

# metzler currency management

Autor: Dominik Müller (Head of Currency Management)

1. Juni 2023

## Strategische vs. taktische Sicherung: Ansätze im institutionellen Währungsmanagement

**In institutionellen Portfolios gibt es teils umfangreiche Anlagen in Fremdwährungen, die in der Regel über das Basisinvestment ins Portfolio kommen. Erwartete niedrige Renditen im Euro-Raum führten in den vergangenen Jahren dazu, dass Investoren den Anteil internationaler Investments erhöhten. Zwar werden Anteil und Performancebeitrag von FX in der strategischen Asset Allocation (SAA) ausdrücklich gemessen, allerdings erhält die Währungskomponente – trotz erheblichem Anteil am Gesamtrisiko des Portfolios – erfahrungsgemäß nicht dieselbe Aufmerksamkeit wie die zugrundeliegenden Assets.**

### FX-Risiken bewusst steuern

Die Mehrheit der Marktteilnehmer geht offenbar davon aus, dass Währungen keine Risikoprämie bieten: Wechselkurse sind am Ende ein Nullsummenspiel und kehren langfristig zu einem durchschnittlichen Gleichgewichtswert („fair value“) zurück – oder etwa nicht?

Unter dem Blickwinkel des Risikos lautet daher die drängende Frage: Ist es sinnvoll, Fremdwährungen ungesichert im Portfolio zu belassen, wenn sie langfristig keinen nennenswerten Performancebeitrag leisten, zwischenzeitlich aber auf der Risikoseite zu einer erhöhten Volatilität und Wertverlusten führen können?

Mit dieser Abwägung von Chancen und Risiken befasst sich jeder global aufgestellte Asset-Manager. Eine Entscheidung für oder gegen das FX-Hedging sollte unseres Erachtens bewusst getroffen werden. Dabei sind viele Faktoren zu berücksichtigen wie der Risikobeitrag, Diversifikationseffekte im Gesamtportfolio, Hedgekosten oder zusätzliche Transaktionskosten.

Aber auch regulatorische Vorgaben können eine Rolle spielen, zum Beispiel Solvency II, wonach ungesicherte Fremdwährungspositionen in den Portfolios von Versicherungsunternehmen mit Eigenkapital zu hinterlegen sind. Die Entscheidungsfindung ist also nicht einfach.

### Beispiel: Fremdwährungsrisiken aus Sicht eines Anlegers aus der Eurozone

Die Eurozone war im Vergleich zu anderen Währungsräumen lange Zeit eine Niedrigzinsregion. Durch die expansive Geldpolitik der wichtigsten Notenbanken waren die Zinskurven in den meisten Industrieländern von 2019 bis Anfang 2022 bekanntlich durch negative Nominalzinssätze in vielen Laufzeitenbereichen charakterisiert.

Daraus haben sich gegenüber Währungsräumen mit höheren Zinsen Kosten bei der Devisensicherung ergeben. Per Jahresende 2022 konnten Anleger aus der Eurozone infolge der im zweiten Halbjahr vorgenommenen Zinsanhebungen der Europäischen Zentralbank (EZB) sogar Erträge erzielen mit einer Sicherung ihrer FX-Risiken im japanischen Yen (JPY), Schweizer Franken (CHF) und chinesischen Yuan (CNH).

Einen ersten Blick auf Kosten und Nutzen einer Devisensicherung ermöglicht die Carry-to-Volatility-Ratio (CVR): Sie ist der Quotient aus den Hedgekosten und der Volatilität in einem Währungspaar. Je niedriger die CVR ausfällt, desto günstiger erscheint die Sicherung des Wechselkursrisikos.

Wir messen die Fremdwährungsrisiken anhand der annualisierten Volatilität aus Sicht eines Anlegers aus der Eurozone. Diese stellen wir den jährlichen Hedgekosten gegenüber, die sich aus den eingegangenen Devisentermingeschäften ergeben (siehe Abbildung 1).

