

STRATEGY IN PRACTICE

Wechselkursabsicherung

Von Nathan Lacaze und
Philipp Meyer-Brauns, PhD

Juni 2015

Währungsschwankungen können bedeutsamen Einfluss auf den Ertrag ausländischer Kapitalanlagen haben, wenn diese nicht gegen Wechselkursrisiken abgesichert sind. Für einen Investor innerhalb der Eurozone zum Beispiel sind Währungsrenditen positiv und erhöhen die Rendite nicht wechselkursabgesicherter Anlagen, wenn der Euro im Wert fällt. Wertet der Euro auf, sind diese Währungsrenditen negativ.

2013 gewann der Euro beispielsweise etwa 5% an Wert gegenüber dem US-Dollar¹. Diese Aufwertung schmälerte die Rendite von auf US-Dollar lautenden Anlagen europäischer Investoren, sofern diese nicht gegen Wechselkursschwankungen abgesichert waren. 2014 hingegen verlor der Euro etwa 12% an Wert gegenüber dem US-Dollar. Aus Sicht der Investoren innerhalb der Eurozone stiegen die Renditen nicht wechselkursabgesicherter Dollaranlagen entsprechend an.

Angesichts dieser Effekte von Währungsschwankungen auf den Ertrag ihrer Kapitalanlagen fragen viele Anleger,

ob der ausländische Anteil ihrer Portfolios grundsätzlich gegen Währungsschwankungen abgesichert sein sollte.

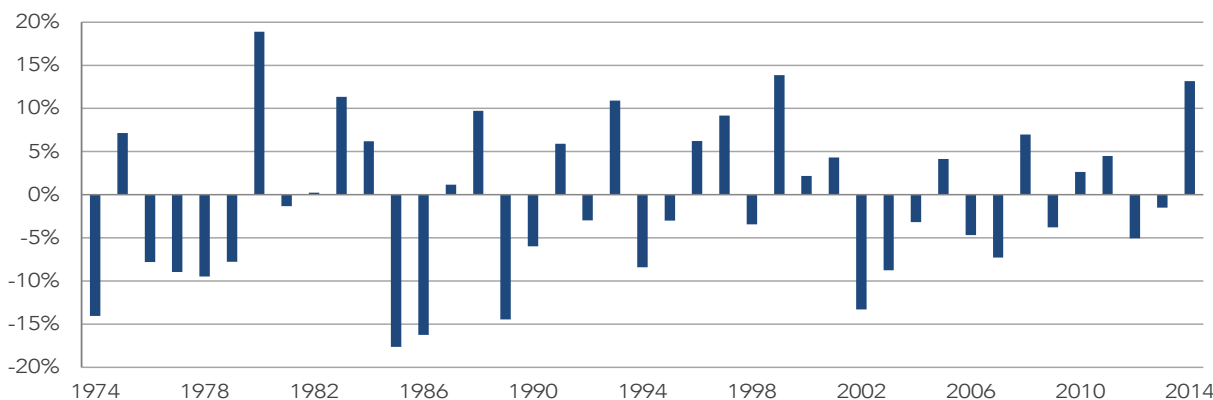
Dieser Artikel untersucht den langfristigen Einfluss von Währungsschwankungen auf internationale Kapitalanlagen sowohl in Aktien als auch in festverzinslichen Wertpapieren und erarbeitet einige grundsätzliche Prinzipien der Wechselkursabsicherung.

STARKE WÄHRUNGSSCHWANKUNGEN SIND ÜBLICH

Abbildung 1 zeigt die Jahresrendite für einen Währungskorb von Währungen aus Industriestaaten aus Sicht eines Investors innerhalb der Eurozone. Währungsrenditen unterliegen starken Schwankungen. Zwischen 1974 und 2014 lag die annualisierte Standardabweichung der Währungsrenditen relativ zu einem Währungskorb aus Währungen der Industriestaaten bei 7,59%. In 10 der 41 untersuchten Jahre überstieg der absolute Betrag der jährlichen Währungsrendite 10%.

¹ Währungsrenditen werden auf Basis eines Währungskorbs mit Währungen von Industriestaaten berechnet. Währungsrenditen der einzelnen Länder werden nach ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung im MSCI World Index gewichtet.

