Effekte verschleiern bis zu einem gewissen Grad die Rendite der getätigten Anlage.

Dies erschwert die Analyse zusätzlich, da neben Rendite und Risiko der Anlagekategorie auch die Währungsentwicklung eingeschätzt werden muss. Die Währungsprognose ist dabei übergreifend. Liegt man mit der Einschätzung zur Entwicklung des US-Dollars (USD) falsch, sind davon sämtliche Auslandsanlagen mit Referenzwährung Dollar betroffen.

Die Währungseffekte beeinflussen auch die Risikoeigenschaften von Auslandsanlagen. Aus Sicht eines Franken-Investors steigen bei einem Verzicht auf Währungsabsicherung die Korrelationen unter den ausländischen Anlagekategorien. Man denke an die Franken-Renditen von illiquiden Dollar-basierten Private-Equity-Anlagen und von US-Staatsanleihen, deren Schwankungsrisiken gleichermassen von den Währungsschwankungen bestimmt werden.

Einfach geht's (nicht immer)

Mittels Absicherung können die genannten Währungswirkungen neutralisiert werden. Mittlerweile bietet die Finanzindustrie für die wichtigsten Anlagekategorien Indizes für die Analyse und Produkte für die entsprechende Umsetzung. Mit währungsgesicherten Fondsbausteinen kann jede noch so kleine Vorsorgeeinrichtung eine vollständige oder teilweise Währungsabsicherung einfach und kosteneffizient implementieren. Mit der Mischung von währungsgesicherten und ungesicherten Tranchen des gleichen Fonds kann ein gewünschter Absicherungsgrad (Hedge Ratio) erreicht werden.

Für Direktanlagen sowie Kollektivanlagen ohne währungsgesicherte Tranche kommt in der Regel ein anderer Absicherungs-Setup zur Anwendung, ein sogenanntes Währungs-Overlay. Dabei berechnen Overlay-Verantwortliche pro Währung den Absicherungsbedarf für das gesamte oder das betreffende Teilportfolio. Vorteil ist eine hohe Flexibilität mit der Möglichkeit, eine massgeschneiderte Währungsstrategie pro Währung zu implementieren. Nachteil: Es ist komplizierter, auch operativ.

So geht's

Wie funktioniert ein Absicherungsgeschäft? Eine absicherungswillige Pensionskasse muss eine Gegenpartei finden, die für ein Zielvolumen in Franken einen Währungsverlust nach einer vereinbar-

TAKE AWAYS

- Wechselkursrisiken verzerren die Anlageperformance stärker, als oft wahrgenommen wird.
- Währungsabsicherung ist heute einfach umsetzbar – aber konzeptionell anspruchsvoll.
- Die sogenannten Absicherungskosten sind keine echten Kosten, sondern Ausdruck einer Währungsprognose.
- Der Verzicht auf Währungsabsicherung ist kein neutraler Entscheid.

ten Zeit (1 Monat, 3 Monate, 1 Jahr etc.) mit einer Zahlung ausgleicht. Beide Parteien versichern sich gegenseitig der Zahlungsfähigkeit, indem Sicherheiten («Collaterals») wie Cash oder Wertschriften im Verhältnis zum Volumen und zur potenziellen Wertentwicklung des Geschäfts («Margins») hinterlegt werden.

Währungen können volatil sein, und grosse abgesicherte Vermögen führen zu grossen potenziellen Ausgleichszahlungen. Bei währungsgesicherten Tranchen von Anlagefonds merkt der Investor davon wenig. Im Fonds werden Verluste auf dem Absicherungsgeschäft durch Verkäufe der Anlagen gedeckt. Diese waren zuvor durch die Währungsgewinne gegenläufig gestiegen, so dass dem Investor die währungsgesicherte Anlageperformance verbleibt. Bei Overlays sind die Verluste hingegen direkt durch die

Pensionskasse zu bedienen bzw. eingehende Gewinne zu investieren. Die Pensionskasse sollte dazu über solide Prozesse für das Liquiditäts-, Rebalancing- und Collateralmanagement verfügen.