**Abb. 1: Gängige Fremdwährungsrisiken gegenüber dem Euro**

	GBP	USD	CNH	JPY	CHF
<b>Volatilität* in %</b>	5,4	9,0	5,5	8,9	5,0
<b>Hedgekosten** in %</b>	1,6	2,5	-0,3	-2,5	-1,4
<b>CVR***</b>	<b>0,30</b>	<b>0,28</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,28</b>	<b>-0,29</b>

\* Volatilität der letzten 12 Monate auf der Basis von Monatsrenditen  
 \*\* Terminauf- bzw. -abschlag für 3-Monats-Fälligkeit, annualisiert, negative Werte bedeuten Sicherungserträge  
 \*\*\* Carry-to-Volatility-Ratio (CVR). Je geringer die CVR, desto günstiger ist die Devisensicherung in Relation zum Risiko.  
 Quellen: Bloomberg, Berechnungen Metzler; Stand: 30.12.2022

## Hopp oder Top: Die statische Devisensicherung

Wir beobachten, dass institutionelle Kunden mehrheitlich statische Devisensicherungen mit einer Hedgequote von 50 % bis 100 % eingehen. In bestimmten Anlageklassen – insbesondere bei Aktien und illiquiden Anlagen – wird mitunter, ebenfalls über eine statische Vorgabe, komplett auf das FX-Hedging verzichtet.

Bei der statischen Sicherung mit einer konstanten Hedgequote stecken Investoren aber in einem Dilemma: Denn wenn Währungen langfristig um ein gewisses Niveau oszillieren, dann wird es zwangsläufig Phasen geben, in denen eine 100%-Sicherung ohne Hedging besser gewesen wäre. Und dann treten wiederum Phasen auf, in denen sich bei der 0%-Hedging-Strategie eine Sicherung als sinnvoll erwiesen hätte. Denn gewinnt die Fremdwährung deutlich an Wert, baut sich in der Sicherungsposition ein großer negativer Cashflow auf, der letztlich bedient werden muss. Dies stellt erhebliche Herausforderungen an das Cash-Management im betreffenden Mandat. Verliert die Fremdwährung an Wert und das entsprechende Exposure ist ungesichert, führt dies zu einem Währungsverlust in der Marktbewertung.

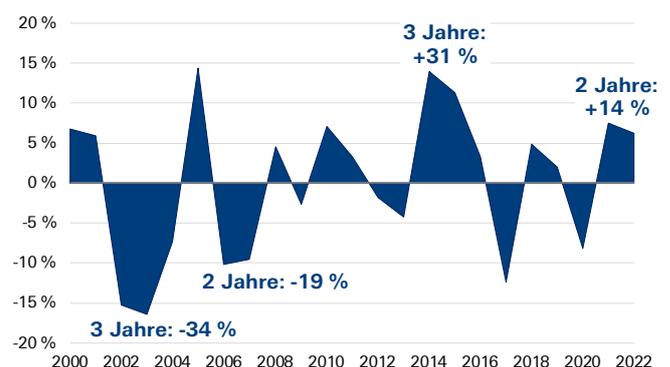
Der Anleger hat also quasi die Wahl zwischen Pest und Cholera – wenig verwunderlich also, dass sich die 50%-Variante als „Hedgequote mit dem geringsten Nachsehen“ etabliert hat. Das Ausgangsdilemma besteht zwar

auch hier, aber zumindest liegt man mit dieser Variante zu 50 % richtig.

Gehen Investoren davon aus, dass Währungen keinen langfristigen Renditebeitrag leisten, tendieren sie eventuell eher dazu, die Fremdwährungsposition ungesichert zu belassen. Die Schwachstelle dieses Gedankengangs ist offensichtlich: Asset-Manager sind der Wertsteigerung der ihnen anvertrauten Anlagen verpflichtet. Die Beurteilung, ob dies gelungen ist, erfolgt nicht erst nach einem Jahrzehnt, sondern mindestens einmal im Jahr.

Zwischenzeitliche Bewertungsverluste können schwer wiegen und sind nicht von jedem Anleger tragbar, zudem können die Verluste die geplante Verzinsung verwalteter Pensionsgelder gefährden. Auch ist es möglich, dass Trends in Währungen über mehrere Jahre hinweg andauern. Extreme Beispiele für Fremdwährungen mit anhaltenden Wertverlusten, die auch durch die höheren Zinsen im Ausland nicht ausgeglichen werden konnten, sind die türkische Lira und der argentinische Peso. Das Risiko längerer Verlustphasen beschränkt sich jedoch nicht auf vermeintlich riskantere Emerging-Markets-Währungen, sondern betrifft auch G10-Währungen, wie den US-Dollar (siehe Abbildung 2).