Abbildung 1: Jährliche Währungsrenditen aus Sicht eines Investors in der Eurozone (1974 – 2014)



Währungsrenditen werden auf Basis eines Währungskorbs mit Währungen von Industriestaaten berechnet. Währungsrenditen der einzelnen Länder werden nach ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung im MSCI World Index gewichtet. Die Gewichtung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EMU) im MSCI World Index beträgt 11,4% per 31. Dezember 2014. Renditen des Währungskorbs mit Währungen der Industriestaaten wird von 1974 - 1988 gegenüber der Deutschen Mark abgebildet. MSCI Daten Copyright MSCI 2015, alle Rechte vorbehalten. Man kann nicht direkt in Indizes investieren. Ihre Performance enthält daher nicht die mit einem tatsächlichen Portfoliomanagement verbundenen Kosten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt nicht auf die zukünftige Wertentwicklung schließen.

Abbildung 2: Währungsrenditen (Januar 1974 – Dezember 2014)

Monatliche Durchschnittsrendite	-0,08%
Monatliche Standardabweichung	2,19%
t-Statistik	-0,82
Annualisierte Jahresrendite	-1,25%
Annualisierte Standardabweichung	7,59%

Währungsrenditen werden auf Basis eines Währungskorbs mit Währungen von Industriestaaten berechnet. Währungsrenditen der einzelnen Länder werden nach ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung im MSCI World Index gewichtet. MSCI Daten Copyright MSCI 2015, alle Rechte vorbehalten. Man kann nicht direkt in Indizes investieren. Ihre Performance enthält daher nicht die mit einem tatsächlichen Portfoliomanagement verbundenen Kosten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt nicht auf die zukünftige Wertentwicklung schließen.

Trotz der vergleichsweise starken kurzfristigen Schwankungen sind die durchschnittlichen Währungsrenditen im untersuchten Zeitraum statistisch nicht von Null zu unterscheiden, wie **Abbildung 2** darlegt. Zudem waren die Währungsrenditen in etwa der Hälfte aller untersuchten Jahre positiv (19 von 41 Jahren).

WÄHRUNGSSCHWANKUNGEN SIND KAUM VORHERSEHBAR

Oft möchten Anleger ihr Währungsrisiko absichern, weil sie eine Aufwertung des Euro im Vergleich zu anderen Währungen erwarten.

Zahlreiche wissenschaftliche Studien belegen jedoch, dass Währungsschwankungen auf kurze und mittlere Sicht kaum prognostizierbar sind, jedenfalls nicht mit der für Investmententscheidungen nötigen Verlässlichkeit.²

Abbildung 3 verdeutlicht die Unberechenbarkeit der Währungsschwankungen von Jahr zu Jahr. Abgetragen ist die Rendite eines Währungskorbs von Industriestaatenwährungen gegenüber dem Euro in einem gegebenen Jahr auf der y-Achse zusammen mit der Vorjahresrendite entlang der x-Achse. Es besteht kein erkennbarer Zusammenhang zwischen den Währungsrenditen in zwei aufeinanderfolgenden Jahren. Dies suggeriert, dass kurzfristige Währungsschwankungen nicht anhand von historischen Daten prognostizierbar sind. Dieses Ergebnis wird in einer Regressionsanalyse von Jahresrenditen auf Vorjahresrenditen bestätigt.

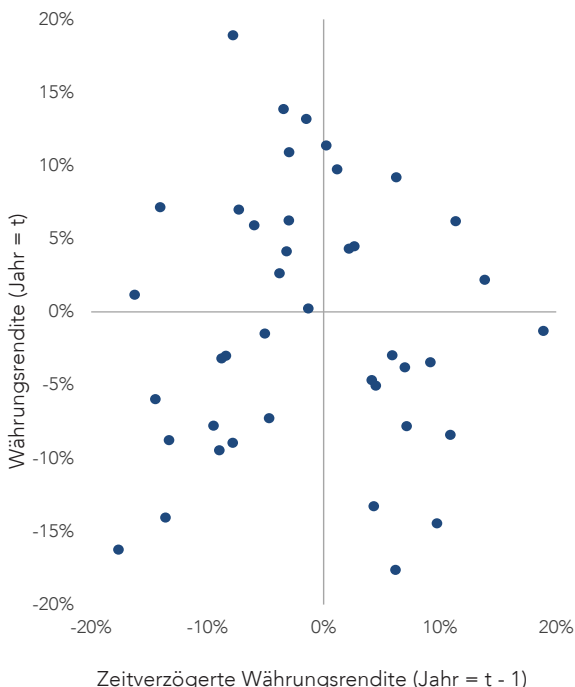
2. Siehe z.B. folgende Arbeiten:

Meese, Richard A. und Kenneth Rogoff. 1983. "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?" *Journal of International Economics* 14 (1): 3 - 24.

