

SIGLO Timeout Nr. 84 – Hedgen oder nicht hedgen, das ist die Frage

Abstract

Schweizer Anleger, die international investieren wollen, sind seit Urzeiten mit der Frage konfrontiert, ob sie die damit verbundenen Fremdwährungs-Expositionen absichern (hedgen) wollen oder nicht. Natürlich hängt eine sinnvolle Antwort einerseits davon ab, was es bringt und andererseits auch was es kostet. In diesem Timeout diskutieren wir verschiedene Überlegungen dazu, welche Anlegern helfen sollen, die für sie richtige Antwort zu finden. Wir nehmen vorweg, dass es keine allgemein gültige Antwort und in unseren Augen auch kein für die Zukunft kalkulierbares Optimum gibt. Statt dessen fokussieren wir auf drei relevante Ebenen; Zinssätze, Crosscurrency Basis und Spreads.

Hedgen oder nicht hedgen

Fremdwährungsrisiken werden oft als Risiken ohne erwartete Risikoprämie bezeichnet, weil Fremdwährungen gemäss dieser These keine systematischen Erträge liefern, aber in ihren Kursen schwanken. Nicht-entschädigte Risiken sollte man vermeiden. Deshalb sichern viele CHF-Anleger Fremdwährungsrisiken (vor allem USD) ab. Sie reduzieren so die Volatilität ihrer US-Anlagen und damit auch die Volatilität ihres Gesamtportfolios. Gleichzeitig sind die Anleger aber oft von den resultierenden tiefen Renditen in CHF überrascht und enttäuscht. Ein Blick auf die USD-Absicherung und die damit verbundenen Kosten drängt sich für uns auf, um Chancen und Risiken besser einschätzen zu können.

Wir verzichten hier bewusst auf eine Diskussion von Carry-Strategien und dem Forward-Rate-Bias, welcher obiger These aus überzeugenden Gründen widersprechen und konzentrieren uns auf die verschiedenen Kostenebenen, welche bei USD-Absicherungen gegen CHF entstehen.

Zinsparität als Arbitragegleichgewicht

Wir müssen leider mit trockener Theorie starten aber das dauert zum Glück nur einen Abschnitt. Die Annahme der gedeckten Zinsparität besagt, dass die Zinsen und die Kursentwicklungen von Währungen einem Arbitragegleichgewicht unterliegen. Währungen mit höheren Zinsen werden gegenüber Währungen mit tieferen Zinsen am Terminmarkt tiefer bewertet. Wäre das nicht so, könnte man mit Spot- und Termingeschäften einen risikofreien Gewinn per sofort erzielen. Daraus leitet sich ab, dass das Hedging von Fremdwährungen für CHF-Anleger nicht gratis ist, sondern dem Zinssatzdifferenzial zwischen CHF- und USD-Zinsen entspricht. Man muss sich vorstellen, dass der höhere Zinsertrag auf der USD-Anlage durch den Hedging-Vorgang in CHF vollständig aufgefressen wird, womit CHF-

Anleger gleich weit sind, wie mit einer CHF-Anlage (im Arbitragegleichgewicht bzw. auf dem Niveau der CHF-Zinsen). Daher handelt es sich beim Zinssatzdifferenzial in unseren Augen nicht um echte Kosten, sondern um eine Neutralisierung. Als Mass wird die Differenz zwischen dem CHF- und dem USD-3-monats-Libor herangezogen, was praktisch einer quartalsweisen Absicherung entspricht. Deshalb ist es auch für einen CHF-Anleger stets unmöglich, die pure, absolute USD-Rendite zu erzielen.

Gedekte Zinsparität ist ein Arbitragegleichgewicht, keine FX-Kursprognose

Ob der USD in der Zukunft dem heutigen Preis am Terminmarkt entspricht, ist eine ganz andere Frage. Empirisch zeigt sich, dass dies selten der Fall ist. Es zeigt sich aber auch, dass es kaum bessere, systematische Prognosen gibt. Hierzu ist eine fundierte Diskussion über Risikoprämien für Carry-Strategien notwendig, auf die wir zwar empfehlen aber aus Platzgründen verzichten.

Effektive Kosten einer Absicherung

Neben dem Zinssatzdifferenzial gibt es weitere echte und relevante Kosten zu berücksichtigen. Diese treten heute auf zwei Ebenen auf. Erstens bei den Bid-Ask-Spreads für jede einzelne Transaktionen am FX-Markt. Je besser die Ausführung einer Absicherungstransaktion, desto tiefer ihr Spread (siehe Timeouts Nr. 16 und Nr. 40). Hier ist sich jeder Kunde selber lieb, sich nicht hinters Licht führen zu lassen. Wir haben die Problematik in den letzten Jahren ausführlich beschrieben und halten hier nur fest, dass sich professionelle Umsetzungen und Kontrollen auf jeden Fall lohnen, während wir den beweisfreien Beteuerungen von Banken und Custodians, alles sei gratis und wunderbar, weniger Vertrauen entgegen bringen würden.