**Abb. 2: Phasen von Verlusten und Gewinnen des US-Dollars gegenüber dem Euro**



Quellen: Bloomberg, Berechnungen Metzler; Stand: 30.12.2022

Seit der Finanzkrise im Jahr 2008 und der sich anschließenden Eurokrise bis 2012 wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro insgesamt um über 30 % auf. Die Schwankungsbreite der jährlichen Wertveränderung war jedoch immens.

So verlor die US-amerikanische Währung allein 2017 über 12 % an Wert. Dem gegenüber steht ein aufgelaufener Gewinn von 14 % aus den Jahren 2021 und 2022 – ein Resultat aus der Einschätzung des US-Dollar als sicherer Hafen in unsicheren Zeiten (Ukraine-Konflikt), verbunden mit einer entschieden agierenden Federal Reserve, die früher als die EZB die Leitzinsen angehoben hat. Doch auch dieser Trend lässt sich nicht mit Sicherheit fortschreiben.

### Währungsrisiken im Portfoliokontext strategisch steuern

Oftmals werden individueller Risikobeitrag und Kurssicherungskosten erst berücksichtigt, nachdem die SAA beschlossen wurde – also wenn die für einzelne Asset-Klassen und Länder reservierten Portfoliogewichte bereits feststehen. Dann wenden Anleger häufig die Daumenregel an: Sie sichern Fremdwährungsrisiken überwiegend in Anleiheportfolios, in Aktienportfolios und illiquiden Anlagen hingegen mehrheitlich nicht ab.

Dieses Vorgehen ist insofern verständlich, da Fremdwährungseffekte bei Anleiheinvestments einen vergleichsweise hohen Einfluss haben, wie nachfolgende Analyse zeigt. Für internationale Aktienportfolios, in denen das Underlying selbst hoch volatil ist und „Safe-Haven“-Währungen diversifizierend wirken, kann hingegen eine Hedgequote zwischen 0 % und 100 % empfehlenswert sein.

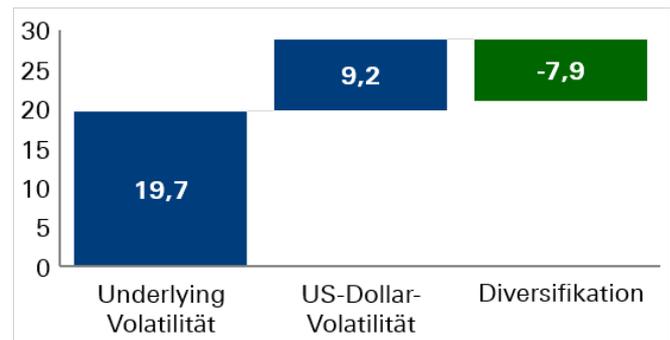
Im abgelaufenen Jahr 2022 verlor beispielsweise der US-Aktienindex S&P 500 annähernd 20 % an Wert. Durch die Währungsgewinne des US-Dollar gegenüber dem Euro im selben Zeitraum reduzierte sich dieser Verlust für europäische Investoren immerhin auf ca. 15 %, sofern sie das Währungsrisiko nicht gesichert hatten.

### Beispiel US-Dollar: Risikobeitrag der Fremdwährung auf die Volatilität eines Portfolios aus Aktien und Staatsanleihen

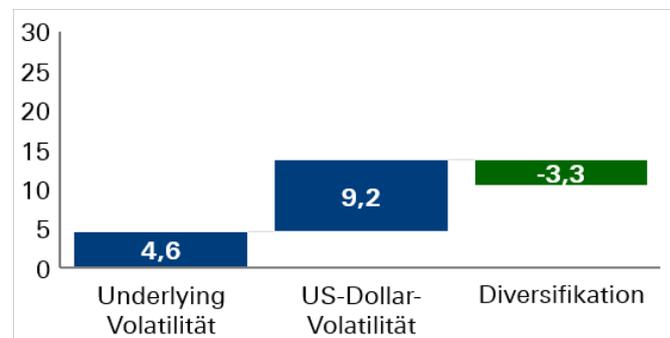
Wir betrachten zwei Total-Return-Portfolios von 2005 bis 2022. Portfolio A ist in US-Aktien aus dem S&P 500 Total Return Index investiert, Portfolio B in US Treasuries mit einer mittleren Laufzeit von acht Jahren (siehe Abbildung 3).

