

# metzler currency management

Autoren: Dominik Müller (Head of Currency Management) und Maaz Khan (Currency Manager)

11. Juni 2026

## Wie Devisen zum Portfoliorisiko beitragen

**Institutionelle Anleger, insbesondere in der Eurozone, sollten Fremdwährungsengagements gezielt strategisch absichern, da sie wesentlich zum Portfoliorisiko beitragen können. Vieles spricht außerdem für den Einsatz eines aktiven FX-Overlays, das strategisches Hedging um taktische Elemente ergänzt und insbesondere in extremen Marktsituationen die Portfoliorenditen stärker schützen kann, wie die Studie von Metzler Currency Management zeigt.**

Fremdwährungen stellen einen wesentlichen Teil der Risikopositionen eines international diversifizierten Anlageportfolios dar. Wie hoch ist dieser Anteil genau, und wie wirken sich Wechselkurse auf die zugrunde liegenden Anlagen aus? Welche Rolle spielen einzelne Währungspaare? Mit einer empirischen Analyse eines repräsentativen Modellportfolios beantworten wir diese Fragen aus der Perspektive eines Anlegers mit Sitz in der Eurozone.

Wir zählen Volatilität und Drawdowns zu den Risikokennzahlen, und sehen von einer Messung der Renditebeiträge bewusst ab. Denn von Interesse ist vorwiegend, wie sich unsere Ergebnisse auf effektive Risikomanagementstrategien auswirken. Mit unserer Analyse bieten wir einen ganzheitlichen Überblick über den Risikobeitrag von Devisenengagements zum gesamten Portfolio.

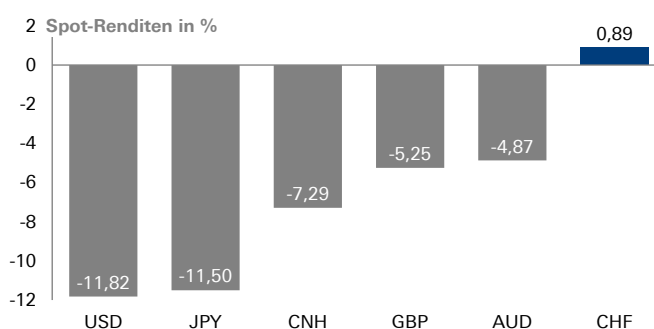
Überraschend ist, wie stark Devisen die Portfoliorenditen in einem bestimmten Jahr beeinflussen können. Die Ergebnisse bestätigen, dass Anleger Währungsrisiken ernst nehmen und ihren aktuellen Risikomanagementprozess gegebenenfalls überdenken sollten.

### Wechselkursverluste im Jahr 2025

Betrachten wir die Kassarenditen, die ungesicherte europäische Anleger mit Engagements in ausgewählten Fremdwährungen im vergangenen Jahr erzielt haben: Wie Abbildung 1 zeigt, war 2025 für europäische Vermögensverwalter ein schwieriges Jahr am Devisenmarkt, da die meisten Währungen gegenüber dem Euro deutlich an

Wert verloren haben. Insbesondere der US-Dollar und der japanische Yen verzeichneten Verluste von fast 12 Prozent.

Abbildung 1: FX/EUR-Renditen im Jahr 2025



Kumulierte FX-Spot-Renditen im Kalenderjahr 2025 aus der Perspektive eines Anlegers mit Sitz in der Eurozone. Zeitraum: 31.12.2024 bis 31.12.2025. Quellen: Bloomberg, Metzler

Die gängige Meinung besagt, dass Wechselkurse um einen langfristigen Mittelwert schwanken. Doch die Geschichte zeigt zahlreiche Zeiträume, in denen Fremdwährungsengagements selbst innerhalb eines relativ kurzen Zeitraums um 10 Prozent oder mehr an Wert verloren haben. Insofern sind Devisen auf lange Sicht nicht risikofrei. Vielmehr bergen sie Risiken, für die Anleger in ihren Portfolios oft nicht angemessen entschädigt werden.