Zweitens in der sogenannten "Crosscurrency Basis", die in letzten Jahre vermehrt auftauchte. Der etwas unglücklich gewählte Begriff Basis bezeichnet "zusätzliche" Kosten über dem FX-Spread und dem unvermeidbaren Zinssatzdifferenzial, welche der absichernde CHF-Anleger der Gegenpartei entrichtet. Banken verteidigen diesen Aufschlag als Entschädigung für die Nachteile der negativen Zinsen in der Schweiz sowie für Kreditrisiko. Ob das fair ist oder nicht, spielt hier keine Rolle. Fest steht, dass CHF-Anleger offensichtlich bereit sind, diese Basis bei der Absicherung von USD zu bezahlen. Mit anderen Worten ist die Basis auf USD negativ, wenn die globale Gesamtnachfrage nach USD-Absicherung hoch ist und es sich die Banken leisten können, eine hohe Basis zu fordern.

Je negativer diese Basis, desto teurer wird die USD-Absicherung. Entsprechend sollten wir sie in unseren Anlagestrategien berücksichtigen. Wer passiv in Aktien und Anleihen anlegt, weiss, dass weit mehr als die Hälfte sowohl des MSCI World Index als auch des Barclays Global Agg Index in USD denominated sind. Der Entscheid über die Höhe der USD-Absicherungsquote ist also einer der wichtigsten, die man als Anleger zu treffen hat. Es empfiehlt sich, sorgfältig vorzugehen und Chancen und Risiken abzuwägen.

Aufgrund der teuren USD-Basis ist die USD-Absicherung gegenüber CHF nicht mehr kostenlos. Dies ist im Rahmen der Anlagestrategie zu berücksichtigen.

Aufgrund der Basis können wir als CHF-Anleger nicht mehr so tun also ob die Absicherung des USD nichts kostet. Die einleitende These, nicht-entschädigte Risiken abzusichern, falls das kostenlos möglich ist, stimmt zwar in der Theorie. Aber in der Praxis ist USD-Absicherung heute eben nicht kostenlos. Damit lautet die relevante Fragestellung: Wie viel bin ich bereit zu bezahlen, um die Volatilität zu reduzieren und um das USD-Kurs-Risiko zu eliminieren?

Stand der Dinge auf allen drei Ebenen

Zinssatzdifferenzial: Die Differenz zwischen dem USD-3-M-Libor und dem CHF-3-M-Libor annualisiert(!) beträgt am 30. April 2018 3.09% (-0.73% in CHF und 2.36% in USD nach ICE).

Spread: Wenn wir unter Profis marktübliche Bid-Ask-Spreads von rund 0.01% unterstellen und von der günstigsten Umsetzungslösung mit

rollenden Kontrakten ausgehen, sollten diese Spreads nicht ins Gewicht fallen.

Crosscurrency Basis: Aufgrund dieser ist die USD-Absicherung heute selbst bei perfekter Umsetzung und minimalen Spreads nicht gratis. Eine Absicherung über drei Monate "kostet" nämlich Ende April 2018 0.82%. Rollt man diese vier Mal jährlich zu genau diesem Satz (den man heute für die Zukunft noch nicht kennt), entstünden Kosten von 3.28% p.a.. Man könnte auch eine "sichere" aber teure Absicherung über 12 Monate kaufen, die heute 3.54% kostet. Diese Marktquoten sind höher als die 3.10% und so spüren CHF-Anleger die negative Basis.

Die Basis ist nicht nur kompliziert, sondern auch dynamisch, weil die globale Nachfrage nach USD-Hedging und Gegenpartei und Kreditrisiko mitspielen (BoJ verfasste dazu ein gutes Papier mit dem Titel: "Recent Trends in CC Basis"). Heute ist die Basis übrigens deutlich tiefer als anfangs Jahr bei über 0.5%. Verschiedene Ökonomen argumentieren, dass sich die Basis seit Anfang Jahr verringerte, weil weniger Anleger global den USD absichern, um von den höheren US-Zinsen zu profitieren (so-fern der USD weiterhin erstarkt). Entsprechend verringerte sich die Nachfrage nach einer USD-Absicherung, worauf auch die Basis tauchte.

Die relevante Frage lautet heute, wie viel man als CHF-Anleger für die Reduktion der Volatilität zu zahlen bereit ist.

