

# Währungen als Renditequelle

Wechselkurse werden oft als Risikofaktoren wahrgenommen. Dazu tragen Meldungen über ihren negativen Einfluss auf die Gewinne global tätiger Unternehmen oder besorgniserregende Diskussionen über internationale Währungsspekulanten bei. Auch innerhalb der Vermögensverwaltung werden Finanzanlagen in andere Länder diversifiziert, das entsprechende Fremdwährungsexposure wird meistens als unerwünschtes Risiko betrachtet. In letzter Zeit interessieren sich jedoch institutionelle und private Investoren zunehmend für Währungen als unkorrelierte Renditequelle. Welche Strategien es im Währungsbereich gibt und wie man diese Strategien zu einem Produkt kombinieren kann, wird im folgenden erörtert.



*Von Dr. Oliver Malitius (links)  
Wegelin & Co. Privatbankiers  
St. Gallen*

*und Alex Rohner (rechts)  
Wegelin & Co. Privatbankiers  
St. Gallen*

## **Königsdiziplin der Vermögensverwaltung**

Währungen als unkorrelierte Renditequelle zu erschliessen ist schwierig. Der unüberschaubaren Anzahl von Anleihen- und Aktienfonds steht nur eine

geringe Anzahl von Fonds gegenüber, die in Währungsstrategien investieren. Dies liegt hauptsächlich daran, dass im Währungsbereich keine eigentliche Marktrendite (sog. Beta) vorhanden ist. Es gibt keine Risikoprämie wie z.B. im Aktienmarkt, die langfristig zu einer durchschnittlichen Rendite von 6 bis 9% führt. Diese Prämie kann im Aktienbereich von jedem Investor auch ohne aktives Management erschlossen werden, z.B. über kostengünstige Indexfonds oder ETFs. Im Währungsbereich muss jede Rendite hart erarbei-

tet werden. Sie entspricht somit einem reinen Alpha, d.h. einem aktiven Renditebeitrag des Managers. Um eine Rendite ähnlich der von Aktien zu erzielen, ist neben einem ausgefeilten Handelssystem mit umfangreichen Risikomanagementfunktionen auch ein «Hebel», d.h. Leverage, notwendig. Somit ist klar, dass es sich bei Währungsanlagen in der Regel um alternative Anlagen handeln muss.

Die Schwierigkeit, konstante Renditen zu erzielen, und die kostenintensiven Investitionen in Systeme und

## Korrelation von verschiedenen Währungsstrategien 1997–2007

	G-10 Länder Trend	G-10 Länder Carry	Emerging Markets Carry	Sell Volatility	Buy Volatility	Economic Factor
<b>G-10 Länder Trend</b>	1					
<b>G-10 Länder Carry</b>	-0.01	1				
<b>Emerging Markets Carry</b>	0.01	0.16	1			
<b>Sell Volatility</b>	0.08	-0.13	0.04	1		
<b>Buy Volatility</b>	0.08	0.06	0.00	0.01	1	
<b>Economic Factor</b>	0.01	0.30	-0.13	-0.02	0.17	1

Quelle: Citi, Wegelin; monatliche Daten

Personal schrecken potentielle Fondsmanager ab. Währungsfonds werden deshalb auch als Königsdisziplin in der Vermögensverwaltung bezeichnet.

### Struktureffekte ausnutzen

Entgegen gängiger Vorstellungen basieren erfolgreiche Währungsstrategien nur selten auf Wechselkursprognosen. Auch aktuelle akademische Forschung weist unzureichend auf sinnvolle Handelsstrategien hin. Makroökonomische Modelle, die auf Wirtschaftsindikatoren einzelner Volkswirtschaften beruhen, können Wechselkursbewegungen nur teilweise erklären. Auch Überlegungen zur Kaufkraftparität zwischen den Wechselkursen sind für einen Investor wenig zielführend, da Verschiebungen in der Kaufkraft einzelner Ländern oft über viele Jahre andauern können.

Strukturelle Effekte im Währungsmarkt auszunutzen ist hingegen ein erfolgsversprechender Ansatz. Die Umsetzung erfolgt konsequent mittels quantitativer Methoden und wird durch eine strenge Risikokontrolle begleitet.

Drei Basisstrategien haben sich bisher durchgesetzt: Trend-, Zinsdifferenz- und Volatilitätsstrategien. Bei der Trendstrategie werden kurz- bis mittelfristige Trends in der Veränderung der Wechselkurse berücksichtigt. Die Zinsdifferenzen zwischen einzelnen Ländern nutzen die sogenannten Carry-Strategien aus. Sie beziehen sich meistens auf Währungen entwickelter Länder und selten auf Währungen von Emerging Markets. Noch seltener sind Volatilitätsstrategien, die von einer Veränderung der Volatilität profitieren, da sie eine komplexe Umsetzung mit Optionen erfordern.

### Multi-Strategie-Ansatz

Die Korrelationen zwischen den Strategien sind erstaunlich gering (siehe Tabelle oben). Aus diesem Grund ist es sinnvoll, Investitionen in Währungsstrategien breit zu diversifizieren. Durch einen «Multi-Strategie-Ansatz» kann das Risiko/Rendite-Verhältnis deutlich verbessert werden.

