

Historisch positive Renditen unabhängig der Marktlage – Die Performance steht im Vordergrund

Aktiv in Währungen investieren

Von Chris Callan

Den meisten Anlegern ist das Währungsmanagement zur Absicherung von Fremdwährungsgeschäften, auch Hedging genannt, vertraut. In Währungen kann man jedoch auch aktiv als eigenständige Anlageklasse investieren und sie so gezielt als Alternative zu einem Engagement in Obligationen oder Aktien einsetzen. Als solche ist die aktive Devisenanlage eine Strategie, bei der das Erzielen einer Rendite und nicht etwa die Absicherung im Mittelpunkt steht.

Welche Vorteile umfasst die aktive Anlage in Währungen für ein Portfeuille? Welches Renditeprofil kann ein aktives Währungsmanagement bieten? Wie investieren Manager an den Devisenmärkten? Bevor wir uns diesen Fragen zuwenden, soll ein kurzer Blick auf die Grundlagen verdeutlichen, wie die Devisenmärkte funktionieren.

Der liquideste Markt der Welt

Der globale Devisenmarkt ist der grösste und liquideste Markt der Welt. Mit einem täglichen Handelsvolumen von durchschnittlich 3,2 Bio. \$ stellt er den Obligationen- und den Aktienmarkt weit in den Schatten. Zum Vergleich: Der Handel an der New Yorker Börse, dem grössten Aktienmarkt der Welt, beläuft sich auf 70 Mrd. \$ pro Tag, und der US-Bondmarkt bringt es auf ein Tagesvolumen von 500 Mrd. \$ («Currency Markets: Is Money Left On the Table?», Deutsche Bank Global Markets Research, März 2007).

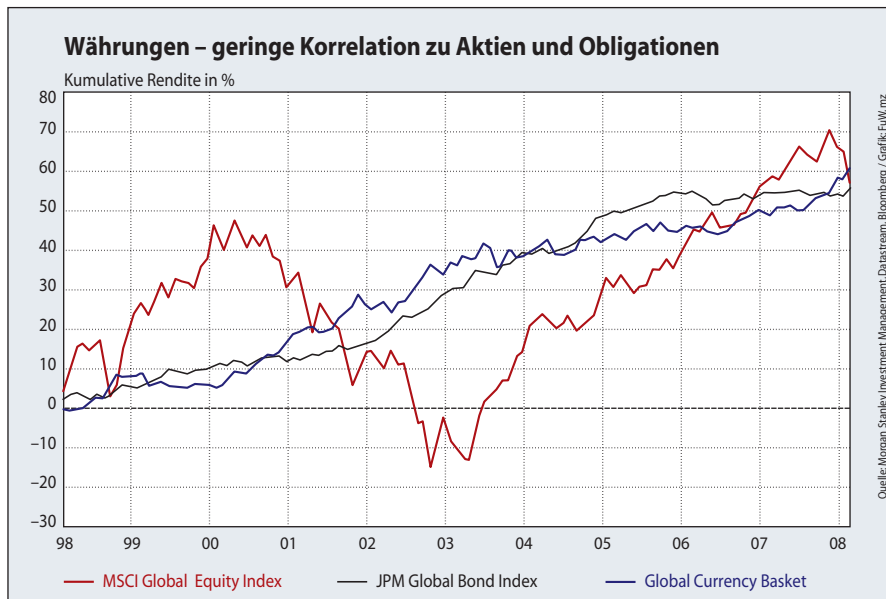
Zu den Teilnehmern an den Devisenmärkten gehören Zentralbanken, Unternehmen, Regierungen, Privatpersonen und andere Institutionen, die mit ihren Engagements zum Teil recht unterschiedliche Ziele verfolgen. Nicht gewinnorientierte Teilnehmer wie Zentralbanken beispielsweise wollen durch Ausweiten oder Verkleinern ihrer Positionen in bestimmten Währungen Risiken abfedern oder geldpolitische Ziele erreichen. Nach Gewinn strebende Marktteilnehmer, wie aktive Währungsmanager, zielen mit ihren Transaktionen auf eine positive Rendite in ihrer Basiswährung ab.

