

# Währungsmanagement: Das Gebot der Stunde

Infolge des SNB-Entscheids ist eine aktive Bewirtschaftung von Währungsrisiken wichtiger denn je!

Am 15. Januar 2015 gab die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Aufgabe der Untergrenze für den Euro zum Schweizer Franken bekannt. Sie begründete diesen Schritt mit der zu erwartenden expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Aufgrund der historisch niedrigen Kerninflationsrate in Europa (zu diesem Zeitpunkt +0.6%) liess die EZB schon früh erkennen, dass sie in absehbarer Zeit Staatsanleihen aufkaufen und vermehrt Euro in den Geldkreislauf bringen würde. Die SNB wäre somit gezwungen gewesen, in noch grösserem Ausmass Euro aufzukaufen. Ihre Bilanzsumme hätte schon bald das jährliche Bruttoinlandsprodukt der Schweiz überschritten. Nach Bekanntgabe der Abkehr vom Euro-Mindestkurs fiel der Wechselkurs um mehr als 20% und notierte zeitweise unterhalb der Parität. Um den Euro indirekt zu unterstützen und Kapitalflüsse in die Schweiz unattraktiver zu gestalten, senkte die SNB zeitgleich das Zielband für den 3-Monats-LIBOR auf -1.25% bis -0.25%. Negativzinsen gab es in der Schweiz schon einmal. Im Jahr 1978/79 sank der Tomorrow Next Zinssatz (ein Zinssatz für eintägige Ausleihen unter Banken) bis auf -0.288%. Im Unterschied zur damaligen Situation zeigen jüngste Studien der SNB, dass nicht ausländische Kapitalgeber ihr Geld in Schweizer Franken anlegen. Vielmehr sind es Schweizer Anleger, die ihr Vermögen in die Schweiz zurückholen. Die eingeführten Negativzinsen sollen diese Entwicklung mindern und die Attraktivität von Fremdwährungen erhöhen. Sinken die Zinsen weiter, würde sich der Druck auf Schweizer Anleger abermals erhöhen, ihr Geld in einer oder mehreren Fremdwährungen anzulegen.

## Währungen aktiv bewirtschaften

Unter diesen Gesichtspunkten gewinnt das Währungsmanagement immer mehr an Bedeutung. Vor allem die Prognose der Bewegungsrichtung einer Währung steht dabei im Fokus.

Im Folgenden wollen wir eine Möglichkeit aufzeigen, wie ein Indikator für die Bewegungsrichtung eines Wechselkurses entwickelt werden kann. Unser Vorgehen erhebt aber keinesfalls den Anspruch auf Vollständigkeit. Vielmehr soll es einen Einblick geben, wie im Rahmen des Portfolio Managements Fremdwährungsrisiken bewirtschaftet werden können.

Um einen Indikator für die Bewegungsrichtung zu entwickeln, gilt es zunächst, den „sicheren Hafen“ in einem Wechselkurspaar zu definieren. In Wechselkurspaaren mit dem Schweizer Franken sehen wir diesen als sicheren Hafen. In einem nächsten Schritt betrachten wir verschiedene theoretische Erklärungsansätze für Wechselkursgleichgewichte. In der Praxis zeigt sich, dass einige dieser Erklärungsversuche

in vielen Marktphasen funktionieren, jedoch nicht in allen. Es erscheint uns daher als klug, sich über verschiedene Erklärungsansätze zu diversifizieren.

## Drei Arten von Erklärungsansätzen

Konkret unterscheiden wir zwischen drei Arten von Erklärungsansätzen: (1) Theoretische Ansätze der Fachliteratur, (2) Fundamentaldaten und (3) die technische Analyse.

In der Fachliteratur sind vor allem zwei theoretische Ansätze verbreitet: Die „Relative Kaufkraftparität“ und der „Carry Trade“. Betrachten wir zunächst die relative Kaufkraftparität. Sie vergleicht die Inflationsraten zweier Länder. Die Theorie besagt, dass die Währung eines Landes mit der höheren Inflationsrate gegenüber der Währung des Landes mit der niedrigeren Inflation um die Inflationsdifferenz abwertet. Über die kurze Frist zeigt sich jedoch, dass der Erklärungsgehalt der relativen Kaufkraftparität für Wechselkursveränderungen begrenzt ist. Vielmehr eignet sie sich für die Einschätzung langfristiger Wechselkursstrends.

Der zweite prominente Ansatz der Fachliteratur ist der sogenannte „Carry Trade“. Dieser setzt die Zinssätze zweier Länder in Relation. Dabei nimmt der Anleger in einem Land mit niedrigen Zinsen Geld auf und investiert es im jeweils anderen Land zu einem höheren Zinssatz. Die Zinsparität würde dabei einen Ausgleich der Zinsdifferenz durch eine entgegengesetzte Wechselkursbewegung erwarten lassen. In der Praxis zeigt sich allerdings, dass dies nicht immer zutrifft. In vielen Fällen sinkt zwar der Wechselkurs des Landes mit dem höheren Zins, aber nicht im vollen Ausmass der Zinsdifferenz. Im Rahmen unseres Indikators berechnen wir die risikoadjustierte Zinsdifferenz über die kurze und die lange Frist. Dabei investieren wir in die Fremdwährung, wenn die risikobereinigte Zinsdifferenz über ihrem langfristigen Durchschnitt liegt, und in die Währung des sicheren Hafens im anderen Fall.

In der zweiten Kategorie, den Fundamentaldaten, fokussieren wir auf wechselkursrelevante makroökonomische Grössen. Zu diesen gehören die Entwicklung der Bilanzsummen der Zentralbanken, Leistungsbilanzsaldi, das Wirtschaftswachstum in Form der Industrieproduktion und die aggregierten Gewinnüberraschungen der Unternehmen beider Länder. Je nach Stärke oder Veränderung der Fundamentaldaten präferieren wir die eine gegenüber der anderen Währung.

