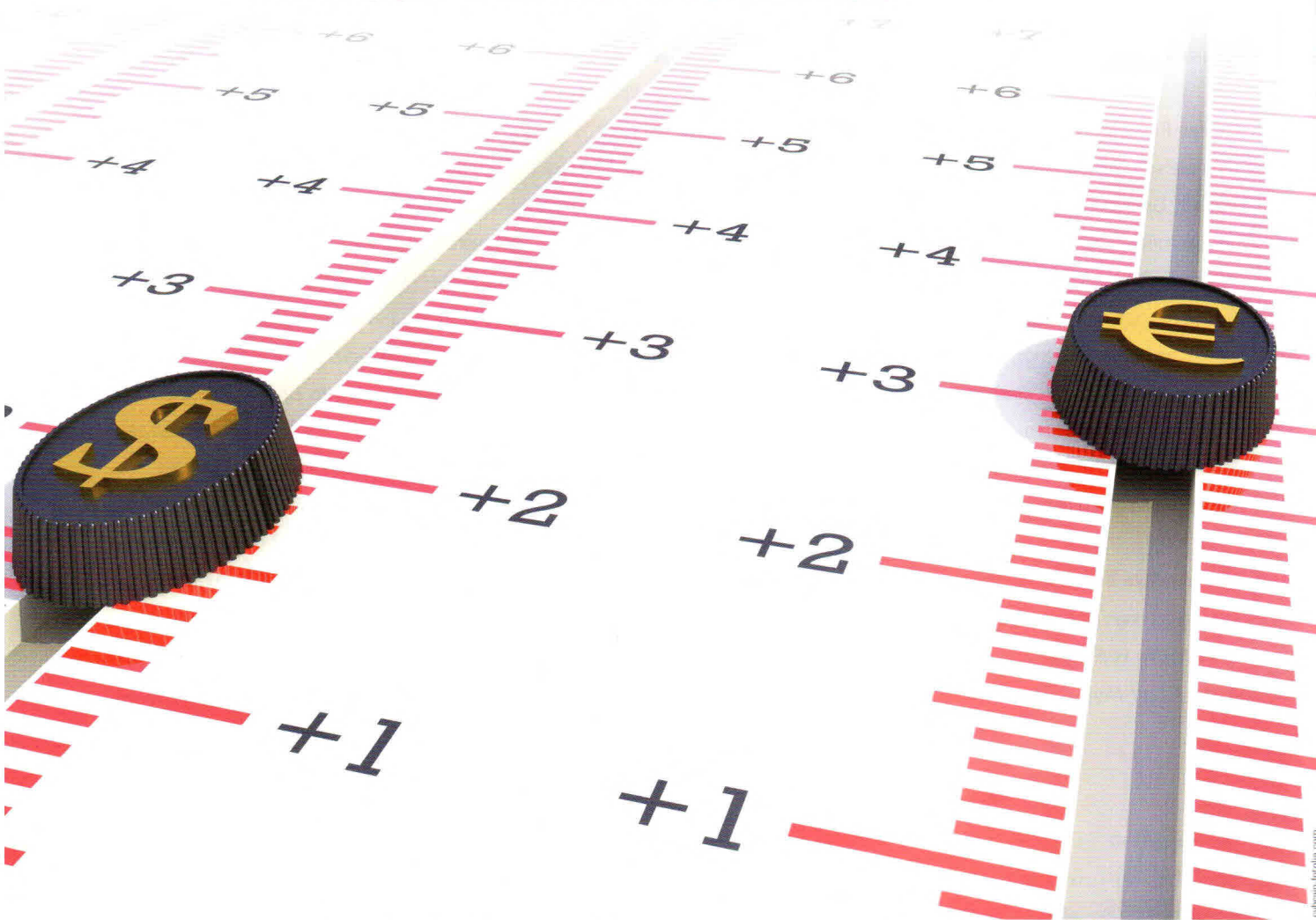


## WÄHRUNGSSTRATEGIEN ALS AKTIVE RENDITEQUELLE IN DER TAKTISCHEN ASSET-ALLOKATION



Währungsschwankungen beeinflussen die Wertentwicklung von international ausgerichteten Aktien- und Rentenportfolios in erheblichem Maße und werden daher im Rahmen der taktischen Asset-Allokation meist nur als Risikofaktor wahrgenommen. Doch Währungen können auch eine von Aktien- und Rentenmärkten unabhängige Renditequelle darstellen. Im Folgenden stellen wir ein Handelssystem vor, welches auf Basis von Geldmarkt-ETFs in Fremdwährungen eine Alpha-Quelle in jedem aktiv gemanagten Portfolio darstellt.