Das eigentliche Absicherungsgeschäft ist ein sogenanntes Währungstermingeschäft («Forward») – ein Vertrag, der festlegt, dass bei Verfall die vereinbarte Summe zu einem fixierten Wechselkurs in Franken getauscht werden wird. Dieses Geschäft kann jederzeit mit einem Gegengeschäft «geschlossen» («glattgestellt») werden, so dass unter dem Strich nicht das ganze Nominal, sondern nur der netto resultierende Währungsgewinn ausgeglichen wird. Am Zeitpunkt des Verfalls ist das Gegengeschäft kein Termingeschäft mehr, sondern ein Wechsel zum Spotpreis, das heisst zum aktuellen Wechselkurs. Wird zum Zeitpunkt des ge-

Werbung Publicité

IN WOHNIMMOBILIEN OHNE AGIO INVESTIEREN



Offene Zeichnungen

Die Anlagegruppe Realstone Wohnimmobilien Schweiz (RIRS) ist exklusiv für berufliche Vorsorgeeinrichtungen reserviert. Im Rahmen einer Kapitalerhöhung wird der Erwerb einer gesicherten Liegenschafts-Pipeline im Umfang von CHF 148 Millionen finanziert. Zeichnungen sind bis zum 20. März 2026 möglich.



Kontakt

Investor Relations Manager
Raffaele Cannistrà
raffaele.cannistra@realstone.ch
+41 58 262 00 36

Mehr dazu



Kennzahlen



CHF 603 Mio.
Verkehrswert
des Portfolios



48
Liegenschaften



85 %
Westschweiz



86 %
Wohnanteil

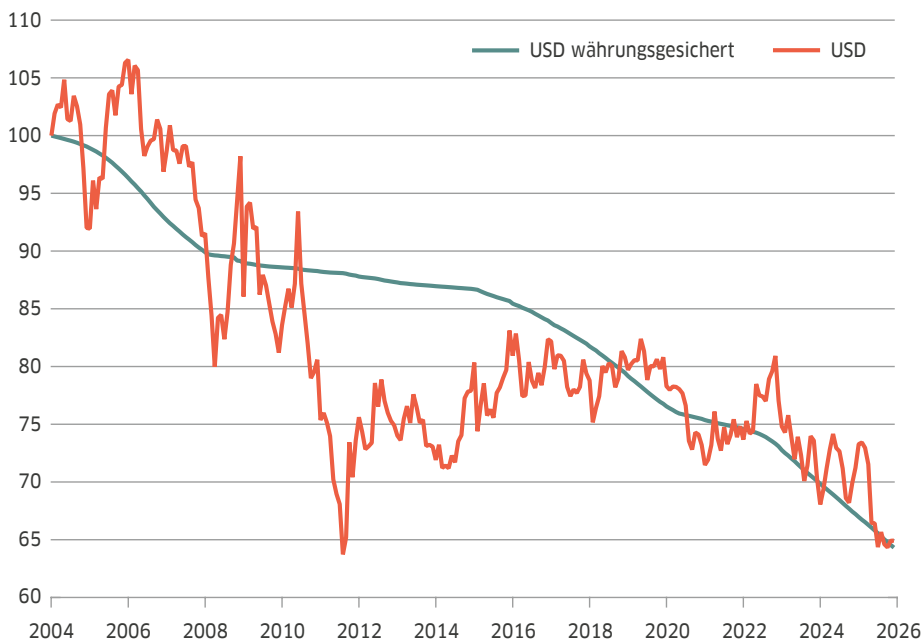


5.70 %
Eigenkapitalrendite
(ROE)



59
angeschlossene
Vorsorge-
einrichtungen

Währungsabsicherung im Vergleich: US-Dollar in Schweizer Franken



Die Grafik zeigt den Verlauf des Dollars in Schweizer Franken ohne Währungsabsicherung sowie mit monatlich rollierender Absicherung. Während der ungesicherte Verlauf stärkeren Schwankungen unterliegt, verläuft die abgesicherte Variante gleichmässiger und reflektiert den Einfluss des Zinsdifferenz-Mechanismus. (Quelle: ECOFIN)

schlossenen Termingeschäfts gleich ein nächstes Termingeschäft abgeschlossen, wird dies «Rollen» genannt. Beim Rollen besteht Gelegenheit, die Absicherungsvolumina zu adjustieren.

So (leider) nicht

Leider lässt sich keine Gegenpartei finden, die bereit wäre, US-Dollar zum aktuellen Franken-Dollar-Wechselkurs, sagen wir in einem Jahr, zu kaufen. Warum nicht? Wir könnten als Schweizer Bank zinslos Franken-Geld für ein Jahr als Kredit aufnehmen, das Geld in US-Dollar tauschen und es zum höheren Dollar-Zins (derzeit 3.75 % p.a.) in eine einjährige US-Staatsobligation investieren. In einem Jahr wird die Obligation zurückbezahlt. Der Dollar-Erlös aus der Rückzahlung samt Zinsen kann dank dem damals gesicherten Terminwechsellkurs sicher wieder in Franken zurückgetauscht und der Franken-Kredit mit dem Erlös zurückbezahlt werden.

