

Anleihen im Negativzinsumfeld

Ertragsloses Risiko mit währungs-gesicherten Staatsanleihen

Schweizer Vorsorgeeinrichtungen stehen vor grossen Herausforderungen bei der Ausrichtung ihrer Obligationenanlagen. Risiken und Renditeeinbussen lauern insbesondere bei den strategisch abgesicherten Fremdwährungsanleihen. Eine umsichtige und flexible Vermögensverwaltung ist gefordert.

IN KÜRZE

Höhere Risiken und tiefere Erträge auf passiv investierten, währungs-gesicherten ausländischen Staatsanleihen im Vergleich zum inländischen Schweizer Markt. Auch im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld lohnt es sich, den Frankenanleihen treu zu bleiben.

Mit der Aufhebung des Euro-Mindestkurses am 15. Januar 2015 und der damit verbundenen weiteren Senkung des Zinsniveaus in der Schweiz haben sich die Renditeaussichten der Anleger im festverzinslichen Bereich klar verschlechtert. Mehr als einen Trost bieten Buchgewinne auf Franken-Anleihen, sofern das Portfolio eine marktgerechte Duration aufwies. Nebst klassischen Schweizer Anleihen führen Vorsorgeeinrichtungen hohe Bestände an Fremdwährungsanleihen, die monatlich über den Forwardmarkt gegen Währungsrisiken abgesichert werden.

Ausgebliebene Mehrrendite

In der bisherigen Theorie sowie jüngeren Praxis herrscht Konsens, dass der Markt Währungsrisiken nicht mit einer Mehrrendite entschädigt und Fremdwährungsanleihen deshalb permanent strategisch abgesichert werden sollten. Ein logischer Gedankenschritt wird jedoch häufig nicht miteinbezogen: Lohnt sich denn unter Absicherung des Währungsrisikos überhaupt der Gang ins Ausland oder könnte man mit gleichen Renditeerwartungen im Heimmarkt investiert bleiben? Die Beantwortung dieser Frage erfordert zwingend, die laufenden Kosten der Absicherung zu berücksichtigen, was zu einem überraschenden Resultat führt:

Bildet man in Grafik 1 die Performance der gängigen Staatsanleihenindizes der vier wichtigsten Währungsräume über die letzten 15 Jahre gegenüber dem Schweizer Markt ab, resultiert bei Absicherung der Fremdwährungsrisiken kein

Mehrertrag zum Franken-Staatsanleihenindex. Für den Euro wurden die deutschen Staatsanleihen beigezogen, da die Analyse nicht die zusätzliche Entschädigung für das Eingehen von Kreditrisiken einrechnen soll. Die im Durchschnitt leicht tiefere Duration der ausländischen Staatsanleihenindizes erklärt nur einen unbedeutenden Teil der tieferen Performance. Vor allem die Währungsabsicherungskosten haben die höheren Anleihenrenditen im Ausland dahinschmelzen lassen.

Risiken einer unüberlegten Absicherung

Mit währungsgesicherten Anleihen geht eine Schweizer Vorsorgeeinrichtung auch zusätzliche Risiken gegenüber den klassischen Frankenanleihen ein:

1. Weitere Zinsänderungsrisiken: Bei einem Absicherungsgeschäft wird grundsätzlich der Zinsertrag der Fremdwährungsanleihen um die 1-monatige Zinsdifferenz in einem Währungspaar reduziert. Es besteht das Risiko, dass sich die Zinsstrukturen der beiden Währungsräume zu Ungunsten des Investors verändern. Exemplarisch war der 15. Januar 2015 für dieses Szenario, als sich die 1-monatige Zinsdifferenz aufgrund der Negativzinsen ausweitete. Ein anderes Beispiel wäre eine Zinserhöhung in den USA, womit sich die Zinsdifferenz im Währungspaar Dollar/Franken vergrössert. Den daraus resultierenden Buchverlust auf Dollaranleihen könnte ein Vorsorgewerk nicht einfach bis Verfall aussitzen, sondern



Benjamin Ginesta
Albin Kistler AG



David Bussmann
Albin Kistler AG

er müsste aufgrund der laufend verlustbringenden Währungsabsicherung realisiert werden.