**Abb. 3: Risikobeitrag der US-Dollar-Volatilität in % p. a.**

**Portfolio A: Total-Return-Portfolio US-Aktien (S&P 500 Total Return Index)**



**Portfolio B: Total-Return-Portfolio US-Treasuries (U.S. Treasury Total Return Index; mittlere Laufzeit acht Jahre)**



Quellen: Bloomberg, Berechnungen Metzler; Zeitraum 03.01.2005 bis 30.12.2022.

Die annualisierte Volatilität des EUR/USD-Wechselkurses beträgt über den Berechnungszeitraum 9,2 %. Im Portfolio A übersteigt die Volatilität der Aktien in Lokalwährung mit 19,7 % das Wechselkursrisiko deutlich. Außerdem ist der Diversifikationseffekt mit nahezu 8 % vergleichsweise groß, weil der US-Dollar eine Währung ist, die gerade in Krisenzeiten als vergleichsweise sicher erachtet und daher nachgefragt wird. Insgesamt ergibt sich aus Sicht eines Anlegers aus der Eurozone, der das Währungsrisiko ungesichert belassen hat, eine kaum höhere Gesamtvolatilitat von 21,0 % als das eigentliche Risiko der US-Aktien.

Bei Anleihen sieht es typischerweise anders aus: Mit 4,6 % ist die Volatilität im Portfolio B geringer als die Volatilität des US-Dollar. Auch fällt der Diversifikationseffekt im Vergleich zum Portfolio A gering aus. So hätte es aus Risikogesichtspunkten rückblickend weniger Sinn gemacht, das Währungsrisiko in einem Treasury-Portfolio komplett offen zu lassen: Die Gesamtvolatilität eines US-Treasury-Portfolios ohne Währungssicherung hätte in Euro umgerechnet 10,5 % betragen.

Das abgelaufene Jahr 2022 war die sprichwörtliche Ausnahme von der Regel: Während Investments in US-Anleihen unter den Zinserhöhungen der Fed litten, wirkte zusätzlich in diesem Fall die Aufwertung des US-Dollar „schmerzlindernd“.

Die Volatilität ist lediglich ein Durchschnittsmaß, und der risikomindernde Effekt aus einer Fremdwährung kann im Verlustszenario größer oder kleiner ausfallen. Das liegt daran, dass die Korrelation der Renditen von Fremdwährung und Underlying nicht konstant ist und gerade im Übergang von Wachstums- zu Krisenzeiten Schwankungen unterliegt. Zusätzlich ist deshalb unter anderem die tatsächliche Verteilung der Renditen oder der Maximum Drawdown zu betrachten, um genauere Rückschlüsse auf eine optimale Hedging-Strategie ziehen zu können. Bei einem globalen Portfolio mit zahlreichen Fremdwährungen und Asset-Klassen fällt diese Untersuchung entsprechend umfangreicher und komplizierter aus.

Fremdwährungen bieten ein erhebliches Potenzial, um das Risiko-Ertrag-Profil des **gesamten** Portfolios zu verbessern. Ob man hedgen möchte oder nicht, sollte daher auch nicht auf Ebene einer einzelnen Währung und in einer Asset-Klasse isoliert entschieden werden, sondern auf der übergeordneten Ebene des gesamten Portfolios – alle Basisinvestments und Währungseffekte eingeschlossen.

Dies alles gilt es regelmäßig zu überprüfen – eine Aufgabe, die ein erfahrener Währungsmanager übernehmen kann. So ist es nach unserer Erfahrung sinnvoll, den Währungsmanager bereits in die Überlegungen zur SAA einzubeziehen, um gemeinsam zu erörtern, wie am besten mit den FX-Exposures im Portfolio verfahren werden kann.

## Von der strategischen zur taktischen Entscheidung: Die aktive Devisensicherung

Vor dem Hintergrund der bereits aufgezeigten, anhaltenden Kurstrends in unterschiedlichen Marktphasen und sich ändernder Korrelationen kann – ausgehend von einer strategischen Hedging-Entscheidung – die Beimischung einer aktiven Sicherungsstrategie einen erheblichen Mehrwert bieten. Eine „optimale“ strategische Hedgequote zu ermitteln, beruht auf einer Analyse der Historie, dagegen kann die aktive Strategie auf Änderungen im aktuellen Marktumfeld reagieren.

Eine taktische Währungssicherung hat innerhalb der vorgegebenen Anlagerichtlinien die Möglichkeit, die Hedgequote zu reduzieren, wenn die Fremdwährung aufwertet. Hierdurch lässt sich weiterhin von den zuvor genannten Diversifikationseffekten profitieren und gleichzeitig lassen sich negative Cashflows aus den Sicherungsgeschäften reduzieren – das schont die Liquiditätsreserven. Zudem bietet dieses Verfahren einen weitgehenden Schutz vor großen Währungsverlusten: Das Risiko wird konsequent begrenzt.

