

Effektives Währungsmanagement und seine Bausteine

Oftmals unterschätzen Investoren die Bedeutung der Fremdwährungen bei einem international diversifizierten Vermögen. Mit einem zeitgemässen Währungsmanagement, das verschiedene Komponenten berücksichtigt, ist es möglich, das Rendite- und Risikoprofil von Portfolios gezielt zu verbessern.



*Von Markus Stadlmann
Chief Investment Officer
VP Bank AG, Vaduz*

Mit der Frage des Währungsrisikos sehen sich die meisten Investoren konfrontiert. Noch ist es oft der Fall, dass Absicherungsquoten ohne viel Federlesen festgelegt werden und diese dem angestrebten Risikoappetit der Investoren nur scheinbar angemessen entsprechen. Zu selten werden alle vorhandenen Möglichkeiten des Währungsmanagements konsequent analysiert und eingesetzt.

Wie neue Untersuchungen zeigen, wird über die Währungskomponente eines Portfolios mit internationalen Vermögenswerten am besten gesondert – ob aktiv oder passiv – disponiert. Drei Gründe sprechen hauptsächlich für ein separates Währungsmanagement:

1. Zusätzliches Potential für eine Outperformance gegenüber dem Benchmark oder dem absoluten Ertragsziel des Portfolios
2. Möglichkeit zur Volatilitätsverminderung von absoluten und relativen Portfolioerträgen
3. Begrenzung des Verlustpotentials

Nachfolgend stellen wir verschiedene Bausteine eines zeitgemässen Währungsmanagements vor. Der unserer Ansicht nach beste Weg zur Reduzierung der Volatilität und des durch Währungspositionen entstehenden Verlustrisikos ist passiver Natur. Mit aktivem Währungs-Overlay besteht zudem die Chance, allenfalls Zusatzerträge zu erzielen. Dieser Ansatz kann für grössere Vermögen erfolgreich angewandt werden.

Ineffizienzen bieten Chancen

Zwischen 1980 und 2005 lag der durchschnittliche Jahresertrag der wichtigsten Währungen bei mageren 0,1% pro Jahr. Demgegenüber weisen Währungsmärkte alle wesentlichen Grundvoraussetzungen für den Erfolg im Rahmen einer aktiven Bewirtschaftung auf. Es sind dies:

- erkennbare Informationsineffizienzen
- der Fortbestand dieser Ineffizienzen im Zeitverlauf
- geringe Transaktionskosten

In den Währungsmärkten zeigt sich Effizienz bzw. Ineffizienz auf zwei Arten: erstens über die Marktmechanis-

men, die sich auf die Markttiefe und den vorhandenen Liquiditätsgrad beziehen; beide sind bei Währungen sehr hoch. Zweitens ist die Informationsverarbeitung entscheidend. Diese manifestiert sich im Verbreitungsgrad und in der Verbreitungsgeschwindigkeit von Neuigkeiten. Viele Investoren werden überrascht sein, zu hören, dass Währungsmärkte nicht einmal eine geringfügige Informationseffizienz aufweisen.

Obwohl die hohe Marktliquidität mit einem täglichen Umsatz von weltweit 1900 Mrd. US\$ eines der markantesten Merkmale der Devisenmärkte ist, ist sie ein zweischneidiges Schwert. Auf der einen Seite ermöglicht die sehr hohe Liquidität eine schnelle und kostengünstige Umsetzung von Währungsstrategien. Auf der anderen Seite existieren aber keine Liquiditätsprämien, die durch strategisches Halten von Devisen abgeschöpft werden könnten, um so eine Zusatzrendite zu erwirtschaften.

Demgegenüber ist das dauerhafte Bestehen von spezifischen Informationsineffizienzen ein charakteristisches Phänomen der Währungsmärkte, das ausgenutzt werden kann. Von entscheidender Bedeutung für den Fortbestand dieser Tatsache sind die Motive und Aktionshorizonte der Marktteilnehmer. Denn nur ein äusserst geringer Teil des täglichen Devisenumsatzes ist auf Währungs-Overlay zurückzuführen. Das ist wichtig, denn falls die von aktiven Währungsmanagern angewandten Techniken bestimmender Einfluss gewinnen, würden die Ineffizienzen rasch verschwinden. Bis heute ist das nicht der Fall.

Passives Hedging versus aktives Währungsmanagement

Viele Investoren, die mit einem langfristigen Währungsertrag von Null kal-

kulieren, sind erstaunt, wenn sie feststellen, dass Währungs-Overlay erfolgreich sein kann. Auch wenn Währungen per se keine langfristigen Renditen abwerfen, zeigen sie zumindest kurzfristig starke Schwankungen. Konsequenz daraus müsste sein, dass das Eingehen eines angemessenen Währungsengagements für jeden Investor ein Schlüsselement im Rahmen der Festlegung der Risiko- und Renditepräferenz darstellt.

Die Entscheidung, einen ungesicherten, teilweise oder vollständig währungsgesicherten Benchmark zu verwenden, hängt von mehreren Faktoren ab. Zentral sind die Eigenschaften der Heimwährung, die Gewichtung der internationalen relativ zu den inländischen Portfolioanteilen des Investors und die Frage, in welchem Umfang der Einfluss der Währungsvolatilität auf die gesamten internationalen Erträge begrenzt werden soll. In Abhängigkeit von diesen strategischen Überlegungen erweist sich für die meisten Anleger ein teilweise währungsgesicherter Benchmark als die richtige Wahl.