Kursanomalien nutzen

Nicht für alle Teilnehmer an den Devisenmärkten steht also das Erwirtschaften eines Gewinns im Vordergrund. Jüngsten Untersuchungen zufolge machen nicht gewinnorientierte Teilnehmer gar über 50% des Marktes aus, wie Deutsche Bank Glo-

| Rendite und Korrelation 1998 bis 2008 | | | | |
|---------------------------------------|--------------------------------------|------------------------|--------------|---------------------------------------------|
| | Durchschnittliche Rendite p. a. in % | Volatilität p. a. in % | Sharpe Ratio | Korrelation zum Global Currency Basket in % |
| J. P. Morgan Global Bond Index | 5,96 | 4,78 | 1,25 | -3,5 |
| MSCI Global Equity Index | 4,78 | 14,06 | 0,34 | 14,7 |
| Global Currency Basket | 5,39 | 2,81 | 1,92 | 100,0 |

Quelle: Morgan Stanley Investment Management, Datastream, Bloomberg



bal Markets Research im erwähnten Report schreibt. Durch sie aber entstehen Chancen oder Ineffizienzen wie Preis-anomalien, die aktive Währungsmanager zu ihrem Vorteil nutzen können.

Ausgangspunkt der Wirtschaftstheorie zu Wechselkursen ist die Annahme effizienter Devisenmärkte. Der Theorie folgend sollten Terminkurse eigentlich der beste und unverzerrteste Indikator künftiger Kassakurse sein. So weit die Theorie. Die Praxis aber sieht mitunter ganz anders aus. Betrachtet man Devisenkassa- und -terminkurse über einen längeren Zeitraum, so wird deutlich, dass der Handel mit Devisen anders verläuft, als die Theorie vermuten lässt: Terminkurse sind vielmehr recht verzerrte Schätzer. Diese als Forward Rate Bias bezeichnete Anomalie eröffnet eine Chance auf Mehrertrag, die Devisenmanager gezielt zu ihrem Vorteil zu nutzen versuchen.

Devisen werden stets als Währungs-paare gehandelt, zum Beispiel Dollar im Tausch gegen Yen. Jedes dieser Paare korreliert negativ, während sich also die eine Währung aufwertet, sinkt der Wert der anderen. Deshalb kann auch nie der Devisenmarkt als Ganzes fallen und können Devisen unabhängig von der Konjunktur- oder Marktlage mit Gewinn gehandelt werden.

Über die vergangenen 25 Jahre betrachtet kennzeichnet die aus einer Devisenanlage erwirtschafteten Renditen eine geringe Wechselbeziehung mit Aktien- und Anleihenindizes («Currencies – Pensions Saviour», Deutsche Bank Global Markets Research, August 2006).

Zusätzliche Renditequelle

Hinter dieser schwachen Wechselbeziehung – auch Korrelation genannt – verbirgt sich die Tatsache, dass sich die fundamentalen, die Devisenmärkte beeinflussenden Faktoren deutlich von denen unterscheiden, die das Verhalten der Aktien- und Obligationenmarktteilnehmer bestimmen. Genau aus diesem Grund schätzen Anleger das aktive Währungsmanagement zunehmend als wichtige zusätzliche Renditequelle. Denn eine weitere, das Risiko streuende Anlageklasse ist in jedem Portfolio von hohem Wert.

Ein aktives Währungsmanagement fördert langfristig, d. h. seit 1980 betrachtet, systematische Renditen zutage, die mit denen von Anleihen und Aktien vergleichbar, wenn nicht gar besser sind. Das haben Studien ergeben. Zudem ist der Devisenmarkt weitaus liquider als der Aktien- und der Obligationenmarkt.

Ein Engagement am Devisenmarkt wird meist über Transaktionen am Kassa- oder Terminmarkt eingegangen. Transaktionen am Kassamarkt sehen die sofortige, solche am Terminmarkt die zukünftige Lieferung vor. Über die genannten Instrumente können Manager Kauf- oder Verkaufspositionen auf Währungen aufbauen.

Angemessene Risikokontrolle

Das von Managern zum Erzielen einer Rendite aus Währungspositionen eingesetzte Instrumentarium ist sehr umfangreich und reicht von fundamentalen oder makroökonomischen bis hin zu technischen Analysen basierend auf subjektiven oder systemischen Ansätzen. Die Auswahl der richtigen aktiven Strategie fällt daher nicht leicht, denn welcher Stil ist der bessere? Hierauf gibt es keine klare Antwort. Vielmehr kommt es darauf an, Strategie und Geschick des Managers jeweils genau unter die Lupe zu nehmen.