Lustig, Hanno, Nikolai Roussanov, und Adrien Verdelhan. 2011. "Common Risk Factors in Currency Markets." *The Review of Financial Studies* 24 (11): 3731 - 3777.

Rogoff, Kenneth und Vania Stavrageva. 2008. "The Continuing Puzzle of Short Horizon Exchange Rate Forecasting." NBER Working Paper Nr. 14071.

Abbildung 3: Währungsrenditen: Vorjahr im Vergleich zum Folgejahr (1974 – 2014)



Währungsrenditen werden auf Basis eines Währungskorbs mit Währungen von Industriestaaten berechnet. Währungsrenditen der einzelnen Länder werden nach ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung im MSCI World Index gewichtet. MSCI Daten Copyright MSCI 2015, alle Rechte vorbehalten. Man kann nicht direkt in Indizes investieren. Ihre Performance enthält daher nicht die mit einem tatsächlichen Portfoliomanagement verbundenen Kosten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt nicht auf die zukünftige Wertentwicklung schließen.

Für Investoren enthält die Kursentwicklung des Euro in der jüngeren Vergangenheit daher keine verlässliche Information darüber, wie sich der Kurs des Euro zukünftig entwickeln wird.

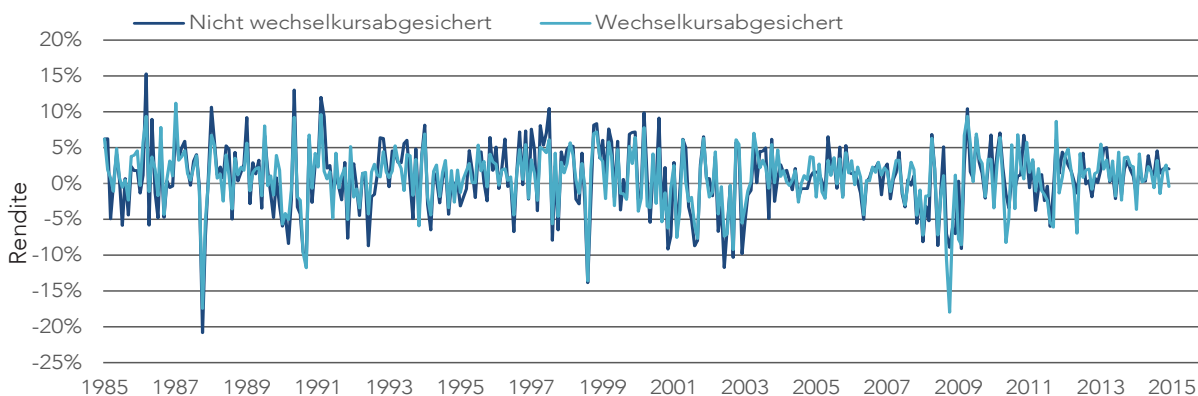
REDUZIERT WECHSELKURSABSICHERUNG DIE VOLATILITÄT?

Dies hängt von der Anlageklasse ab. Die Volatilität internationaler Aktien wird durch eine Absicherung des Wechselkurses üblicherweise kaum reduziert. Aktien sind volatiliter als Währungen. Die Volatilität eines nicht gegen Wechselkursschwankungen abgesicherten internationalen Aktienportfolios wird daher üblicherweise von der Volatilität der zugrunde liegenden Aktien dominiert, nicht von Währungsschwankungen.

Abbildung 4 zeigt, dass die monatlichen Renditen wechsellkursabsicherter Aktienportfolios ähnlich derer nicht wechsellkursabsicherter Aktienportfolios sind. Über den gesamten Betrachtungszeitraum lag die annualisierte Standardabweichung bei 14,01% für die abgesicherte und bei 16,00% für die ungesicherte Variante.