Währungssicherung über die Portfoliostruktur

Ist die Erreichung eines positiven Ertragsziels über die Investmentperiode (Absolute- oder Total-Return-Approach) das Ziel eines Investors, kann die Währungssicherung gemeinsam mit der Vermögensstruktur eines Portfolios optimiert werden. Je nach Referenzwährung und Anlagehorizont ergeben sich unterschiedliche Absicherungsquoten. In einem ersten Schritt werden Risiko- und Renditeerwartungen für alle Anlagekategorien erarbeitet. Danach gilt es, Investmentziele zu definieren, um daraus die Vermögensstruktur und die Sicherungsquote zur Minimierung des Verlustrisikos des Portfolios abzuleiten.

Eine allgemeine Aussage kann aus der integrierten Betrachtung von Markt- und Währungsrisiken abgeleitet werden: Nur bei einem sehr langen Anlagehorizont zahlt sich offenes Währungsrisiko aus. Wenn der Anlagehorizont weniger als vier Jahre beträgt, empfiehlt es sich, alle Fremdwährungspositionen strategisch vollständig abzusichern.

Nutzen von Währungs-Overlay

Mit dem Ansatz, Währungen als separate Anlageklasse zu betrachten, sind für Investoren zwei Vorteile verbunden:

- Vertiefung und damit Verbesserung der strategischen Asset Allocation
- Schaffung zusätzlicher Ertragspotentiale durch die Nutzung taktischer Chancen auf den Währungsmärkten

Erfolg und Misserfolg im aktiven Währungsmanagement beginnen mit dem typischen Kreislauf der Informationsverwertung, der für alle Anlageklassen ähnlich ist. Informationsineffizienzen werden zunehmend bekannter und dementsprechend ausgenutzt. Am Ende setzt Arbitrage die Informationsineffizienzen ausser Kraft. Erfolgreiche aktive Währungsmanager bedienen sich daher weitgehend unbekannter Ineffizienzen, ergreifen Chancen frühzeitiger oder machen sich Ineffizienzen zunutze, die andere Marktteilnehmer nicht berücksichtigen können. Währungs-Overlay sollte sich auf die letztgenannte Möglichkeit konzentrieren, da viele Marktteilnehmer (Banken, Handels- und Industrieunternehmen) aufgrund externer Beweggründe agieren und weil die Struktur der Devisenmärkte stabil ist.

Solange Währungs-Overlay nur einen kleinen Teil des weltweiten Devi-

senhandels ausmacht, können aktive Manager weiterhin entsprechende Zusatzrenditen erwirtschaften. Eine Reihe von Studien untermauert diese These. Performanceuntersuchungen haben gezeigt, dass typischerweise eine (zusätzliche) Jahresrendite von 1 bis 2% erzielt werden kann. Für nicht in US-Dollar denominierte Portfolios lag der Wert am unteren Ende dieser Spanne.

Risikobereitschaft bestimmt die Strategie

In Theorie und Praxis kann aktives Währungsmanagement Zusatzerträge für ein global diversifiziertes Vermögen schaffen. Der aktive oder passive Ansatz für das Währungsmanagement eines Anlegers sollte primär auf seine Risikobereitschaft zugeschnitten sein. Falls eine Entscheidung für Währungs-Overlay getroffen wird, wird dieses idealerweise als gesondertes und das gesamte Vermögen umfassendes Programm aufgesetzt.

Verfolgt ein Investor in punkto Währungsmanagement einen passiven Ansatz, sollte für jedes einzelne Mandat eine feste Absicherungsquote als Bezugsgrösse definiert sein. In Abhängigkeit von Berechnungsmethode und Heimwährung liegt die optimale Absicherungsquote für die meisten global diversifizierten Portfolios zwischen 60 und 80%. ●

Aktives Management, passives Management, Währungs-Overlay

Aktives Management

Aktives Management beruht auf der Vorstellung, dass der Manager auf der Basis seiner Währungsprognosen gezielt einzelne Währungen absichert und damit einen positiven Renditebeitrag leistet. Neben einer Verminderung des Währungsrisikos entsteht damit die Möglichkeit, das Potential von Währungsaufwertungen zu nutzen.

Passives Management

Im passiven Management werden keine Währungsprognosen erstellt, sondern es wird nur das nicht gewünschte Währungsrisiko abgesichert. Der Anteil der abzusichernden Fremdwährungspositionen wird durch Absicherungsquoten oder mittels einer Optimierung, mit der die Beziehung zwischen Währungen und den übrigen Anlageklassen berücksichtigt wird, bestimmt.

Währungs-Overlay

Währungs-Overlay ist ein Lösungsansatz zur Währungsabsicherung, bei dem ein spezialisierter Manager, ausgehend von der bestehenden Währungsaufteilung eines internationalen Portfolios, eine gezielte Absicherung von Fremdwährungspositionen vornimmt. Er stülpt dem Portfolio de facto eine neue Währungsstruktur über. Dies kann aktiv, passiv oder in Mischform erfolgen.