Es verbleibt unter dem Strich der Dollar-Zins als risikoloser Gewinn – eine Geldmaschine, zu schön um wahr zu sein. Terminwechsellkurse nehmen stets die Zinssatzunterschiede zwischen Währungen vorweg. Abweichungen von dieser Gesetzmässigkeit, die «gedeckte Zinssatzparität» genannt wird, müssen so klein sein, dass keine risikolosen Geschäfte

(Arbitrage-Geschäfte) wie geschildert möglich sind.

Tiefere Kosten als man denkt

Kommen wir auf die Absicherungskosten zu sprechen. Währungsabsicherung ist nicht kostenlos, aber die gängige Einstufung des Zins-Differenz-Mechanismus als «Hedging-Kosten» ist inhaltlich falsch und irreführend. Sie ist vielmehr eine Prognose, die von einem in der Zukunft unveränderten Wechselkurs als Vergleichsmaßstab ausgeht.

Die ökonomische Theorie der «ungedeckten Zinssatzparität» besagt aber, dass der aktuelle Wechselkurs keine sinnvolle Erwartung für die Zukunft ist, sondern dass Hochzinswährungen wie der Dollar im Vergleich zu Tiefzinswährungen wie dem Franken zur Abwertung neigen. Der Grund: Eine tendenziell höhere Inflation in einem Land schwächt dessen Währung. Eine Abwertung gewährleistet, dass die Preise für handelbare reale Güter wie eine Waschmaschine oder ein Auto international nicht zu weit auseinanderdriften («Law of one Price»). Dies gilt im Grundsatz auch für Anlagegüter gleicher Qualität. Bei der Debatte, ob und in welchem Mass eine Abwertung zu erwarten ist, handelt es sich somit nicht um eine Kosten-, sondern um eine Währungsprognosen-Diskussion.

”

Aus Sicht eines Franken-Investors steigen bei einem Verzicht auf Währungsabsicherung die Korrelationen unter den ausländischen Anlagekategorien.

Die Grafik zeigt den Franken-Wert eines US-Dollar mit einer monatlich rollierenden Absicherung sowie den Wert ohne Absicherung. Klar ersichtlich ist die Tendenz des Dollars zu Abwertung. Im Fall der abgesicherten Variante führt der Zinsdifferenz-Mechanismus zu Verlusten, ohne Absicherung wirkt die von grosser Volatilität begleitete Abwertung. Renditemässig ist je nachdem die eine oder andere Variante im Vorteil. Die zum Teil über Jahre bestehenden Abweichungen bieten scheinbar grosse Rendite-Potenziale – wenn Währungsprognosen verlässlich wären. Die Zinsunterschiede sind offensichtlich dahingehend keine gute Prognosegrundlage.

Die effektiven Kosten der Absicherung sind dank effizienten und liquiden Terminmärkten in der Regel sehr klein. Ob eine professionelle Bewirtschaftung mit einer effizienten Umsetzung besteht, kann mit Währungsstrategie-Benchmarks oder noch weitergehend mit spezialisierten Handelskosten-Analysen verifiziert werden. Für kollektiv investierende kleinere Pensionskassen geben Performance-Vergleiche von währungsgesicherten und ungesicherten Anlageprodukten mit ihren jeweiligen Benchmarks Aufschluss über die Qualität der Absicherung. **I**



Christian Fitze

Senior Investment Consultant
ECOFIN Investment Consulting AG



Marco Huber

Senior Investment Consultant
ECOFIN Investment Consulting AG

Werbung Publicité

Die Kaderschmiede in
der beruflichen Vorsorge



Grundausbildung für Mitglieder von Stiftungsräten und Vorsorgekommissionen

Jeweils 2 Tage, in Olten:

13./20.3. 12./19.6. 21./28.8.

Jetzt Platz sichern!



Mehr Informationen und
direkte Anmeldung:
fs-personalvorsorge.ch



«Mit der Grundausbildung
erlangen Sie das fachliche
Rüstzeug für Ihre verant-
wortungsvolle Tätigkeit.
Fundiert, kompakt und
praxisnah.»