Die Verlockung

Wenn wir den USD absichern, eliminieren wir zwar das Risiko von USD-Kurseinbrüchen und reduzieren die Volatilität signifikant; besonders auf Obligationen und Alternativen Anlagen. Aber damit sind wir auch gezwungen, das deutlich tiefere Renditeniveau in der Schweiz zu akzeptieren. Jedenfalls solange die SNB glaubt, mit negativen Zinsen insgesamt einen positiven Effekt auf die Schweizer Wirtschaft auszuüben und die Vorteile für exportorientierte Sektoren die gerade beschriebenen Nachteile für die Sparer und die Vorsorge überkompensieren.

Die heute realistisch erzielbaren Renditen für CHF-Anleger sind keine Augenweide. Egal mit welchem unabhängigen ALM-Anbieter man spricht, liegen für durchschnittliche und FX- abgesicherte PK-Portfolios heute netto in CHF rund 1.5% bis 2.5% p.a. drin. Man vergisst vor

diesem Hintergrund leicht, dass die tiefen netto CHF-Werte brutto in USD rund 5% bis 7% je nach TER entsprechen! Dies ist auch der Grund, weshalb die meisten US-Manager so hohe Renditen versprechen, weil sie nicht an die hohen Hedgingkosten für uns denken oder sie diskret ignorieren, um besser dazustehen.

Es ist also verlockend, auf "teure" Absicherung zu verzichten und mit USD-Anlagen wesentlich höhere Renditen erzielen. Dies funktioniert auch prima, solange der USD gegenüber CHF das aktuelle Niveau hält oder sogar erstarkt wie dies kürzlich der Fall war. In Situationen wie am 15. Januar 2015 wünschte man sich hingegen, man wäre vollständig abgesichert, als der USD um 15% an Wert verlor und die Basis am nächsten Tag massiv höher lag. Wir spekulieren nicht, wie lange der USD stark bleibt, sondern helfen Anlegern, die Verlockung einzuschätzen und eine geeignete USD-Absicherungsquote zu finden.

Ein Blick in die Vergangenheit.

1972 als freie Wechselkurse eingeführt wurden, kostete ein USD fast vier CHF. Heute steht er praktisch genau bei einem Viertel bei eins. In diesen 46 Jahren gab es immer wieder längere Phasen mit erstarkendem USD, wo man besser auf eine Absicherung verzichtet hätte. Zudem bewegt sich der USD Kurs gegenüber CHF seit 2012 in einem engen Band zwischen gut 1.00 und 0.90 (mit kurzzeitigen Ausreissern wie z.B. im Januar 2015 als die SNB die Stützung des EUR aufhob und der Kurs auf 0.85 stürzte) und befindet sich heute eher am oberen Ende. Man hätte im Nachhinein also auf die Absicherung in den letzten Jahren verzichten können. Aber will man dieses USD-Risiko wirklich eingehen? Wir wissen es nicht, haben aber eine simple Idee:

Minimum Regret

Wir Schweizer sind berühmt für Kompromisse. Tun wir das doch auch in dieser schwierigen Frage: Wenn wir nicht das gesamte USD-Risiko absichern, sondern nur die Hälfte, können wir mit Sicherheit das Schlimmste vermeiden, egal was genau mit dem USD-CHF-Kurs geschieht. Dies ist zwar keine besonders wissenschaftliche oder quantitativ beeindruckende Lösung aber ein guter Start für eine pragmatische Lösung.

Anleger, die ihre strategische Allokation in einer ALM festlegen, sollten in unseren Augen die Gelegenheit nutzen, diesen Trade-Off zwischen Risiko-Reduktion und Absicherungskosten beim USD im Detail und basierend auf den heutigen Fakten zu besprechen. Um wie viel kann eine gewisse USD-Absicherungsquote die Volatilität im Gesamtportfolio oder in einzelnen Anlageklassen reduzieren und wie wertvoll sind diese Reduktionen für den Investor. Die Rolle der Basis sollte dabei in der ALM berücksichtigt werden. Bitte lassen Sie sich dabei nicht von pseudo-optimalen Analysen blenden, die zwar im Back-Track fantastisch aussehen aber in der Zukunft wohl nicht mehr funktionieren. Es gibt schlicht und einfach kein allgemein gültiges Optimum, um den Trade-Off zwischen Volatilität und Rendite für die Zukunft zu lösen, weil heute niemand wissen kann, was die Zukunft bringt.

Uns erscheint es deshalb wichtig, dass man in diesen schwierigen Diskussionen sehr sorgfältig zwischen den subjektiven Prognosen für den USD-CHF-Kurs und den Implikationen für das Risikomanagement unterscheidet. Ziel muss es deshalb sein, dass man sich als Anleger mit der gewählten Lösung wohl fühlt und man sie stets mit Überzeugung kommunizieren kann.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

