

Risiko von Renditeeinbußen durch unterschätzte Währungsschwankungen

Internationale Streuung von Kapitalanlagen genießt heutzutage große Aufmerksamkeit unter Investoren. Dies wird auch in der Finanzwissenschaft bestätigt. Die internationale Diversifikation eines Wertpapierportfolios bietet die Möglichkeit einer Steigerung des Rendite-Risiko-Profiles, wie in mehreren Studien belegt werden konnte.¹⁾ Da sich die globalen Märkte in unterschiedlichen Zyklen bewegen, kann es sinnvoll sein, durch eine Verteilung der Anlagen auf verschiedene Märkte oder sogar weltweit die Schwankungsbreite eines Depots zu senken.

Bis zu 95 Prozent des Anlagerisikos durch Währung bestimmt

Gerade in den vergangenen Jahren hat sich das höhere Renditepotenzial durch ein internationales Portfolio gezeigt, wie an der Entwicklung verschiedener Indizes beobachtet werden konnte. So weist der auf den US-Aktienmarkt fokussierte MSCI USA Index in den fünf Jahren bis Anfang Juli 2015 eine Wertentwicklung auf, die um ein Fünftel höher war als beim deutschen Aktienindex Dax. Der japanische Aktienindex Nikkei 225 hat eine noch höhere Wertentwicklung gezeigt.²⁾ Auf den internationalen Anleihemärkten haben in den vergangenen Jahren beispielsweise australische Staatsanleihen eine deutlich höhere Wertentwicklung als zum Beispiel Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit.³⁾

Allerdings sind sich viele Anleger nicht bewusst, dass sie mit der Investition in einen internationalen Aktien- oder Rentenmarkt in der Regel ein beträchtliches Währungsrisiko eingehen. Wird eine US-amerikanische Aktie oder eine australische Staatsanleihe gekauft, dann setzt sich die Wertentwicklung für einen in Deutschland ansässigen Anleger aus der Veränderung des Aktien- beziehungsweise Anleihekurses

und der Entwicklung der Währung US-Dollar beziehungsweise australischer Dollar zum Euro zusammen. Ein Ausblenden der Währungsentwicklung ist unrealistisch. Schließlich wird, wenn es sich um einen in Deutschland ansässigen professionellen Investor handelt, der Wert des Depots regelmäßig in Euro bewertet.

Auch private Investoren sollten die Währungsentwicklung immer in die Kalkulation einbeziehen. Denn spätestens wenn der Verkauf geplant ist, wird der Erlös des Investments in Euro umgerechnet. Experten des Internationalen Währungsfonds haben ausgerechnet, dass für ein internationales Aktieninvestment bis zu 40 Prozent des Gesamtrisikos durch die Währung bestimmt wird. Bei einem internationalen Renteninvestment können es sogar bis zu 95 Prozent sein.⁴⁾ Mit anderen Worten: Die Währung hat eine sehr große oder sogar dominierende Auswirkung auf das Gesamtergebnis der Anlage. Der Währungseffekt kann damit in vielen Fällen deutlich größer als die Veränderung des Aktien- oder Anleihekurses sein.

Simon Klein, Leiter Vertrieb Passive Investments EMEA & Asien Deutsche Asset & Wealth Management, Frankfurt am Main

Die Unsicherheiten der Geldpolitik in den verschiedenen Notenbanken lässt aus Sicht des Autors auch für die kommenden Jahre schwer kalkulierbare Währungsschwankungen erwarten. Um diese Risiken in einem attraktiven Umfeld mit weltweiten Anlagemöglichkeiten im Auge zu behalten und gleichzeitig die vorhandenen Renditechancen auszuschöpfen, bringt er den Einsatz eines Overlay-Risikomanagements ins Spiel. Für Anleger, die keine derivativen Investments wünschen, verweist er dabei auf die Möglichkeiten währungsgesicherter ETFs. (Red.)

Die Devisenrelationen haben in den vergangenen Jahren besonders stark geschwankt.⁵⁾ Dies kann für Investoren in den entsprechenden Währungen unter Umständen zu Verlusten geführt haben. Zwischen Juli 2012 und Dezember 2013 zeigte beispielsweise für einen Euro-Anleger eine Anlage in den japanischen Yen einen Verlust von 33,6 Prozent. Umgekehrt musste von März 2014 bis März 2015 ein US-Dollar-Anleger, der im Euro investiert war, einen Wertverlust von 22 Prozent aufgrund der Währungsschwankungen verzeichnen. Innerhalb nur eines Tages, zwischen dem 14. und dem 15. Januar 2015, haben in der Schweiz ansässige Investoren in zahlreiche internationale Währungen einen Verlust von 18 Prozent registriert, da der Schweizer Franken entsprechend aufgewertet hat.⁶⁾

Gründe für den Anstieg der Währungsschwankungen

Hier stellt sich die Frage, was die Gründe für den Anstieg der Währungsschwankungen sein könnten, und ob die Ursachen von dauerhafter Natur sein könnten. Eine These ist, dass die Aktivitäten von Zentralbanken eine wichtige Rolle spielen. In einer Konjunkturphase mit schwacher Inlandsnachfrage in vielen Industrie- und Entwicklungsländern könnten Politiker in die Versuchung geraten, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung durch Exportwachstum ankurbeln zu wollen. Dazu brauchen sie eine schwache Währung. Nach einer Studie des Centre for Economic Policy Research bewirkt eine Abwertung des Euro von zehn Prozent, dass der Wert der Exporte in Regionen außerhalb der Eurozone um sieben bis acht Prozent steigt. Diese Effekte sind durchaus geeignet, die Konjunktur in der Eurozone positiv zu beeinflussen.⁷⁾

Der US-Wissenschaftler Nouriel Roubini hat festgestellt, dass seit Anfang 2015

weltweit mehr als 20 Zentralbanken dem Beispiel der Europäischen Zentralbank und der Bank von Japan gefolgt sind und ihre Geldpolitik gelockert haben, um die erforderliche Abwertung ihrer Währung herbeizuführen.⁸⁾ Roubini, Professor an der Stern School der New York University, ist der Meinung, dass durch diese Abwertungen zahlreicher Währungen der US-Dollar stärker gestiegen ist als von der Notenbank erwartet worden war. Dies könnte dazu führen, dass die US-Notenbank Fed nun ihrerseits Aktivitäten ergreift, um eine Abwertung des US-Dollar herbeizuführen.⁹⁾ Ein möglicher Effekt dieser Entwicklung wäre, dass Euro-Anleger, die direkt US-Dollar halten, oder auf US-Dollar lautenden Vermögenswerte, Verluste aufgrund einer Währungsabwertung befürchten müssten.

Grad der Währungsabsicherung individuell bestimmen

Es besteht die Möglichkeit, Anlagen durch den geeigneten Einsatz von Finanzinstrumenten gegen Kursverluste aufgrund von Währungsschwankungen abzusichern.¹⁰⁾ Bevor die Details dieser Absicherungen beschrieben werden, muss noch die Frage geklärt werden, welcher Umfang einer Währungsabsicherung überhaupt sinnvoll ist. Am einfachsten ist die Frage bei einer Rentenstrategie zu beantworten. Ein Investor, der seine Risiken senken will, sollte eine möglichst vollständige Absicherung anstreben.¹¹⁾ Dagegen sollten Aktienanlagen im Einzelfall betrachtet werden. Studien nennen bis zu fünf verschiedene Faktoren, die den optimalen Grad einer Absicherung beeinflussen.¹²⁾ Dazu gehören vor allem die Differenz des Zinsniveaus zwischen Heimat- und Anlagewährung, die Abhängigkeit der Wertentwicklung der gewählten Anlageklasse von der Zinsdifferenz und nicht zuletzt die individuelle Risikoneigung des Investors.

Wie gezeigt, kann in vielen Fällen eine Währungsabsicherung für professionelle Investoren sinnvoll sein. Die einfachste Variante wäre, sich auf Anlagen in der Heimatwährung zu beschränken, für heimische Investoren also in Euro. Dies würde aber bedeuten, auf eine Vielzahl von Anlagemöglichkeiten zu verzichten. Außerdem wäre die Entwicklung des Portfolios stark von Entwicklungen ausschließlich in der Eurozone abhängig, was als Klumpenrisiko betrachtet werden kann.

Um ein internationales Portfolio abzusichern, gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten. Zum einen könnte bei jeder Position – Aktie, Anleihe, Immobilie – einzeln das Währungsrisiko abgesichert werden, was allerdings sehr aufwendig wäre. Daher werden häufig die Positionen aggregiert und ein Währungsmanagement über das Depot „gelegt“. Dieses Overlay-Management sichert dann den Wert aller zum Beispiel in US-Dollar oder Schweizer Franken gehaltenen Positionen ab.

Grundsätzlich ist ein Overlay-Management geeignet, eine Vielzahl von Risiken abzusichern, die sich aus Anlagen in Zinspapieren, Aktien oder eben Währungen ergeben.¹³⁾ Internationale Vermögensverwalter wie die Deutsche Asset & Wealth Management besitzen lange Erfahrung in der Betreuung von Kundengeldern durch ein solches Risikomanagement.

Traditionell kommen im Overlay-Management zur Währungsabsicherung Currency Forwards zum Einsatz. Diese sichern den Kauf einer Währung zu einem bestimmten Kurs in der Zukunft ab und sind individuell als Vertragsvereinbarung zwischen dem Investor und einer Gegenpartei, zum Beispiel einer Bank, gestaltbar.¹⁴⁾ Aufgrund dieser Individualität werden sie aber nur OTC (over the counter) zwischen einzelnen Parteien gehandelt.

Dagegen handelt es sich bei den ebenfalls häufig eingesetzten Währungs-Futures beziehungsweise Währungs-Optionen um standardisierte Derivate, die über die Börse gehandelt werden können.¹⁵⁾ Sie haben in den vergangenen Jahren an Bedeutung zugenommen und werden vor allem zur Absicherung von Investments in klassischen Kernwährungen wie Euro, US-Dollar, japanischer Yen oderritisches Pfund eingesetzt. Die Kosten der Absicherung ergeben sich vor allem aus den Transaktionskosten der eingesetzten Instrumente und der Zinsdifferenz zwischen den betreffenden Währungen.¹⁶⁾

In der Regel wird das Overlay-Management im Währungsbereich strategisch eingesetzt. Am Anfang steht die Frage, welches Währungspaar die Risiken des Portfolios erhöht; diese sollten entsprechend abgesichert werden. Allerdings kann es beispielsweise bei Anlagen in Schwellenländer-Anleihen Sinn ergeben, strategisch keine Währungsabsicherung einzu-

gehen. Denn bei vielen Schwellenländern wie zum Beispiel in China oder Indien wird erwartet, dass die Wachstumsraten ihrer Volkswirtschaften langfristig höher sein werden als in den großen Industrieländern.¹⁷⁾ Damit besteht die Erwartung, dass sich die Währung dieser Schwellenländer aufwertet. Aus strategischer Sicht kann es daher sinnvoll sein, hier keine Absicherung einzugehen, um an einer möglichen Aufwertung zu partizipieren.

Währungsgesicherte ETFs als wirksames Risikomanagement im Fondsmantel

Wie beschrieben, werden beim Overlay-Management in der Regel Finanzderivate wie Forwards, Futures oder Optionen eingesetzt. Allerdings gibt es Investoren, die aus regulatorischen Gründen keine Derivate in ihrem Portfolio einsetzen können. In anderen Fällen ist das Volumen des Depots zu gering, damit ein klassisches Overlay-Management zum Einsatz kommen kann. In diesen Fällen kann es sinnvoll sein, das Risikomanagement ganz oder teilweise durch den Einsatz währungsgesicherter ETFs umzusetzen. Dabei handelt es sich um börsengehandelte Indexfonds (Exchange Traded Funds, ETFs), die einen Aktien- oder Anleiheindex abbilden und gleichzeitig das in der Anlage enthaltene Währungsrisiko weitgehend absichern.

In der Regel wird bei währungsgesicherten ETFs einmal im Monat über geeignete Währungsderivate ein Sicherungsgeschäft in Höhe des jeweiligen Fondsvolumens abgeschlossen.¹⁸⁾ Damit sind Währungsschwankungen für den ETF-Anleger wesentlich reduziert, ohne dass er zusätzlich aktiv werden müsste. Diese Absicherung geschieht im Fondsportfolio und damit im rechtlichen Rahmen des UCITS-Sondervermögens. Das bedeutet, dass ein Investor mit einem währungsgesicherten ETF keine derivativen Anlagen in seinem Depot verbucht, sondern einen regulären Investmentfonds.

Diese Anlageprodukte können zudem wie jeder andere ETF auch über die Börse oder weitere Handelswege gehandelt werden. In den vergangenen Jahren ist die Palette an währungsgesicherten ETFs für Euro-Anleger deutlich gewachsen. Mittlerweile stehen entsprechende ETFs auf wichtige Aktienindizes wie MSCI World, S&P 500 oder MSCI Japan zur Verfügung.¹⁹⁾ Im Rentenbereich umfasst das währungsgesicher-

te Angebot ETFs auf den globalen Rentenindex Barclays Aggregate Global Bond Index sowie auf weltweite Staatsanleihenbeziehungsweise Inflationsanleihen-Indizes.²⁰⁾ Auch Rohstoff-ETFs stehen in einer entsprechenden Version bereit.²¹⁾

Die genannten Indizes stehen mit einer Euro-Währungssicherung, aber auch in anderen Varianten zur Verfügung. Investoren, die in anderen Heimatwährungen rechnen, können einen Aktien-, Renten- oder Rohstoffindex auch in einer Absicherung auf Basis von US-Dollar, Schweizer Franken oder zum Beispiel britischem Pfund wählen. Aufgrund der beschriebenen hohen Schwankungen bei zahlreichen Währungen zählen währungsgesicherte ETFs zu den beliebtesten Kategorien.

Studien zeigen, dass Währungsrisiken das Ergebnis einer internationalen Kapitalanlage stark beeinflussen können. Aufgrund der expansiven Geldpolitik vieler Notenbanken weltweit und den damit beabsichtigten Abwertungen einzelner Währungen

besteht die Wahrscheinlichkeit, dass die Währungsschwankungen noch weiter anhalten oder sogar zunehmen werden. Währungsgesicherte ETFs können eine gute Möglichkeit bieten, zum Beispiel im Rahmen eines Overlay-Managements Risiken aufgrund einer Fremdwährungsanlage effizient zu reduzieren.

Quellenhinweise

- 1) Columbia University: International Asset Allocation with Regime Shifts, <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/asset.pdf>; IMF Working Papers, Currency Hedging for International Portfolios
- 2) <http://etf.deutscheawm.com/DEU/DEU/Tools/Index-Top-Flop>
- 3) <http://etf.deutscheawm.com/DEU/DEU/ETF/LU0494592974/DBX0GG/Australia-SSA-Bonds-UCITS-ETF>
- 4) IMF Working Paper, S. 39, a.a.O.
- 5) Deutsche AWM, Passive Insights: Over the Currency hedge, April 2015; S. 1, <http://etf.deutscheawm.com/DEU/DEU/Download/Passive%20Insights/d88b7917-b8dd-469a-997c-d3e44a2cb25f/PassiveInsights-Over-the-currency-hedge-DEU-eng.pdf>
- 6) Deutsche AWM, Passive Insights: Over the Currency hedge, April 2015; a.a.O., S. 1.
- 7) Centre for Economic Policy Research, Feb. 2014, The Euro in the currency war, Policy insight Nr. 70.
- 8) Nouriel Roubini, Mai 2015; The Dollar joins the currency wars. <http://www.project-syndicate.org/commentary/dollar-joins-currency-wars-by-nouriel-roubini-2015-05>
- 9) Nouriel Roubini, Mai 2015; The Dollar joins the currency wars, a.a.O.
- 10) Deutsche AWM, Passive Insights: Over the Currency hedge, April 2015; a.a.O.
- 11) John Campbell Global Currency Hedging, Harvard University, 2006
- 12) Eric Briys, Journal of Int. Money and Finance, 1992
- 13) https://institutional.deutscheawm.com/global-investment/overlay_strategy.jsp
- 14) <http://www.investopedia.com/terms/c/currency-forward.asp>
- 15) <http://www.investopedia.com/terms/f/forexfutures.asp>, <http://www.investopedia.com/terms/c/currencyoption.asp>
- 16) Deutsche AWM, Passive Insights: Over the Currency hedge, April 2015; a.a.O.
- 17) <https://cioview.deutscheawm.com/ger/am/de/fokus/wachstumsans%C3%A4tze-von-china-und-indien-im-vergleich>
- 18) Over the Currency Hedge, April 2015, Deutsche AWM, a.a.O., S. 16.
- 19) <http://etf.deutscheawm.com/DEU/DEU/Produkt%C3%BCbersicht/Aktien>
- 20) <http://etf.deutscheawm.com/DEU/DEU/Produkt%C3%BCbersicht/Renten>
- 21) <http://etf.deutscheawm.com/DEU/DEU/Produkt%C3%BCbersicht/Rohstoffe>

Sicher prüfen und bilanzieren



Kuhn/Hachmeister
**RECHNUNGSLEGUNG
 UND PRÜFUNG VON
 FINANZINSTRUMENTEN**
**Handbuch nach IFRS,
 HGB und EMIR**

2015. 968 S. Geb. € 149,95
 ISBN 978-3-7910-3408-9
 eBook 978-3-7992-6948-3

Das Handbuch umfasst eine anwendungsorientierte Darstellung der Regelungen zur Rechnungslegung und Prüfung von Finanzinstrumenten nach IFRS, HGB, IAPN 1000 und EMIR. Alle Themen werden detailliert und ausführlich behandelt, z. B. IAS 39, der stark von Ausnahmen geprägt ist, die Bestimmung des beizulegenden Zeitwerts oder die Bilanzierung von OTC-Derivaten nach EMIR.

Die Autoren führen sicher durch die komplexe Materie und unterstützen bei der Anwendung in der Bilanzierungs- und Prüfungspraxis.