Ursula Spuhler
Dozentin Versicherungstechnik

Couverture du risque de change – fonctionnement, instruments, coûts et risques

Bien évaluer les risques liés aux devises étrangères

Les placements à l'étranger comportent des risques de change qui peuvent considérablement fausser le rendement déclaré. La couverture du risque de change promet d'y remédier. Elle est aujourd'hui plus facile à mettre en œuvre que jamais sur le plan technique, mais reste complexe sur le plan conceptuel.

Auteurs: **Christian Fitze et Marco Huber**

”
Du point de vue d'un investisseur en francs suisses, le fait de renoncer à la couverture de change augmente les corrélations entre les catégories de placement étrangères.

Chaque action étrangère, chaque obligation en devise étrangère et chaque véhicule d'investissement à l'étranger comporte le risque d'une évolution défavorable du taux de change par rapport au franc suisse. Défavorable signifie un franc fort, dont l'appréciation réduit le rendement global de l'investissement en devise étrangère. À l'inverse, un franc faible entraîne un rendement supplémentaire. Ces effets de performance masquent dans une certaine mesure le rendement de l'investissement réalisé.

Cela complique encore l'analyse, car outre le rendement et le risque de la catégorie d'investissement, il faut également évaluer l'évolution des devises. Les prévisions monétaires sont globales. Si l'évaluation de l'évolution du dollar américain (USD) est erronée, tous les placements étrangers dont la devise de référence est le dollar sont concernés.

Les effets monétaires influencent également les caractéristiques de risque des placements étrangers. Du point de vue d'un investisseur en francs suisses, le fait de renoncer à une couverture monétaire augmente les corrélations entre les catégories de placement étrangères. Pensons aux rendements en francs suisses des placements illiquides en private equity libellés en dollars et des obligations d'État américaines, dont les risques de fluctuation sont déterminés de la même manière par les fluctuations monétaires.

Ce (n)'est (pas toujours) facile

La couverture permet de neutraliser les effets monétaires mentionnés. Le secteur financier propose désormais des indices pour l'analyse et des produits pour la mise en œuvre correspondante pour les principales catégories de placement. Grâce à des modules de fonds couverts contre le risque de change, toute institution de prévoyance, aussi petite soit-elle, peut mettre en place une couverture totale ou partielle contre le risque de change de manière simple et rentable. En combinant des tranches couvertes et non couvertes du même fonds, il est possible d'atteindre le niveau de couverture souhaité (hedge ratio).

Pour les placements directs et les placements collectifs sans tranche couverte contre le risque de change, on utilise généralement une autre configuration de couverture, appelée «overlay de devises». Les responsables de l'overlay calculent alors les besoins de couverture pour l'ensemble du portefeuille ou pour la partie concernée de celui-ci pour chaque devise. L'avantage est une grande flexibilité avec la possibilité de mettre en œuvre une stratégie de change sur mesure pour chaque devise. Inconvénient: c'est plus compliqué, y compris sur le plan opérationnel.

Voici comment cela fonctionne

Comment fonctionne une opération de couverture? Une caisse de pensions sou-

haitant se couvrir doit trouver une contrepartie qui compense une perte de change pour un volume cible en francs suisses après une période convenue (1 mois, 3 mois, 1 an, etc.) par un paiement. Les deux parties s'assurent mutuellement de leur solvabilité en déposant des garanties (« collaterals ») telles que des espèces ou des titres proportionnellement au volume et à l'évolution potentielle de la valeur de l'opération (« marges »).

Les devises peuvent être volatiles et les actifs couverts importants entraînent des paiements compensatoires potentiels élevés. Dans le cas des tranches de fonds de placement couvertes contre le risque de change, l'investisseur ne s'en rend guère compte. Dans le fonds, les pertes sur les opérations de couverture sont couvertes par la vente des placements. Ceux-ci avaient auparavant augmenté de manière inverse grâce aux gains de change, de sorte que l'investisseur conserve la performance du placement couvert contre le risque de change. Dans le cas des overlays, en revanche, les pertes doivent être directement prises en charge par la caisse de pensions ou les gains réalisés doivent être investis. La caisse de pensions doit disposer à cet effet de processus solides pour la gestion des liquidités, du rééquilibrage et des garanties.