Alle drei Jahre untersucht die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) die Aktivitäten am Devisenmarkt im Monat April, um eine bessere Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Im aktuellen Bericht vom Dezember 2025 wurde die Unentschlossenheit Donald Trumps in Bezug auf Zölle rund um den Liberation Day als Grund für eine erhöhte Volatilität

ermittelt<sup>1</sup>. Diese Ereignisse führten zudem dazu, dass das tägliche Handelsvolumen am globalen Devisenmarkt um 27 Prozent auf noch nie dagewesene 9,5 Billionen US-Dollar stieg (im Vergleich zu 7,5 Billionen US-Dollar im Jahr 2022). Ein Anstieg, der nicht nur am Kassamarkt zu beobachten war, sondern auch bei der Nachfrage nach Währungsabsicherungen über Termingeschäfte und Optionen (BIZ, 2025).

## Beitrag zum Portfoliorisiko: Theoretischer Hintergrund

Wir untersuchen das Portfoliorisiko anhand statistischer Schwankungsmaße, insbesondere der Varianz und Volatilität der einzelnen Anlagen. Obwohl diese Kennzahlen gewisse Schwächen aufweisen, haben sie sich dennoch als Standard bei der Risikomessung etabliert.

Die Varianz ist besonders interessant, da sie kein lineares Schwankungsmaß ist. Mit anderen Worten: Die Portfoliovarianz ist nicht einfach gleich der Summe der Varianzen der einzelnen Vermögenswerte im Portfolio, da hier die Kovarianz eine entscheidende Rolle spielt. Sind zwei Vermögenswerte nicht perfekt positiv korreliert, ist die Varianz einer Kombination dieser beiden Vermögenswerte immer kleiner als die einfache Summe ihrer individuellen Varianzen. Oder anders ausgedrückt: Diversifizierung reduziert das Risiko.

Unser Fokus liegt daher auf der genauen Berechnung des Risikobeitrags von Fremdwährungen zum Portfolio, was zwangsläufig über die Portfoliovarianz führt (siehe Kästen).

Jedes Einführungslehrbuch zur Finanzwissenschaft (zum Beispiel Taylor, 2005) und zur Statistik definiert Varianz folgendermaßen:

$$\sigma^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2$$

und die Portfoliovarianz unter Berücksichtigung von Kovarianzen wie folgt:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij}$$

Dies lässt sich gleichwertig, aber kompakter in Matrixform schreiben:

$$\sigma_p^2 = \mathbf{w}^T \Sigma \mathbf{w} \quad (\text{Gleichung 1})$$

wobei der Vektor  $\mathbf{w}$  die Gewichte aller Vermögenswerte im Portfolio enthält und  $\Sigma$  die Kovarianzmatrix ist (mit den individuellen Varianzen der Vermögenswerte auf der Diagonalen).

Üblicherweise wird das Risiko in Form der Volatilität ausgedrückt, also als Standardabweichung der Wertänderungen. Wir ziehen daher die Quadratwurzel und differenzieren die Portfoliovolatilität partiell nach dem Vermögenswert  $i$ , um den marginalen Risikobeitrag des  $i$ -ten Vermögenswerts zum Gesamtrisiko des Portfolios zu bestimmen:

$$\text{MRC}_i = \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_i} \quad (\text{Gleichung 2})$$

<sup>1</sup> Wir haben das Ausmaß der Schwankungen des US-Dollars bereits in einem früheren Artikel in einen historischen Kontext gestellt (Mueller, 2025). <https://www.metzler.com/downloads/Metzler/Dokumente-metzler/MCM/mcm-dmu-us-dollar-2025-10-20.pdf>

# metzler currency management

Wir sprechen von einem „marginalen“ Risikobeitrag, da er die Auswirkung einer geringfügigen Erhöhung des Gewichts von Vermögenswert  $i$  auf die Portfoliovolatilität beschreibt (Maillard, Roncalli und Teiletche, 2009). Daraus folgt, dass der (Gesamt-)Risikobeitrag des Vermögenswerts seinem marginalen Risikobeitrag, multipliziert mit seinem Gesamtgewicht im Portfolio, entspricht:

$$RC_i = w_i \times \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_i} \quad (\text{Gleichung 3})$$