### Währungsschwankungen als Risikofaktor

Währungsschwankungen können die Performance eines international ausgerichteten Aktienportfolios positiv oder negativ beeinflussen, erhöhen also die Volatilität und werden daher, im Sinne der klassischen Kapitalmarkttheorie, als Risikofaktor betrachtet.

Im Rentenbereich sind höhere Zinsen im Ausland und eine Verbesserung der Diversifikation meist die ausschlaggebenden Gründe für eine Fremdwährungsanlage. Doch auch hier werden Währungsschwankungen in erster Linie als Risikofaktor betrachtet, der den Zinsvorteil zunichtemachen könnte.

Auf Ebene des Gesamtportfolios versuchen Portfolio-Manager, Klumpenrisiken in bestimmten Währungen zu vermeiden und im Rahmen eines Währungs-Overlays je nach Markteinschätzung die Währungsrisiken abzusichern. Eine aktive Nutzung der Währungsschwankungen als unabhängige Renditequelle, also die systematische Steuerung des Währungsexposures zum Zwecke der Gewinnerzielung, findet nur selten statt.

### Währungsschwankungen als Chance

**Abbildung 1** zeigt im Vergleich die Entwicklung des DAX und Dow Jones mit der des EUR-USD-Währungspaares. Dabei wird deutlich, dass Währungen auf langfristige Sicht keine „Risikoprämie“ zahlen, also keine Beta-Performance im Sinne der klassischen Kapitalmarkttheorie zeigen. Mit anderen Worten, Währungen langfristig zu halten ist ein Nullsummenspiel. Doch Währungen entwickeln sich unabhängig von anderen Anlageklassen, diversifizieren also ein Portfolio entsprechend und können daher als eigene Asset-Klasse gesehen werden. Zwar sind Währungspaare, wie oben erläutert, als Buy-and-Hold-Investments nicht geeignet, aber innerhalb der taktischen Asset-Allokation können sie durchaus als Alpha-Quelle dienen – ein erfolgreicher Handelsansatz vorausgesetzt.

**Abbildung 1: Währungen entwickeln sich unabhängig von anderen Anlageklassen, haben aber kein eigenes „Beta“.**



Quelle: Oliver Paesler, Captimizer

### Direkte Ansätze zur Generierung von Währungsgewinnen

Dem Portfolio-Manager sowie dem Privatanleger stehen verschiedene Instrumente zur Verfügung, um aktiv Währungen zu handeln.

Mit Futures, CFDs oder Optionen ist ein hoher Hebel möglich und es existiert eine große Auswahl an Währungspaaren. Zu beachten ist im Futures-Bereich prinzipiell die Rollproblematik, im Optionsbereich spielen weitere Einflussfaktoren wie Volatilität etc. eine wichtige Rolle. Zudem sind diese Anlageinstrumente häufig nicht konform mit den Anlagerichtlinien des Fonds bzw. des Vermögensverwalters.

Als einfachste Möglichkeit zur Umsetzung von Investmentstrategien auf Währungsbasis bieten sich Geldmarktfonds in Fremdwährung an, erhältlich beispielsweise in USD, AUD, CAD, GBP, NOK, SEK oder JPY. Diese Anlage gilt zudem als Sondervermögen.

Das Geldvermögen in Fremdwährung wird verzinst, der in einem Euroland beheimatete Investor setzt aber im Wesentlichen auf Kursgewinne gegenüber dem Euro.

Als weitere Möglichkeit bietet sich das Investment in Währungs-ETCs (hier: Exchange Traded Currencies) an. Hier wird jeweils direkt in die angebotenen Währungspaare investiert.

### Die Währungsstrategie „Turtle TrendFX USD“

Als Beispiel einer einfachen, aber trotzdem sehr wirkungsvollen aktiven Strategie im Währungshandel sei das System „Turtle TrendFX USD“ vorgestellt. Es handelt sich hierbei um eine trendfolgende Währungsstrategie, die den Ansatz der berühmten „Turtle-Trader“ auf den Wechselkurs EUR/USD anwendet und zwischen einem Geldmarktfonds in USD und EUR wechselt. Der Auswertungszeitraum lag zwischen dem 01.01.1980 und 28.09.2011.

Bei der Währungsstrategie „TurtleTrendFX USD“ wird also der Wechselkurs EUR/USD zugrunde gelegt.