L'opération de couverture proprement dite est ce qu'on appelle une opération à terme sur devises (« forward ») – un contrat qui stipule qu'à l'échéance, le montant convenu sera converti en francs suisses à un taux de change fixe. Cette opération peut être « clôturée » (« liquidée ») à tout moment par une opération inverse, de sorte que, au final, ce n'est pas la totalité du montant nominal qui est compensée, mais uniquement le gain de change net qui en résulte. À la date d'échéance, la contre-opération n'est plus une opération à terme, mais un échange au prix au comptant, c'est-à-dire au taux de change actuel. Si une nouvelle opération à terme est conclue au moment de la clôture de l'opération à terme initiale, on parle alors de « roulement ». Le roulement offre la possibilité d'ajuster les volumes de couverture.

Hélas, ça ne marche pas comme ça

Malheureusement, il n'est pas possible de trouver une contrepartie qui serait prête à acheter des dollars américains au taux de change franc-dollar actuel, disons

dans un an. Pourquoi? En tant que banque suisse, nous pourrions emprunter des francs suisses sans intérêt pour un an, convertir cet argent en dollars américains et l'investir dans une obligation d'État américaine à un an au taux d'intérêt plus élevé du dollar (actuellement 3.75% par an). Au bout d'un an, l'obligation est remboursée. Grâce au taux de change à terme garanti à l'époque, le produit en dollars du remboursement, intérêts compris, peut être reconverti en francs suisses et le crédit en francs suisses peut être remboursé avec le produit.

Au final, le taux d'intérêt en dollars reste un gain sans risque – une machine à argent trop belle pour être vraie. Les taux de change à terme anticipent toujours les différences de taux d'intérêt entre les devises. Les écarts par rapport à cette règle, appelée « parité couverte des taux d'intérêt », doivent être si faibles qu'aucune opération sans risque (opération d'arbitrage) telle que celle décrite ci-dessus n'est possible.

Des coûts moins élevés qu'on ne le pense

Venons-en aux coûts de couverture. La couverture du risque de change n'est pas gratuite, mais la classification courante du mécanisme de différence de taux d'intérêt comme « coûts de couverture » est erronée et trompeuse. Il s'agit plutôt d'une prévision qui repose sur un taux de change inchangé à l'avenir comme référence.

Or, la théorie économique de la « parité des taux d'intérêt non couverts » stipule que le taux de change actuel ne constitue pas une prévision pertinente pour l'avenir, mais que les monnaies à taux d'intérêt élevé comme le dollar ont tendance à se déprécier par rapport aux monnaies à taux d'intérêt bas comme le franc suisse. La raison : une inflation tendancielle plus élevée dans un pays affaiblit sa monnaie. Une dépréciation garantit que les prix des biens réels négociables, tels qu'une machine à laver ou une voiture, ne divergent pas trop au niveau international (« loi du prix unique »). Cela vaut en principe également pour les biens d'investissement de même qualité. Le débat sur la question de savoir si et dans quelle mesure une dépréciation est à prévoir n'est donc pas une discussion sur les coûts, mais sur les prévisions monétaires.

TAKE AWAYS

- Les risques de change faussent la performance des placements plus souvent qu'on ne le pense.
- La couverture du risque de change est aujourd'hui facile à mettre en œuvre, mais conceptuellement complexe.
- Les coûts dits de couverture ne sont pas des coûts réels, mais l'expression d'une prévision monétaire.
- Renoncer à la couverture du risque de change n'est pas une décision neutre.

Le graphique (page 39) montre la valeur en francs d'un dollar américain avec une couverture mensuelle renouvelable et la valeur sans couverture. La tendance à la dépréciation du dollar est clairement visible. Dans le cas de la variante couverte, le mécanisme de différence de taux d'intérêt entraîne des pertes, tandis que sans couverture, la dépréciation s'accompagne d'une grande volatilité. En termes de rendement, l'une ou l'autre variante présente un avantage selon les circonstances. Les écarts, qui existent parfois depuis des années, offrent apparemment un potentiel de rendement élevé – si les prévisions monétaires étaient fiables. Les écarts de taux d'intérêt ne constituent manifestement pas une bonne base de prévision à cet égard.

Grâce à des marchés à terme efficaces et liquides, les coûts effectifs de la couverture sont généralement très faibles. L'existence d'une gestion professionnelle avec une mise en œuvre efficace peut être vérifiée à l'aide de benchmarks de stratégie monétaire ou, plus encore, d'analyses spécialisées des coûts de transaction. Pour les petites caisses de pensions qui investissent collectivement, les comparaisons de performance entre les produits d'investissement couverts et non couverts contre le risque de change avec leurs indices de référence respectifs fournissent des informations sur la qualité de la couverture. ■