In Kombination lässt sich durch dieses Vorgehen langfristig ein asymmetrisches Chance-Risiko-Profil und ein risikoadjustierter Zusatzertrag gegenüber einer statischen Sicherungsstrategie erreichen. Dieser Mehrwert ist nicht zu unterschätzen. Er kann bei erfolgreichen Anbietern das Return-Profil im Vergleich zu einer statischen Benchmark um mehrere Prozentpunkte verbessern, ohne dabei das Risikobudget unverhältnismäßig zu belasten. So wäre es zum Beispiel auch im Jahr 2022 möglich gewesen, durch einen taktischen Abbau des Währungshedges

## Metzler Currency Management

Metzler Capital Markets  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon 069 2104-4451  
Telefax 069 21041350  
FXOverlay@metzler.com  
www.metzler.com



## Disclaimer

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung der B. Metzler seel. Sohn & Co. AG (Metzler) und richtet sich ausschließlich an geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden. Es ist daher nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument beruht auf allgemein zugänglichen Informationen, die Metzler grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Metzler hat die Informationen jedoch nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft und gibt hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen keinerlei Gewährleistungen oder Zusicherungen ab. Etwaige unrichtige oder unvollständige Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen begründen keine Haftung von Metzler, ihrer Anteilseigner sowie Angestellten für Schäden und sonstige Nachteile jedweder Art, die aus der Verteilung oder Verwendung dieses Dokuments entstehen oder damit im Zusammenhang stehen.

Dieses Dokument dient nur zu Werbezwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Anlageinstrumenten dar. **Dieses Dokument genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen nach § 85 WpHG in Verbindung mit § 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), auf die Artikel 4 und 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission vom 9. März 2016 zur Ergänzung der Marktmissbrauchsverordnung Anwendung finden.** Dieses Dokument ist auch nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse der Empfänger ausgerichtet und stellt keine individuelle Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung und Veröffentlichung dieses Dokuments wird Metzler nicht als Anlageberater oder Portfolioverwalter tätig. Die Empfänger sollten ihre eigenständigen Anlageentscheidungen auf der Grundlage unabhängiger Verfahren und Analysen, unter Heranziehung von Verkaufs- oder sonstigen Prospekten, Informationsmemoranden und anderen Anlegerinformationen sowie wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters gemäß ihrer spezifischen Finanzsituation und ihren Anlagezielen treffen.

Die Empfänger müssen bedenken, dass Performancedaten der Vergangenheit nicht als Indikation für die zukünftige Performance angesehen werden können und daher nicht als Entscheidungsgrundlage für Investitionen in Finanzinstrumente herangezogen werden sollten.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen geben die unabhängige Meinung des Verfassers über die in diesem Dokument behandelten Finanzinstrumente oder Emittenten zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung wieder und decken sich nicht notwendigerweise mit der Meinung von Metzler, des Emittenten oder Dritter. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen verändern. Metzler ist nicht verpflichtet, dieses Dokument abzuändern, zu ergänzen oder auf den neuesten Stand zu bringen oder die Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren, wenn sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen verändern oder später als falsch, unvollständig oder irreführend erwiesen haben sollten. Soweit dieses Dokument Modellrechnungen enthält, handelt es sich um beispielhafte Berechnungen möglicher Entwicklungen, die auf verschiedenen Annahmen (zum Beispiel Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Entwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Entwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Die Empfänger sollten davon ausgehen, dass (a) Metzler berechtigt ist, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand von Researchpublikationen sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung einer Researchpublikation beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Metzler sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder anderen Investitionsobjekten halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken bereitgestellt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt oder an andere Personen weitergeben oder sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen Medien, verbleiben bei Metzler. Soweit Metzler Hyperlinks zu Internetseiten von in ihren Researchpublikationen genannten Unternehmen angibt, bedeutet dies nicht, dass Metzler Daten auf den verlinkten Seiten oder Daten, auf welche von diesen Seiten aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Metzler übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und/oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

Dieses Dokument unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main, Deutschland. Mit Entgegennahme dieses Dokuments erklärt sich der Empfänger mit den vorangehenden Bestimmungen einverstanden.