Wir wandeln dies in einen Ausdruck um, den wir in einer programmierten Umgebung besser nutzen können. Beginnen wir damit, den marginalen Risikobeitrag in Matrixform für ein vereinfachtes Portfolio aus zwei Vermögenswerten abzuleiten:

$$\begin{aligned} \frac{\partial \sigma_p}{\partial w} &= \frac{\partial \sqrt{\mathbf{w}^T \Sigma \mathbf{w}}}{\partial \mathbf{w}} \\ &= \frac{\partial}{\partial \mathbf{w}} \sqrt{(w_1 \quad w_2) \begin{pmatrix} \sigma_1 & \sigma_{12} \\ \sigma_{12} & \sigma_2 \end{pmatrix} (w_1 \ w_2)^T} \\ &= \frac{\partial}{\partial \mathbf{w}} \sqrt{w_1^2 \sigma_1 + 2w_1 w_2 \sigma_{12} + w_2^2 \sigma_2} \\ &= \begin{pmatrix} \frac{\partial}{\partial w_1} \sqrt{w_1^2 \sigma_1 + 2w_1 w_2 \sigma_{12} + w_2^2 \sigma_2} \\ \frac{\partial}{\partial w_2} \sqrt{w_1^2 \sigma_1 + 2w_1 w_2 \sigma_{12} + w_2^2 \sigma_2} \end{pmatrix} \\ &= \begin{pmatrix} \frac{1}{2} (w_1^2 \sigma_1 + 2w_1 w_2 \sigma_{12} + w_2^2 \sigma_2)^{-\frac{1}{2}} (2w_1 \sigma_1 + 2w_2 \sigma_{12}) \\ \frac{1}{2} (w_1^2 \sigma_1 + 2w_1 w_2 \sigma_{12} + w_2^2 \sigma_2)^{-\frac{1}{2}} (2w_1 \sigma_{12} + 2w_2 \sigma_2) \end{pmatrix} \\ &= (w_1^2 \sigma_1 + 2w_1 w_2 \sigma_{12} + w_2^2 \sigma_2)^{-\frac{1}{2}} \begin{pmatrix} w_1 \sigma_1 + w_2 \sigma_{12} \\ w_1 \sigma_{12} + w_2 \sigma_2 \end{pmatrix} \\ &= \frac{\Sigma \mathbf{w}}{\sigma_p} \end{aligned}$$

Der gesamte Risikobeitrag des Vermögenswerts  $i$  ergibt sich somit explizit aus:

$$RC_i = w_i \times \frac{(\Sigma \mathbf{w})_i}{\sigma_p} \quad (\text{Gleichung 4})$$

# metzler currency management

Gleichung 4 ist ein allgemeines Ergebnis. Wir werden sie in unserer nachfolgenden numerischen Analyse verwenden, um die Auswirkungen von Wechselkursrisiken auf die Portfoliovolatilität zu berechnen.

## Daten, Methodik und Portfoliozusammenstellung

Um den Einfluss von Wechselkursschwankungen auf die Gesamtvolatilität eines Portfolios zu ermitteln, stellen wir ein global diversifiziertes Multi-Asset-Portfolio zusammen, das die Bestände eines typischen europäischen institutionellen Anlegers widerspiegelt. Unsere Analyse stützt sich auf monatliche Total-Return-Daten für den Zeitraum von Januar 2004 bis Dezember 2025.

## Portfoliozusammensetzung

Zunächst definieren wir ein repräsentatives Portfolio aus sechs Anlageklassen, die die Kernkomponenten einer institutionellen strategischen Asset-Allokation (SAA) abdecken, und ordnen jeder davon einen globalen Index zu:

- 40 Prozent Aktien: MSCI World (Ticker: MXWO)
- 30 Prozent Anleihen: iShares Core Global Aggregate Bond Index (Ticker: LEGATRUU)
- 15 Prozent Immobilien: Eigener Index
- 5 Prozent Private Credit: Eigener Index
- 5 Prozent Private Equity: Eigener Index
- 5 Prozent Gold: Gold-Spotpreis (Ticker: XAU)

Die illiquiden Anlageklassen erfordern aufgrund der begrenzten Datenverfügbarkeit eine spezifische Behandlung und bestimmte Annahmen:

- Immobilien: Der INREV European Real Estate Index, der vierteljährlich als einheitliche, auf Euro lautende Mischreihe veröffentlicht wird, wird mithilfe einer Brownschen Brücke, die einen stochastischen Prozess zwischen festen Endpunkten modelliert, auf monatliche Frequenz umgerechnet. Dieser Ansatz, der häufig bei der Preisbildung pfadabhängiger Derivate zum Einsatz kommt, dient auch der Interpolation, indem er fehlende Datenpunkte ergänzt und dabei die aus Beobachtungen mit geringerer Frequenz abgeleitete Volatilität beibehält. Da

der INREV-Index nicht direkt in regionale Renditen in lokaler Währung zerlegt werden kann, approximieren wir sein Währungsrisiko mit statischen Ländergewichtungen, konstruieren eine synthetische Währungskomponente und ziehen diese von der Brutto-EUR-Reihe ab, um eindeutige Proxy-Renditen für lokale Immobilien abzuleiten. Diese Methode isoliert das Währungsrisiko und verhindert Doppelzählungen.