2. Liquiditätsrisiko: Der zur Absicherung in Anspruch genommene Währungsforwardmarkt birgt auch Liquiditätsrisiken. Nach Ausbruch der Finanzkrise im Oktober 2008 und im Januar dieses Jahres konnte nur durch massiv erhöhte Spreadkosten eine Absicherung verlängert werden.

Da sich die Zinsdifferenz und somit die Forwardabschläge bei allen Währungspaaren zum Franken zwischen Oktober 2014 und Februar 2015 ausweiteten, sind gerade aktuell die Renditeaussichten höchst uninteressant. Lag beispiels-

weise die Rendite im Oktober letzten Jahres für währungsgesicherte, indexierte Pfundanleihen (Grafik 2, rechter Kasten) noch höher als bei den Anleihen in Franken (0.93 Prozent vs. 0.77 Prozent), ist die in Franken abgesicherte Pfund-Rendite per Ende Februar 2015 sogar negativ (-0.64 Prozent) und gegenüber der Rendite der Schweizer Staatsanleihen (0.23 Prozent) um 0.87 Prozentpunkte p.a. tiefer.

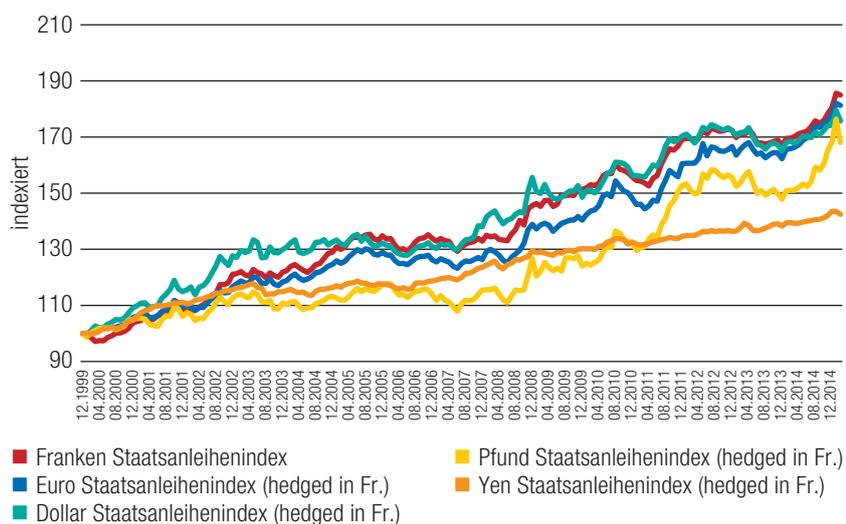
Warum in die Ferne schweifen?

Der Schweizer Anleihenmarkt ist von der Qualität her einzigartig. Nebst der Eidgenossenschaft und den soliden Pfandbriefanstalten beanspruchen hervorragende Unternehmensschuldner

den Schweizer Kapitalmarkt. Die Schuldnerdiversifikation des Schweizer Markts ist für eine grosse Anzahl der Vorsorgeeinrichtungen völlig ausreichend. Für den Stiftungsrat stellt sich die Frage, ob strategisch abgesicherte Fremdwährungsanleihen überhaupt in einer Anlagestrategie vorgesehen werden sollten. Dem Vermögensverwalter sollte die taktische Freiheit eingeräumt werden, in Phasen von Minder- oder Negativrenditen auf den Einsatz von abgesicherten Fremdwährungsanleihen zu verzichten. Falls es die Risikofähigkeit zulässt, kann aufgrund des kaufkraftmässig überbewerteten Frankens und der hohen Absicherungskosten auch das Eingehen von Währungsrisiken ins Auge gefasst werden. Es gilt zudem festzuhalten, dass auf Stufe Asset-Allokation währungsgesicherten Anleihen ein höheres Risiko zugerechnet werden sollte als Frankenanleihen. Risikolose Mehrrenditen unter Einbezug der Kosten einer Währungsabsicherung gegenüber dem Schweizer Franken gibt es leider nicht. |

Grafik 1: Performanceentwicklung Staatsanleihenindizes (in Franken abgesichert)

Quelle: Bloomberg EFFAS Total Return Indices



Grafik 2: Staatsanleihenrenditen (CHF) nach Währungsabsicherung: Feb/2015 vs Okt/2014