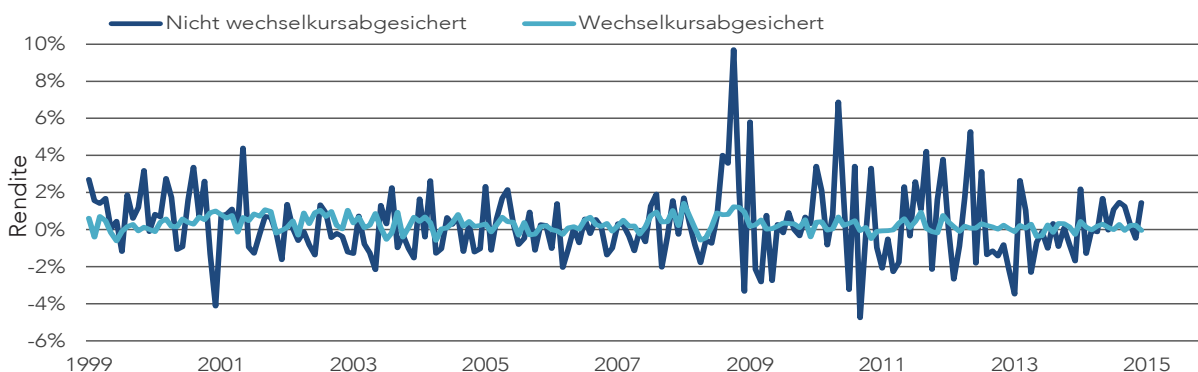
Für internationale festverzinsliche Wertpapiere hingegen ist die Wechselkursabsicherung ein effektives Mittel zur Verminderung der Volatilität eines Portfolios. Währungsrenditen sind volatiliter als die Renditen

Abbildung 4: Wechselkursabsicherte im Vergleich zu nicht wechsellkursabsicherten Renditen internationaler Aktienstrategien (Januar 1985 – Dezember 2014)



International Aktienrenditen werden für ein Portfolio berechnet, welches die folgenden MSCI Länderindizes nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtet: Australien, Großbritannien, Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA. Wechselkursabsicherte Renditen werden unter Berücksichtigung der folgenden zusätzlichen Daten berechnet: Devisenkassakurse auf Basis von Bloomberg Daten und Devisenterminkurse mit einer Laufzeit von einem Monat auf Basis von Bloomberg und Datastream Daten. MSCI Daten Copyright MSCI 2015, alle Rechte vorbehalten. Man kann nicht direkt in Indizes investieren. Ihre Performance enthält daher nicht die mit einem tatsächlichen Portfoliomanagement verbundenen Kosten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt nicht auf die zukünftige Wertentwicklung schließen.

Abbildung 5: Wechselkursabgesicherte im Vergleich zu nicht wechselkursabgesicherten Renditen internationaler Staatsanleihen (Januar 1999 – Dezember 2014)



Nicht wechselkursabgesicherte Anleihenrenditen werden berechnet auf Basis des Citigroup World Government Bond Index 1 – 5 Jahre (ungehedged). Wechselkursabgesicherte Anleihenrenditen werden berechnet auf Basis des Citigroup World Government Bond Index 1 – 5 Jahre (zum EUR gehedged). Citigroup Bond Indizes Copyright Citigroup 2015. Man kann nicht direkt in Indizes investieren. Ihre Performance enthält daher nicht die mit einem tatsächlichen Portfoliomanagement verbundenen Kosten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt nicht auf die zukünftige Wertentwicklung schließen.

festverzinslicher Wertpapiere hoher Bonität. Ohne eine Absicherung gegen Währungsschwankungen dominiert die Volatilität der Währungen daher die Volatilität eines Portfolios festverzinslicher Wertpapiere. Dementsprechend weisen nicht wechselkursabgesicherte Portfolios festverzinslicher Wertpapiere typischerweise deutlich höhere Standardabweichungen auf als Portfolios festverzinslicher Wertpapiere, die gegen Währungsschwankungen abgesichert sind.