- Private Credit: Wir konstruieren einen maßgeschneiderten Index auf Basis einer zwanzigprozentigen Allokation in den BofA Private Credit Proxy Index (Ticker: MLPR-CRED), der die Gesamrendite börsennotierter Business Development Companies (BDCs) mit Schwerpunkt auf Private Credit abbildet, und kombinieren diesen mit 30 Prozent des Bloomberg US Corporate Bond Index (Ticker: LUACTRUU) sowie 50 Prozent des Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index (Ticker: LF98TRUU). Der daraus resultierende Index ist deutlich risikoreicher als ein reiner Anleiheindex, verhält sich jedoch anleiheähnlicher als gängige Proxies, die ausschließlich auf börsennotierten Business Development Companies basieren. Wir gehen von einem einhundertprozentigen Engagement im US-Dollar aus.
- Private Equity: Wir erstellen einen gleichgewichteten Total-Return-Index aus 49 börsennotierten Private-Equity-Unternehmen mit Sitz in den USA als liquiden Ersatz für ein Private-Equity-Engagement. Auch dieser Index ist zu 100 Prozent in auf US-Dollar lautende Vermögenswerte investiert.

## Renditezerlegung

Die Analyse zerlegt die Gesamrendite jeder Anlageklasse in zwei unterschiedliche Komponenten:

- Die lokale Rendite: Die vom Vermögenswert selbst auf dem Heimatmarkt erzielte Basisrendite.
- Die Währungsrendite: Die Rendite, die auf Schwankungen der Währungen zurückzuführen ist, auf die die Vermögenswerte lauten.

Wir verwenden die Ländergewichtungen der einzelnen Indizes, um die Währungsallokation jeder Anlageklasse abzuleiten. Anschließend definieren wir repräsentative regionale Indizes in Landeswährung und ordnen die

Ländergewichtungen diesen regionalen Indizes zu. Indem wir die Gewichtungen über die Zeit konstant halten, konstruieren wir stabile Renditeserien für die Anlageklassen als gewichtete Summe ihrer jeweiligen regionalen Komponenten.

Indem wir die Portfolio- und regionalen Gewichte konstant halten, umgehen wir das Problem der Portfolio-Neugewichtung und der begrenzten Verfügbarkeit historischer Gewichte für einige Indizes. Dieser Ansatz hat den Vorteil, dass wir den Risikobeitrag des Wechselkurses zum Portfolio ceteris paribus genauer messen können, wie er heute auf der Grundlage der aktuellen Daten besteht. So vermeiden wir eine Verwässerung dieser Analyse durch historische Portfolioveränderungen, die wahrscheinlich nicht repräsentativ für das heutige Portfolio sind.

Tabelle 1 enthält zusammenfassende Statistiken für die monatlichen Gesamtrenditen nach Anlageklassen in Landeswährung sowie für die Währungsrenditen (FX).

**Tabelle 1: Explorative Datenanalyse**

Statistik	Anleihen	Aktien	Gold	PC	PE	Immob.	FX
N	263	263	263	263	263	263	263
Mittelw.	0,002	0,005	0,009	0,004	0,008	0,004	0,000
Std.-Abw.	0,010	0,041	0,048	0,027	0,065	0,013	0,015
Min	-0,034	-0,180	-0,185	-0,184	-0,409	-0,040	-0,054
25%	-0,003	-0,015	-0,021	-0,005	-0,012	-0,005	-0,009
50%	0,003	0,011	0,005	0,007	0,014	0,004	-0,000
75%	0,008	0,030	0,042	0,015	0,035	0,012	0,008
Max	0,031	0,124	0,122	0,097	0,218	0,042	0,067
Schiefe	-0,281	-0,860	-0,178	-1,915	-1,596	0,121	0,548
Kurt	1,253	2,136	0,612	13,174	10,012	0,245	2,705

Zusammenfassende Statistiken zu den monatlichen Renditen der verschiedenen Anlageklassen im Portfolio. PC: Private Credit; PE: Private Equity; FX: Fremdwährungen. Zeitraum: 2.1.2004 bis 31.12.2025  
Quellen: Bloomberg, Metzler