Devisenmanager müssen sich darüber hinaus der Risiken ihres Engagements bewusst sein. Dass sich Investoren in Währungen als zusätzlicher Anlageklasse engagieren, dafür spricht viel, zum Beispiel die geringe Korrelation mit den Aktien- und Anleiheindizes. In Zeiten extremer Marktschwankungen können die üblichen Korrelationen jedoch zusammenbrechen. Um dem entgegenzuwirken, müssen rigorose Risikokontrollen Bestandteil aktiver Devisenstrategien sein.

Konkurrenzfähige Performance

Unsere Untersuchungen zeigen, dass durch Einbinden angemessener Risikokontrollen im Rahmen einer aktiven Devisenstrategie Portfeuille entstehen, die über einen vollen Marktzyklus hinweg eine positive Rendite erzielen – und durch ein angemessenes Risikoprofil überzeugen.

Unser Fazit lautet deshalb: Eine Devisenanlage bietet Pensionskassen zahlreiche Möglichkeiten, ihre Vermögensziele bei gleichzeitig diversifiziertem Risiko zu erreichen. Über den Zeitraum seit 1980 betrachtet zeichnen sich Währungsengagements durch langfristig systematische Renditen aus, die mit denen von Anleihen und Aktien vergleichbar sind oder sie gar überreffen. Pensionskassenverwalter sollten daher Währungen nicht nur als ein zu steuerndes Risiko, sondern zunehmend als attraktive und diversifizierte Renditequelle betrachten.

Chris Callan, Senior FX Portfolio Manager Morgan Stanley Investment Management.

Auslandkommentar

Wendemanöver



Von René Bondt

Das gibt es in der Geschichte immer wieder: scheinbar hoffnungslose Situationen, die Völker in vernichtende Abgründe schauen lassen und dann, fünf vor zwölf, allseits Kräfte zur Umkehr freisetzen. Eben noch drohte Libanon in einer Neuauflage des 1975 bis 1990 dauernden Bürgerkriegs zu versinken, angefangen durch einen eskalierenden Machtkampf zwischen schiitischer Hisbollah, Sunniten und Christen. Während eines halben Jahres unternahm das notorisch handlungsunfähige libanesische Parlament neunzehn vergebliche Anläufe zur Wahl eines Staatsoberhaupts. Anfang Mai wandelte sich der Konflikt zwischen den Volks- und Religionsgruppen zur blutigen Abrechnung, der gegen hundert Menschen zum Opfer fielen. Das Ende der isolierten prowestlichen Regierung Siniora schien nunmehr eine Sache von Tagen oder Stunden zu sein.

Doch über Nacht bemächtigte sich ein Hauch von Vernunft der verfeindeten Lager. Fast einmütig bestimmte die seit einer Ewigkeit nicht mehr produktive libanesische Volksvertretung am Sonntag den 59-jährigen maronitischen Christen und Armeechef Michel Suleiman zum Staatspräsidenten. Suleimans Truppe hatte sich in der jüngsten Krise nicht durch Parteinahme kompromittiert, womit sich der populäre General fast automatisch fürs Spitzenamt empfahl.

Das Kunststück seiner Wahl gelang freilich nicht ohne fremde Hilfe: Die sonst zahnlose Arabische Liga zeigte dank energischer Initiative Kataris für einmal Wirkung und vermittelte einen Kompromiss, der der Regierung des Sunniten Fuad Siniora das politische Überleben garantiert, aber der von Syrien und Iran protegierten Hisbollah eine Sperrminorität im Kabinett sichert. Das ist natürlich ein brüchiges Konstrukt, zumal Siniora Rücktrittsgedanken hegt, jedoch angesichts der brisanten Entwicklung – Nachbar Israel hätte auf längere Sicht kaum passiv zugeschaut – fürs Erste das politische Optimum.