*Die Trendstrategien* versuchen, von der kurz- bis mittelfristigen Veränderung der Wechselkurse zu profitieren. Verschiedene Indikatoren und Modelle werden eingesetzt, um aus der Vergangenheit ein Muster für die zukünftige Kursbewegung abzuleiten. Trendfolgende Wechselkurse weisen Währungspaare vor allem von Regionen mit unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklungen (z.B. zwischen Euro und US-Dollar) aus, im Gegensatz zu Wechselkursen zwischen sich ähnlich entwickelnden Ländern (z.B. Australien und Neuseeland).

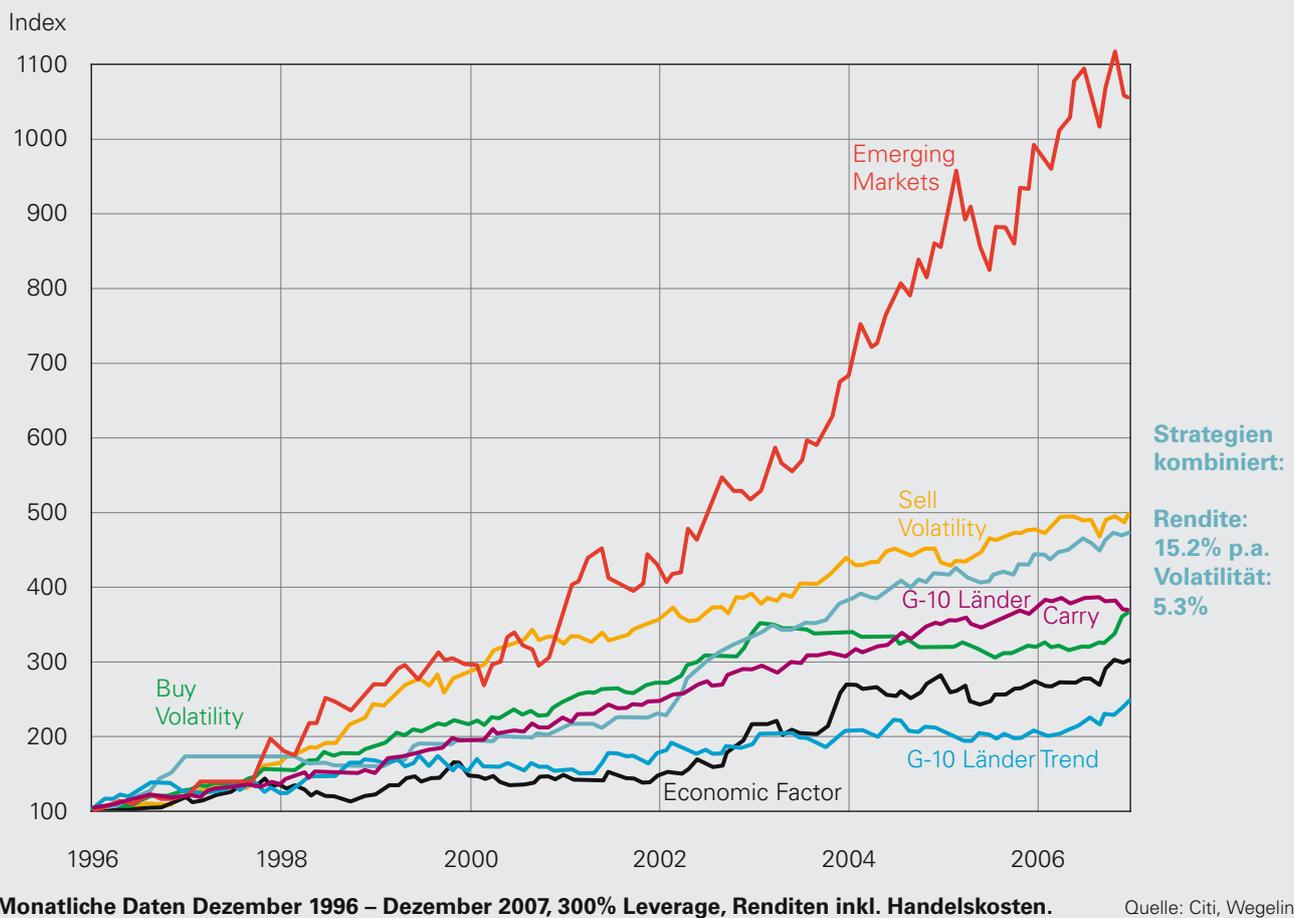
*Die Carry-Strategie* profitiert von Zinsdifferenzen zwischen Währungsräumen. Eine Long-Position wird in einer Währung mit hohen Zinsen eingegangen, finanziert durch Short-Positionen in einer Währung mit tiefen Zinsen. Aufgrund der grossen Zinsdifferenzen waren in letzter Zeit Kombinationen zwischen Yen und Neuseeland-Dollar besonders beliebt. Schlagzeilen über grosse Gewinne, aber auch über plötzliche Verluste, fehlten nicht. Währungspaare mit grossen Zinsdifferenzen sind häufig sehr volatil. Gute Carry-Strategien sind daher über verschiedene Währungspaare diversifiziert. Da in dieser Strategie vor allem der Zinsertrag im Vordergrund steht, muss ein rigoroses Risikomanagement

die Carry-Trades schliessen, sobald die Kursbewegungen der Währungspaare gegenüber den Zinsdifferenzen zu gross werden.