Die Renditereihen umfassen jeweils 263 monatliche Beobachtungen. Während Devisen eine geringe negative Medianrendite aufweisen, bleiben sie die einzige Portfolio-ekomponente mit einer signifikanten positiven Schiefe. Das heißt, die monatlichen Renditen konzentrieren sich unterhalb des Mittelwerts, weisen jedoch einen ausgeprägten rechten Rand auf. Die negative Schiefe bei den übrigen Anlageklassen deutet auf erhöhte Tail-Risiken hin. Solche Portfolioeigenschaften bieten Chancen für eine auf Devisen ausgerichtete Diversifizierung, erfordern

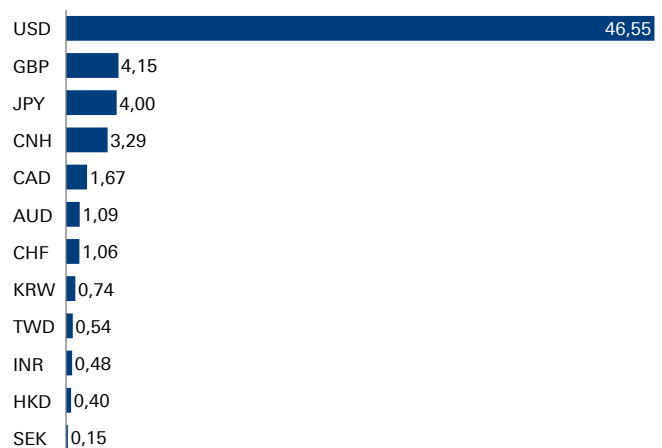
jedoch eine umsichtige teilweise Absicherung, um Abwärtsrisiken abzuschwächen.

## Währungsengagement

Die in Tabelle 1 zusammengefasste Währungszeitreihe auf Portfolioebene spiegelt das gesamte Währungsengagement über alle Anlageklassen hinweg wider. Die Gewichte der einzelnen Währungen werden durch Multiplikation der obersten Portfoliogewichte mit den festen regionalen Gewichten innerhalb jeder Anlageklasse ermittelt. Diese werden dann den entsprechenden Währungszeitreihen zugeordnet und zu einer einzigen Return-Zeitreihe des Fremdwährungskorbs auf Portfolioebene zusammengefasst.

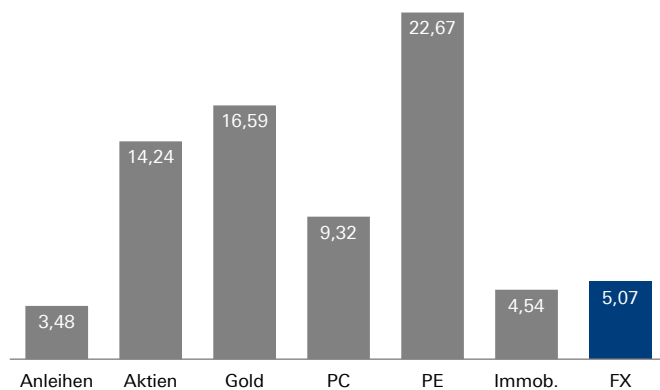
Der daraus resultierende Währungskorb setzt sich zu etwa 36 Prozent aus dem Euro und zu 64 Prozent aus Fremdwährungen zusammen. Auch wenn dies für Anleger aus dem Euroraum ein beträchtliches Währungsrisiko darstellt, deckt es sich mit unserer langjährigen Erfahrung einer wachsenden globalen Ausrichtung in den Portfolios professioneller Investoren. Wir würden argumentieren, dass eine Euro-Gewichtung von etwa einem Drittel immer noch eine gewisse „Home Bias“ darstellt, da die Eurozone weniger als 20 Prozent der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung und nur etwas mehr als 20 Prozent der ausstehenden internationalen Schuldverschreibungen ausmacht (Europäische Zentralbank, 2025).

**Abbildung 2: Gewichtung von Währungspositionen, in %**



Aufteilung auf die wichtigsten Fremdwährungen in Prozent des Portfolio-Nettoinventarwerts.  
Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand: 31.12.2025

Abbildung 3: Volatilität der Anlageklassen, Gewichtung in %



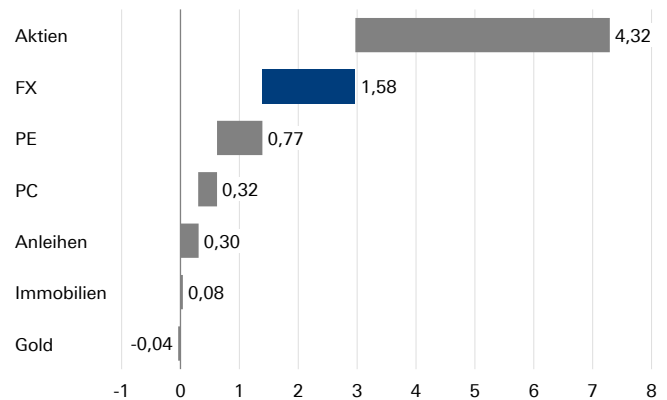
Annualisierte Volatilität der einzelnen Anlageklassenreihen. Basierend auf monatlichen Renditen. Zeitraum: 2.1.2004 bis 31.12.2025  
Quellen: Bloomberg, Metzler

## Fremdwährungen tragen nach Aktien am stärksten zum Risiko des Modellportfolios bei

Unser Modellportfolio weist eine Gesamtvolatilität von 7,34 Prozent pro Jahr auf. Dieser Wert ist plausibel und steht im Einklang mit anderen ausgewogenen Portfolios. Die Einbeziehung von Gold wirkt tendenziell varianzmindernd. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Volatilität rein mathematisch betrachtet im Immobiliensegment des Portfolios etwas unterschätzt und bei den Engagements in Private Markets, insbesondere bei Private Credit, etwas überschätzt wird, da wir hier einen Index börsennotierter privater Kreditunternehmen als Proxy verwendet haben. Dies bedeutet, dass die Investitionen in Private Markets insgesamt ein aktienähnlicheres Risikoprofil aufweisen. In der Praxis würden sie weniger häufig bewertet und könnten daher geglättete Bewertungstrends aufweisen.

Die Ergebnisse unserer Volatilitätsmessung und die anschließende Berechnung der Volatilitätsbeiträge der einzelnen Anlageklassen sind eindeutig. Obwohl der Währungskorb für sich betrachtet eine annualisierte Volatilität von 5,07 Prozent aufweist (Abbildung 3), rangiert der Risikobeitrag von Fremdwährungen innerhalb des Portfolios an zweiter Stelle – nur übertroffen von Aktien (siehe Abbildung 4). Wechselkursschwankungen haben somit fast 1,6 Prozentpunkte zur Gesamtvolatilität des Portfolios beigetragen, was fast einem Fünftel des Gesamtrisikos entspricht.

Abbildung 4: Beitrag zum Portfoliorisiko, in %



Risikobeitrag der einzelnen Anlageklassen im Portfolio. Negative Werte weisen auf Diversifizierungsvorteile hin. Die Werte ergeben zusammen die Portfoliovolatilität von 7,34 %.  
Zeitraum: 2.1.2004 bis 31.12.2025  
Quellen: Bloomberg, Metzler

Dieses Ergebnis mag auf den ersten Blick überraschen, ist jedoch eine natürliche Folge des hohen Anteils an Fremdwährungen in den Portfolios der meisten institutionellen Anleger. Es gibt aber auch positive Nachrichten: Die Einbeziehung von Fremdwährungen bietet gleichzeitig Diversifizierungsvorteile, insbesondere aufgrund des erheblichen Gewichts des US-Dollar im Währungskorb.

Statistische Belege aus den vergangenen Jahren stützen die „Dollar-Smile“-Theorie, die besagt, dass der US-Dollar sowohl in Phasen überdurchschnittlicher Wirtschaftsleistung der USA als auch in Zeiten globaler Marktspannungen tendenziell eine starke Performance zeigt. Der Begriff wurde ursprünglich im Jahr 2001 von Stephen Li Jen und Fatih Yilmaz geprägt, als sie bei Morgan Stanley tätig waren. Der US-Dollar hat zumindest in der jüngeren Geschichte als sicherer Hafen gedient und eine geringe oder in einigen Fällen sogar negative Korrelation mit Risikoanlagen aufgewiesen. Dennoch deuten die aktuellen Entwicklungen in den Beziehungen zwischen den Vereinigten Staaten und dem Rest der Welt darauf hin, dass diese risikomindernde Eigenschaft des US-Dollar zumindest kurzzeitig nachlassen könnte. In Krisenzeiten könnten Kapitalströme dann zunehmend andere Regionen bevorzugen, sodass aus dem „Smile“ in ein Grinsen werden könnte.