Die dritte Klasse der Erklärungsansätze bildet die technische Analyse. Innerhalb dieser betrachten wir verschiedene quantitative Ansätze der Statistik und Verhaltensökonomik. So zum Beispiel gleitende Durchschnitte eines Währungspaares. Etabliert sich über die Zeit ein Trend, bevorzugen wir

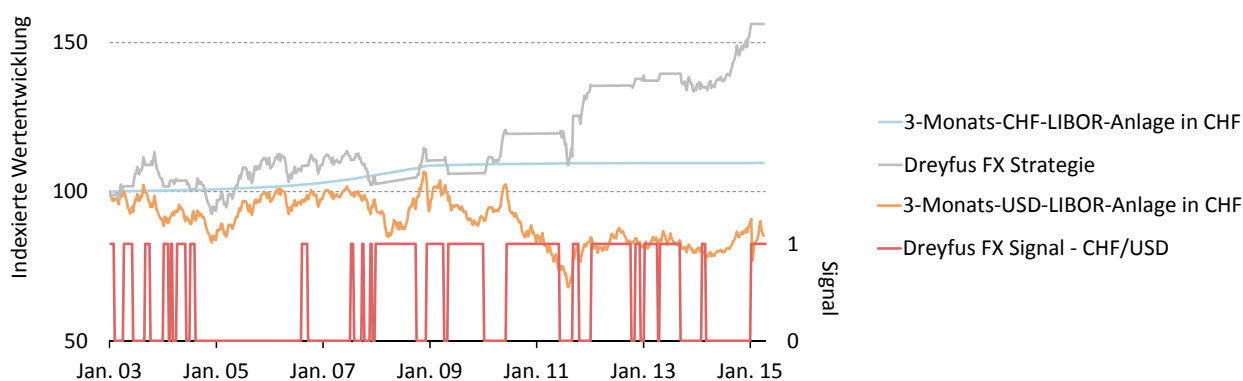
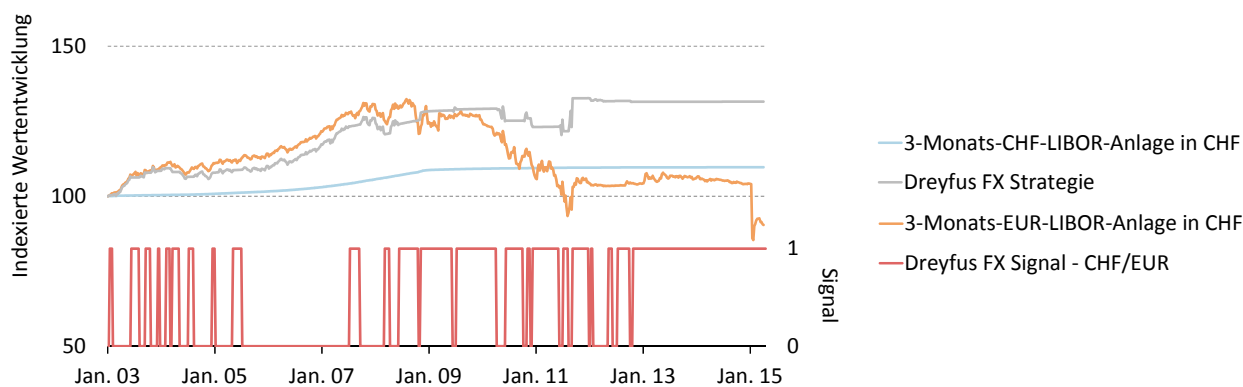
die Währung mit der jüngst positiven Entwicklung. Die Subindikatoren einer jeden Kategorie generieren ein binäres Signal, 0 oder 1. Es ist 0, wenn die Fremdwährung vorgezogen wird, 1 hingegen, wenn Risiken auftreten und der sichere Hafen aufgesucht werden sollte. Durch Aggregation der Signale in Form einer einfachen Mittelwertberechnung resultiert ein Indikatorwert zwischen 0 und 1. Ist der Indikator kleiner oder gleich 0,5, sollte in die Fremdwährung investiert werden. Übersteigt er diesen Schwellenwert, empfiehlt es sich, in die Währung des sicheren Hafens zu investieren.

### Deutlicher Renditevorsprung

Dieses System haben wir auf verschiedene Währungspaare angewendet. Ungeachtet der Währung sind alle Subindikatoren, Entscheidungsregeln und Aggregationsregeln vollkommen identisch. Einzig bei Währungspaaren mit dem

Schweizer Franken als sicherer Hafen ist die technische Analyse nur bedingt aussagekräftig, weswegen wir sie hier vernachlässigen.

Im Ergebnis zeigt sich, dass ein Portfolio, welches in der Folgewoche in die angezeigte Währung investiert, ein deutlich besseres Ergebnis erzielt als eine permanente Fremd- oder Heimwährungsanlage. Veranschaulicht ist dies für die Wechselkurspaare CHF/EUR in Grafik 1 und CHF/USD in Grafik 2. Die linke Skala zeigt die Wertentwicklung einer Handelsstrategie auf Basis des Dreyfus FX Indikators sowie einer permanenten Fremd- und Heimwährungsanlage. Die rechte Skala zeigt das zwischen 0 und 1 oszillierende Signal, welches auf dem Indikator basiert. Es zeigt an, welche Währung bevorzugt wird, 1 für CHF und 0 für die jeweilige Fremdwährung. Aktuell signalisiert unser Indikator für beide Wechselkurspaare eine Präferenz für Schweizer Franken.



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers  
 Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz  
 Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38  
 contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch