

Währungen bergen zusätzliches Diversifikationspotenzial

Multi-Modell-Ansatz erhöht die Stabilität der Renditen – Attraktivität quantitativer und vor allem Trend folgender Ansätze dürfte weiter steigen

Börsen-Zeitung, 10.10.2009
Währungen bieten aufgrund von Ineffizienzen – auch in den liquiden G10-Währungen – attraktives Performance-Potenzial für Investoren. Als Grund für die Ineffizienzen wird oftmals insbesondere das Agieren wenig oder nicht preissensitiver Marktteilnehmer wie beispielsweise „Hedgern“ oder Zentralbanken angeführt. Auch nach gelagerte Folgedevisentransaktionen zum Beispiel aus Auslands-Investments, dem Reiseverkehr oder Geschäften in auf eine Fremdwährung fakturierten Gütern, können wenig preissensitiv sein und damit zu verzerrten Marktpreisen für Währungen führen.

Weitgehend unkorreliert

Durch das Vorhandensein einer Vielzahl solcher Transaktionen ohne direkte Gewinnerzielungsabsicht hat sich der Währungsmarkt zu einem idealen Marktplatz für quantitative Handelsstrategien und trendfolgende Strategien im Besonderen entwickelt. Währungen haben zudem den Vorteil, mit anderen Assetklassen weitgehend unkorreliert zu sein, und bergen dadurch zusätzliches Diversifikationspotenzial im Kontext klassischer Portfolios.

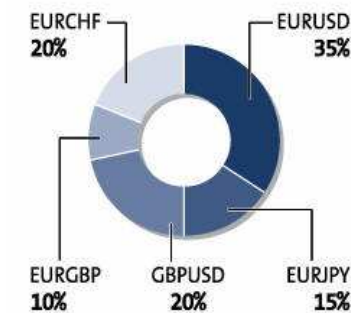
Die Strategien im Bereich Währungsmanagement konzentrierten sich in der Vergangenheit insbesondere auf den Bereich der Carry Trades. Durch die intuitiv und leicht verständliche Funktionsweise dieser Strategie hat sich in den Portfolien der Investoren ein gewisser „Style Bias“ hin zu Carry-Strategien etabliert. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich jedoch gezeigt, dass „typische“ Carry-Währungen wie JPY und CHF, die die Carry Trader verkauft haben, jüngst aufwerten konnten und zum anderen viele Notenbanken die Leitzinsen soweit senkten, dass die Attraktivität dieser Trades gesunken oder gänzlich verschwunden ist. Viele Manager haben dadurch innerhalb weniger Monate ihren langjährigen Track Record zu Nichte gemacht.

Vielorts stellt sich mittlerweile die Frage nach Möglichkeiten eine Diversifizierung der „Alpha-Quellen“ über verschiedene Ansätze hinweg herbeizuführen. Eine Möglich-

keit hierfür könnte beispielsweise eine rein systematische, momentumbasierte Strategie, wie sie im Asset Management der Berenberg Bank umgesetzt wird, sein.

Dieser Ansatz stellt die Preisinformation ins Zentrum der Analyse. Marktineffizienzen, die systematisiert und nutzbar gemacht werden, sind hierbei anhaltende Preistrends

Asset Allokation im Berenberg Currency-Alpha-Universal-Fonds



© Börsen-Zeitung Quelle: Berenberg Bank

in den jeweiligen Währungspaaren. Trends treten im Allgemeinen in allen Währungspaaren periodisch auf und bieten Opportunitäten für eine aktive, systematische und diversifizierte Handelsstrategie. Das ideologische Erklärungsgerüst hierfür liefert die Behavioral Finance. Diese ist ein relativ neuer Zweig der Finanzwissenschaft, welche die Synthesisierung von verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnissen in die moderne Finanzmarkttheorie zum Ziel hat. Ihre zentrale Aussage: Marktteilnehmer agieren nicht rational, ihr Verhalten ist vielmehr von verschiedenen Anomalien geprägt, die sich in Marktpreisen widerspiegeln. Diese Ineffizienzen werden nachhaltig durch eine Modellarchitektur bestehend aus verschiedenen Einzelmodellen identifiziert und durch Long- bzw. Short-Positionierungen in den Währungspaaren genutzt.

Im Gegensatz zu diskretionären Managementansätzen bietet die rein systematische Entscheidungsarchitektur dabei eine hohe Konsistenz und Wiederholbarkeit aller getroffe-

nen Entscheidungen. Subjektiv gefärbte Handlungen auf Grundlage des „Bauchgefühls“ werden prinzipiell vermieden. Auch kann durch den Einsatz einer quantitativen Modellarchitektur in Verbindung mit einem Teamansatz in Bezug auf die Entwicklung und Überwachung der Modellarchitektur das Risiko des Ausfalls von Schlüsselpersonen (Key-Man-Risk) reduziert werden. Dieser Sachverhalt hat insbesondere bei institutionellen Kunden zur stärkeren Verbreitung von quantitativem Asset Management geführt.

Durch die Nutzung verschiedener Modelle für unterschiedliche Zeitcluster können diverse Marktanomalien systematisiert und genutzt werden. Somit wird das Verhalten kurz-, mittel- und langfristig orientierter Marktteilnehmer modelliert, systematisiert und im Kontext eines konsistenten Ansatzes zu einer Handelsstrategie verdichtet. Der Multi-Modell-Ansatz erhöht die Stabilität der Renditen und kann dabei die Volatilität der Gesamtposition verringern. Durch die Einbindung unterschiedlicher Modelle für verschiedene Währungspaare erfolgt zudem eine Risikodiversifikation auf Ebene der Entscheidungsarchitektur. Die Charakteristik dieser Modellarchitektur kann als weitgehend trendfolgend angesehen werden. Die Einzelmodelle können prinzipiell hinsichtlich der Handelshäufigkeit, der Handelssensitivität, der Modellzustände und der Inputparameter unterschieden werden.

Die obige Abbildung verdeutlicht exemplarisch die Funktionsweise des beschriebenen quantitativen Ansatzes für die Komponente Euro gegen US-Dollar für das Jahr 2008.

Das Schaubild zeigt drei wesentliche Elemente: Die Entwicklung des Wechselkurses Euro gegen US-Dollar (schwarze Linie), die Reaktion der Handelsmodelle auf diese Entwicklung, also die Positionierung der Modelle im Zeitablauf (blaue/graue Fläche) und schließlich die Handelserträge aus der Umsetzung der Strategie (rote Linie, indiziert).

Es wird deutlich, dass die Aufwertung des Euro gegen den US-Dollar Anfang des Jahres bis Mitte April von den Modellen gut antizipiert wurde. Die Modelle waren zunächst

hin und her gerissen und es wurden kleinere Long-Euro-, dann wieder Short-Euro- Positionen aufgebaut. Schließlich positionierten sich die Modelle jedoch „bullish“ auf den Euro und es wurde von der nun folgenden Aufwertung des Euro in hohem Maße profitiert. Typischerweise muss sich ein Trend erst etablieren, bevor auf diesen „aufgesprungen“ werden kann, was in dieser Phase zur Folge hatte, dass nicht die gesamte Aufwertung des Euro gewinnbringend mitgenommen werden konnte. Im nun folgenden Seitwärtsmarkt, der bis Anfang August anhielt, haben die Modelle fast kontinuierlich Verluste hinnehmen müssen. In einem richtungslosen Markt positionierten sich die Modelle häufig neu, „sahen“ Opportunitäten auf einen abwertenden Euro, dann wieder aufwertenden Euro aufzuspringen, mit dem Ergebnis, dass sich der Wechselkurs in die entgegengesetzte Richtung entwickelte und bestehende Positionen aufgelöst (ausgestoppt) wurden. Diese ruhigen Marktphasen kosteten die Strategie unwillkürlich Performance, da sich eine Vielzahl von kleinen Verlusten („Loss Trades“) aneinander reihte.

Anfang August brach der Euro jedoch nach unten aus und wertete von 1,53 US-Dollar je Euro bis Mitte November auf 1,24 US-Dollar je Euro ab. Sehr schnell waren die Modelle richtig positioniert und konnten von der anhaltenden Euro-Schwäche profitieren, was zu entsprechenden Gewinnen (ausgedrückt durch die rote Linie) führte. Auch die rasche Gegenbewegung Mitte Dezember (bei der der Euro zeitweise wieder auf ein Niveau von 1,47 aufwertete) wurde schnell erkannt und mit geeigneter Long-Euro-Positionierung im Sinne der Strategie verwertet.

Festzuhalten bleibt, dass Seitwärtsmärkte mit hoher Schwankungsbreite im Rahmen eines Trendfolgenden Managementansatzes zu mehr oder weniger ausgeprägten Handelsverlusten führen, diese jedoch von periodisch auftretenden erheblichen Marktbewegungen überkompensiert werden können. Insbesondere im Währungsbereich war in den letzten Jahren eine Zunahme solch starker Marktbewegungen zu beobachten, was die Attraktivität quantitativer und insbesondere Trendfolgender Ansätze weiter stei-

gern sollte. Seit dem 21. August 2009 wird die zuvor in institutionellen Mandaten umgesetzte Strategie auch als Publikumsfonds angeboten (Berenberg Currency-Alpha-Universal-Fonds). Die nebenstehende Abbildung gibt einen Überblick über die Asset Allokation des Fonds, der eine Long/Short-Strategie in ausgewählten liquiden Währungen verfolgt.

Die Gewichtung der Assetklassen erfolgt unter Berücksichtigung von Liquiditätsaspekten in den verschiedenen Währungspaaren. Das Risikobudget der Strategie wird über verschiedene Währungen und quantitative Modelle hinweg verteilt. Die Strategie soll im langfristigen Durchschnitt eine Rendite von Drei-Monats-Euribor + 350 Basispunkte erwirtschaften. Insbesondere bei starken Bewegungen an den Währungsmärkten ist mit nachhaltig positiven Wertbeiträgen zu rechnen.

.....
 Andreas Naumann, Leiter Investment Advisory bei der Berenberg Bank und Florian Zwiesler, Leiter Currency & Commodity Management bei der Berenberg Bank

Wertentwicklung EURUSD und Modellexposure 2008