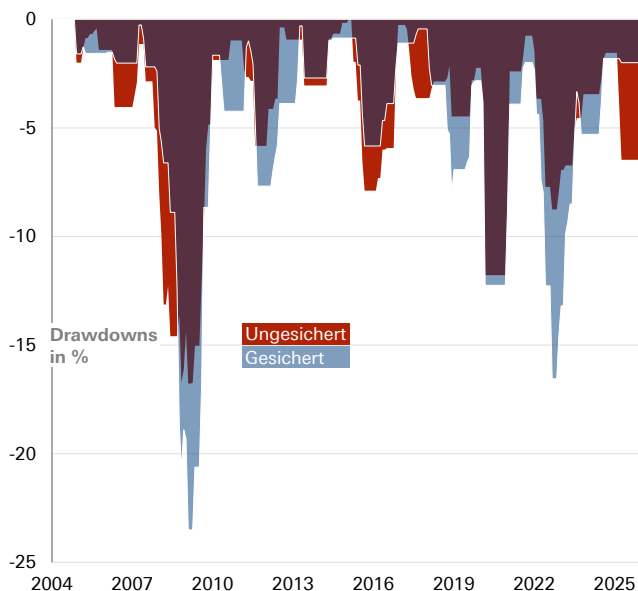
Dieser erhebliche Beitrag zum Gesamtrisiko des Portfolios ist auch der Grund, warum sich die meisten Anleger dafür entscheiden, einen Teil des Währungsrisikos durch geeignete Instrumente abzusichern.

## Der Einfluss von Währungen auf Drawdowns

Wie hoch ist der Beitrag zum Gesamtrisiko ex post tatsächlich, gemessen am rollierenden Zwölf-Monats-Maximum-Drawdown? Dieser gibt den Rückgang vom Höchst- zum Tiefststand wieder, den das Portfolio über einen Zeithorizont von einem Jahr verzeichnet hat.

Die Volatilität ist zwar ein weithin anerkanntes bilaterales Maß für die Streuung in der statistischen Risikoanalyse, sie spiegelt jedoch nicht unbedingt realisierte Verlustszenarien wider. Darüber hinaus kann sie als aggregierte Kennzahl die dynamische Beziehung zwischen den Währungsbeiträgen und dem zugrunde liegenden Portfolio im Zeitverlauf nicht erfassen. Dies zeigt Abbildung 5 besonders deutlich: Sie veranschaulicht den maximalen Drawdown über den gesamten Beobachtungszeitraum sowohl für das ungesicherte Portfolio (rot dargestellt) als auch für das Portfolio mit vollständig in EUR abgesicherten Fremdwährungspositionen (grau dargestellt).

Abbildung 5: Maximaler Drawdown über 12 Monate (gleitend)



Gleitende maximale Drawdowns über 12 Monate auf Basis eines monatlichen Performance-Index. Zeitraum: 2.1.2004 bis 31.12.2025  
Quellen: Bloomberg, Metzler

Es zeigt sich, dass Fremdwährungen zwar erheblich zur Volatilität des Portfolios beitragen, ihre Auswirkungen auf dessen Kursrückgänge jedoch eine differenziertere Analyse erfordern. Zwar hätte das nicht abgesicherte Portfolio in bestimmten Phasen größere Wertverluste erlitten als ein währungsgesichertes Pendant – etwa während der sich anbahnenden Finanzkrise im Jahr vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 oder im Jahr 2025, als der US-Dollar nach einem Kurswechsel in der US-Politik an Vertrauen verlor. Dennoch ist es bemerkenswert, dass Fremdwährungen in anderen kritischen Phasen Portfolioverluste wirksam abgemildert haben.

Dieser vorübergehende risikomindernde Effekt von Fremdwährungen war besonders ausgeprägt, wenn die dominierende Fremdwährung – der US-Dollar – als sicherer Hafen fungierte und infolgedessen während globaler Krisen gegenüber dem Euro deutlich aufwertete. Diese "Natural Hedge"-Charakteristik wurde von Campbell, Serfaty-de Medeiros und Viceira (2010) dokumentiert. Sie stellten fest, dass sich Währungen in Phasen der Risikoaversion gegenläufig zu den Aktienmärkten entwickeln können. Lustig, Roussanov und Verdelhan (2011) identifizierten einen globalen Risikofaktor in den Devisenmärkten und beobachteten, dass Niedrigzinswährungen (wie der US-Dollar während globaler Panikphasen) Schutz vor Kursverlusten bei Schocks an den Aktienmärkten bieten.