Abbildung 5 verdeutlicht dieses Prinzip anhand monatlicher Renditen des Citigroup World Government Bond Index (1-5 Jahre) in der wechselkursabgesicherten im Vergleich zur nicht wechselkursabgesicherten Variante. Die Volatilität des gegen Währungsschwankungen abgesicherten Index (1,36%) liegt deutlich unter der Volatilität der nicht wechselkursabgesicherten Indexvariante (6,61%).

WECHSELKURSABSICHERUNG IN DIMENSIONALS STRATEGIEN

Dimensional sichert seine internationalen Strategien in festverzinslichen Wertpapieren grundsätzlich gegen Währungsschwankungen ab mit dem Ziel der Volatilitätsreduktion. Wir sehen keine vergleichbare

Volatilitätsreduktion in unseren internationalen Aktienstrategien und sichern diese daher in den meisten Fällen nicht gegen Wechselkursschwankungen ab.

FAZIT

- Ausländische Aktien und festverzinsliche Wertpapiere tragen zur Diversifizierung eines Portfolios bei und haben daher wichtige Vorteile für Investoren.
- Währungsschwankungen sind kaum prognostizierbar. Investoren sollten ihre Entscheidung für oder gegen eine Wechselkursabsicherung daher nicht von der jüngsten Kursentwicklung des Euro abhängig machen.
- Die Absicherung von Wechselkursrisiken ist kein effektives Mittel zur Verringerung der Volatilität von Aktienstrategien – die Volatilität wechselkursabgesicherter Aktienportfolios entspricht in etwa der von nicht wechselkursabgesicherter Aktienportfolios.
- Für Anlagen in festverzinsliche Wertpapiere hoher Bonität sollten Investoren, die eine geringere Volatilität anstreben, ihr Wechselkursrisiko hingegen absichern, da Währungsschwankungen einen Großteil der Volatilität dieser Anlageklasse in einem nicht wechselkursabgesicherten Portfolio ausmachen.

Dieses Material wurde von Dimensional Fund Advisors Ltd. herausgegeben. Dimensional Fund Advisors Ltd hat seinen Sitz in 20 Triton Street, Regent's Place, London, NW1 3BF, Company Number 02569601, und ist von der britischen Finanzaufsicht (Financial Conduct Authority) zugelassen und beaufsichtigt – Firm Reference No. 150100. Das Material dient zu Informationszwecken und ist nur für Ihren Gebrauch bestimmt. Jede Gesellschaft, die für das Weiterleiten dieses Materials an andere Personen verantwortlich ist, trägt die Verantwortung für die Einhaltung mit sämtlichen Gesetzen und Regelungen bezüglich des Vertriebs und der Vermarktung. Die gegebenen Informationen stellen keine ausreichende Grundlage für Anlageentscheidungen dar. Informationen und Meinungen in diesem Material stammen von Quellen, die Dimensional Fund Advisors Ltd für verlässlich hält. Dimensional Fund Advisors Ltd kann jedoch auf keinen Fall die Richtigkeit oder Vollständigkeit zusichern. Dimensional Fund Advisors Ltd übernimmt keine Verantwortung für Verluste, die aus der Verwendung dieses Materials resultieren.

Das Material richtet sich ausschließlich an Personen, die Erfahrung aufweisen oder bereits in die in diesem Dokument beschriebenen Produkten investiert haben und die gemäß den Richtlinien der britischen Finanzaufsichtsbehörde als professionelle Kunden definiert oder auf andere Weise gemäß diesen Richtlinien berechnete Personen sind. Dieses Material ist nicht für Privat- und Kleinkunden bestimmt, und solche Personen dürfen sich nicht auf dieses Material berufen. Darüber hinaus werden Kapitalanlagen oder Dienstleistungen, auf welche sich dieses Material bezieht, solchen Privat- und Kleinkunden nicht zugänglich gemacht. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt nicht auf die zukünftige Wertentwicklung schließen.

“Dimensional” bezieht sich auf die Dimensional-Unternehmen im Allgemeinen und nicht auf ein bestimmtes Unternehmen. Diese Unternehmen bestehen aus Dimensional Fund Advisors LP, Dimensional Fund Advisors Ltd., DFA Australia Limited, Dimensional Fund Advisors Canada ULC, Dimensional Fund Advisors Pte. Ltd. und Dimensional Japan Ltd.

eu.dimensional.com