Hinzu kommt, dass aufgrund regionaler Initiativen auch an andern Nahtstellen der Konfliktregion Nahost plötzlich Brücken entstehen, auf denen Taubstumme miteinander ins Gespräch kommen sollen. Ob sich die israelische Regierung dem ägyptischen Überzeugungsversuch beugt und auf dem Weg des indirekten Dialogs mit der Hamas in Gaza eine Feuerpause vereinbart, bleibt abzuwarten. Auch viele jüdische Anhänger eines friedlichen Ausgleichs mit den Palästinensern bekunden Mühe mit der Perspektive, in einer wie auch immer gearteten Weise sich mit «Terroristen» einlassen zu müssen. Ein Novum wäre das allerdings nicht, denn Yassir Arafats PLO genoss in Israel einst denselben zweifelhaften Ruf wie die Hamas heute.

Nach acht Jahren hat Jerusalem bereits sein beredtes Schweigen gegenüber Damaskus gebrochen. Da legt sich die türkische Regierung als Go-between ins Zeug. Kommt der israelisch-syrische Gedankenaustausch in Fahrt, so wird es weniger um das Was als um das Wie gehen: Seit langem liegt Syriens Forderung nach Rückgabe der seit 1967 israelisch besetzten Golanhöhen auf dem POKERTISCH, während der jüdische Staat Syrien aus der Allianz mit Iran, Hisbollah und Hamas herausbrechen möchte. Noch wird hüben wie drüben offiziell die Parole «niemals» ausgegeben, aber das gehört zum Diplomatenhandwerk im Stadium der Verhandlungsouvertüre. Bald werden wir wohl klarer sehen – und dabei möglicherweise entdecken, dass die regionale Betriebsamkeit in Nahost etwas mit dem bevorstehenden Ende der Ära Bush zu tun hat.

Leserbrief

«Aus der Mottenkiste»

FuW Nr. 40 vom 21. Mai

Den Beitrag des Praktikums zu staatlichen Ausgaben und Steuern habe ich mit grosser Zustimmung gelesen, wobei mich die letzte Frage nach dem Verhalten der Steuerzahler besonders fasziniert hat. Zieht der Staat die Steuerschraube unmissig an, dann wird der Steuerzahler natürlich nicht glücklich und

versucht, soweit er noch kann, legal auszuweichen. Wenn es sich lohnt, wird er immer gewisse Schlupflöcher finden, genauso wie das Eichhörnchen und das Murmeltier angesichts der Krähen oder noch grösserer Raubvögel. Fazit: Es gibt dann einen kleineren Steuerertrag als zuvor.

Im Zusammenhang mit der Produktivität, mit der sich der Praktikus ja häufig befasst, kommt mir immer wieder eine andere Frage in den Sinn, die von der Presse tunlichst unterdrückt wird: die Frage nach Wachstum und Gleichgewicht. In früheren Jahrhunderten wurde viel stärker auf Gleichgewicht gesetzt, heute gilt nur noch Wachstum. Ist das richtig in allen Situationen? Ein übertriebenes Wachstum der Technologie hat vor rund sieben Jahren einen Konjunk-

tur- und Börsenumschwung bewirkt, heute ist es die Kreditkrise. Was immer es sei, was den Umschwung auslöst, fest steht, dass es Exzesse sind, die dazu führen. Wäre es dann nicht besser gewesen, das Wachstum abzu-bremsen und Situationen zu vermeiden in denen sich der Frosch zum Ochsen aufbläht? Wir kennen das biblische Beispiel Babylon, um zu wissen, was geschieht, wenn sich der Mensch zum Gott erheben will.

Wolfgang Oppenheimer, Ascona

Kurz notiert

Sarasin aktualisiert Nachhaltigkeitsstudie zum Sportartikelmarkt: Die Hersteller von Sportartikeln haben sich seit 2006 bemüht, die Transparenz in ihren Lieferketten zu erhöhen. Produziert wird überwiegend in Schwellenländern, während die Konzerne sich selbst nur noch um Produktdesign, Marketing und Verkauf kümmern. Im Vergleich mit der Sarasin-Studie von 2006 zeigt sich, dass es Unternehmen wie Adidas, Puma, Nike und Timberland gelungen ist, offener zu informieren. Sie veröffentlichen eine Liste der wichtigsten Zulieferer, Ergebnisse von Lieferanten-audits und -bewertungen. Sie haben auch in der Bewertung die Nase vorn. Noch gilt es gemäss der Studie aber, einiges anzupacken. Auffällig ist, dass Luxusunternehmen wie Hermès, Coach, Luxottica VF Corporation und Yue Yen deutlich schlechter abschneiden. Nachhaltigkeit ist für sie oft noch kein Thema.