*Die Emerging-Markets-Strategie* ist der Carry-Strategie sehr ähnlich. Long-Positionen werden in Emerging Markets mit hohen Zinsen eingegangen, finanziert durch Short-Positionen meist in Euro oder US-Dollar. Die attraktiven Emerging Markets haben eine Abwertung hinter sich, die realen Zinsen sind hoch und die Währungen haben das Potential zu einer Erholung. Oft weisen diese Länder hohe Rohstoffexporte und positive Zahlungsbilanzen aus. Die Strategie kann somit von hohen Zinsdifferenzen und meist auch von wieder stärkeren Emerging-Markets-Währungen (Long-Positionen) profitieren. Aktuelle Beispiele solcher Währungen sind der brasilianische Real, die türkische Lira oder die indonesische Rupie. Die Volatilität dieser Währungsanlagen ist, wie im Aktienbereich, nach wie vor hoch. Diversifikation und Risikomanagement müssen auch hier gewährleistet sein

*Die Volatilitätsstrategien* hängen nur wenig von Zins- und Wechselkursbewegungen ab. Die Sell-Volatility-Strategie verkauft kurzlaufende Währungsoptionen, wenn die Volatilität, und somit die Prämieinnahmen, hoch sind. In einer ruhigen Marktphase werden in der Buy-Volatility-Strategie günstige und langlaufende Optionen gekauft, um von einem möglichen Anstieg der Volatilität in der Zukunft zu profitieren. Aufgrund der unterschiedlichen Investitionszeitpunkte ergänzen sich die beiden Volatilitätsstrategien optimal.

## Modellergebnisse Citi Wegelin Handelsstrategien 1996–2007



Das Interesse an Wechselkursprognosen ist bei Währungsmanagern ungebrochen hoch. *Ökonometrische Schätzungen* von Wechselkursveränderungen anhand von vorauslaufenden makroökonomischen Indikatoren sind daher oft Bestandteile von Währungsstrategien (Economic Factor Model). Aufgrund der erwähnten eingeschränkten Erklärungskraft der Modelle sind solche Strategien eher als Beimischung geeignet.

### Aufwendiges Management

Generell sind Währungsstrategien aufwendiger im Management als die meisten Aktienstrategien. Die Positionen und die Risikoparameter müssen täglich überprüft werden. Bei einem diversifizierten Ansatz wird auch täglich gehandelt. Der Datenbedarf ist hoch und die operative Umsetzung oft schwierig.

*Leverage* ist bei allen Währungsstrategien ein integraler Bestandteil, um über die Geldmarktrendite hinauszukommen. Die Begründung für Leve-

rage liegt im fehlenden «Beta» und dem Wunsch, nur mit «Alpha» eine aktienähnliche Rendite zu erzielen. Aufgrund des Leverage spielt das Risikomanagement eine zentrale Rolle. Viele Währungsfonds verwenden Risikokennzahlen, die auf historischen Daten basieren, um Krisensituationen anzuzeigen. Neuere Ansätze stützen sich hingegen auf die implizite Volatilität von Währungsoptionen. Im Krisenfall steigen die impliziten Volatilitäten von Optionen sofort an, entsprechend schneller können die einzelnen Strategien auf das veränderte Umfeld reagieren.

Die aktuelle Kreditmarktkrise lenkt die Aufmerksamkeit von Investoren auf das *Gegenparteirisiko*. Gerade Handelsstrategien, die auf Termingeschäften basieren erlauben Fondsstrukturen, die das Gegenparteirisiko für den Investor auf ein Minimum reduzieren. Gut gegliederte Währungsfonds enthalten daher zwei Komponenten, ein «Collateral Portfolio» und ein «Trading Portfolio». Im Collateral Portfolio wird das Kapi-

tal in kurzfristige Anleihen und Geldmarktinstrumente hoher Qualität investiert. Im Trading Portfolio wird gemäss den formulierten Strategien mit Forwards und Optionen gehandelt. Beide Portfolios lassen sich streng getrennt voneinander verwalten.

### Der Ansatz von Citi und Wegelin

Nach mehrjähriger gemeinsamer Forschung und Entwicklung lancierten kürzlich die Citi Foreign Exchange Division und Wegelin Asset Management einen gemeinsamen Fonds, um Währungen als Renditequelle zu erschliessen. Der Fonds besteht aus einem Portfolio der sechs erwähnten quantitativen Handelsstrategien (s. Grafik oben). Citi ist mit dem Trading der Strategien beauftragt, Wegelin mit der Überwachung des Tradings und der Verwaltung des Collateral Portfolios. Der Fonds ist in Euro und Schweizer Franken verfügbar, in Kürze auch in US-Dollar und japanischen Yen.

[www.wegelin.ch](http://www.wegelin.ch) ●