Zu den bemerkenswerten Beispielen aus jüngerer Zeit zählen die Zeit vom Höhepunkt der Finanzkrise bis zu ihrem Ende in den Jahren 2008/09 sowie das Jahr 2022, als die aggressiven Zinserhöhungen der Federal Reserve zur Bekämpfung der Inflation in nahezu allen Anlageklassen erhebliche Verluste auslösten, gleichzeitig aber den US-Dollar stärkten. Konkret hätte das Beibehalten eines ungesicherten US-Dollar-Engagements zwischen März 2008 und März 2009 den Portfolioverlust auf 16,8 Prozent begrenzt, verglichen mit einem Minus von 23,5 Prozent bei der abgesicherten Variante. Der Effekt war im Jahr 2022 noch deutlicher, als der US-Dollar den Portfolioverlust um etwa 8 Prozent reduzierte.

## Fazit:

### Die Implikationen für das Währungsrisikomanagement

Die Schlussfolgerung für institutionelle Anleger lautet, insbesondere solche mit Sitz in der Eurozone oder vergleichbaren Volkswirtschaften, dass Fremdwährungsenagements präzise gesteuert und verwaltet werden müssen. Zwar können statische, strategisch festgelegte Absicherungsquoten das Portfoliorisiko gemessen an der Volatilität mindern, doch bleibt der potenzielle verlustbegrenzende Einfluss bestimmter Währungen unbestritten.

Folglich spricht vieles für eine regelmäßige Überprüfung der angewandten Absicherungspolitik. Darüber hinaus sind auf der Ebene einzelner Währungen strategische

Überlegungen unerlässlich, um ein tiefgreifendes Verständnis dafür zu entwickeln, wie diese das konsolidierte Portfolio innerhalb eines Absicherungsrahmens beeinflussen. Nur so lässt sich sicherstellen, dass diese Erkenntnisse in die übergeordnete Anlagestrategie einfließen.

Da sich Währungsschwankungen in Abhängigkeit der Marktphase sehr unterschiedlich auf das Portfolioergebnis auswirken, spricht vieles für die Einbindung einer aktiven FX-Overlay-Komponente. Ein solcher Mechanismus ergänzt das strategische Hedging um bewährte taktische Elemente und kann so die Portfoliorenditen in extremen Marktsituationen steigern.

## Literaturhinweise

Bank for International Settlements (2025). Global FX markets when hedging takes centre stage. BIS website, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2512b.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2512b.htm). Last accessed on 17 April 2026.

Campbell, John Y., Karine Serfaty-de Medeiros, and Luis M. Viceira (2010). Global Currency Hedging. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 1, 87-121.

European Central Bank (2025). The international role of the euro. ECB website, <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html>. Last accessed on 17 April 2026.

Jen, Stephen Li, and Fatih Yilmaz (2001). The Dollar Smile. Morgan Stanley Research.

Lustig, Hanno, Nikolai Roussanov, and Adrien Verdelhan (2011). Common Risk Factors in Currency Markets. *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 11, 3731-3777.

Maillard, Sébastien, Thierry Roncalli, and Jérôme Teiletche (2009). On the properties of equally-weighted risk contributions portfolios. Working paper.

Markowitz, Harry (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 77-91.

Mueller, Dominik (2025). The river flows, the water never stays the same. LinkedIn newsletter, <https://www.linkedin.com/pulse/river-flows-water-never-stays-same-dominik-mueller-jqhwe/>. Last accessed on 17 April 2026.

Taylor, Stephen J. (2005). *Asset Price Dynamics, Volatility, and Prediction*. 1st ed. Woodstock, Oxfordshire, England: Princeton University Press.

# metzler currency management

## Ansprechpartner

### **Achim Walde, FRM**

Head of Currency Management Advisory  
069 2104-275  
Achim.Walde@metzler.com



### **Eugenia Buchmüller, CFA**

Currency Management Advisor  
069 2104-238  
Eugenia.Buchmueller@metzler.com



### **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.