**Signalgebung:**

- Kauf des USD-Geldmarktfonds, wenn der EUR sein 3-Monatstief gegenüber dem USD unterschreitet.
- Verkauf des USD-Geldmarktfonds und gleichzeitig Kauf des EUR-Geldmarktfonds, wenn der EUR sein 1-Monatshoch gegenüber dem USD überschreitet.
- Stop: 2,5 %-Trailing-Stop (nachgezogener Stop, jeweils vom Hoch der Position)

**Abbildung 2** zeigt, wann die Strategie jeweils Signale zur Änderung der Positionierung USD oder EUR liefert. Die blaue Linie stellt die Signallinie des 3-Monatstiefs dar, die rote Linie die Signallinie des 1-Monatshochs. Unterschreitet der Euro diese Linie, wird in den USD-Geldmarkt investiert (grüner Bereich). Die dann jeweils oberhalb des Kursverlaufs nachgezogene rote 1-Monatshoch-Signallinie stellt den Stop-Loss der USD-Position dar. Überschreitet der EUR/USD diese Linie, wird der USD-Geldmarktfonds in einen EUR-Geldmarktfonds getauscht (weißer Bereich).

**Abbildung 2** zeigt die Positionierung dieser Strategie im Detail.

Es wird deutlich, dass jeweils in Phasen einer anhaltenden Euro-Schwäche in den USD investiert wurde. Das System reagiert als Trendfolger mit einer zeitlichen Verzögerung und reagiert auf schnelle Veränderungen (Peaks) nicht.

**Abbildung 2: Verlauf des EUR/USD. Markiert sind die Zeiträume, in denen die Strategie jeweils positioniert war.**



Quelle: Oliver Paesler, Captimizer

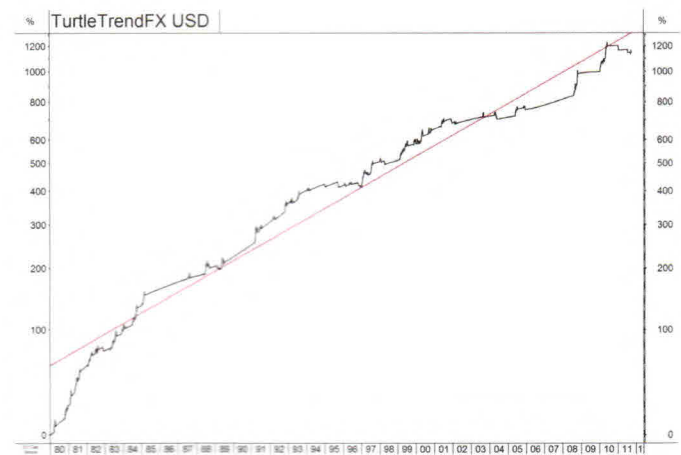
**Abbildung 3** stellt die Kapitalkurve der Strategie dar. Dabei fällt der glatte Verlauf der Kurve auf, ohne signifikante Drawdown-Phasen. Die maximalen Abweichungen von der errechneten Regressionsgeraden (rote Linie) sind vergleichsweise gering.

In **Tabelle 1** sind die Ergebnisse im Detail dargestellt. Die geometrische (und einzig sinnvoll-relevante) Jahresrendite lag bei 8,24 %, wobei der maximale Kapitalverlust über die gesamte Laufzeit nie mehr als 7,68 % betrug. Die Volatilität lag bei 5,58 %. Der Profitfaktor wird zu 4,62 berechnet. Insgesamt hat das System also ein sehr gutes Chance-Risiko-Profil.

**Tabelle 1: Die Ergebnisse des Tests der Währungsstrategie „Turtle TrendFX USD“**

<b>Startkapital</b>	20 000,00 am 01.01.1980
<b>Endkapital</b>	249 354,12 am 28.09.2011
<b>Gewinn/Verlust</b>	229 354,12 entspr. 1146,77 %
<b>Jährlicher %-G/V (geo./arith.)</b>	8,24 % / 36,01 %
<b>Profitfaktor (%)</b>	4,62
<b>%-Kapitalverlust (Max./Mittel)</b>	-7,68 % / -1,43 %
<b>Max. Dauer nächster Höchststand</b>	1,72 Jahre
<b>Volatilität p. a.</b>	5,58 %
<b>Monatsrenditen (Mittel/Std.Abw.)</b>	0,68 % / 1,61
<b>Monatsrenditen Abwärtsabweichung</b>	0,55
<b>Sharpe-Ratio</b>	1,12

**Abbildung 3: Die Entwicklung der Kapitalkurve der Strategie „Turtle TrendFX“**



Quelle: Oliver Paesler, Captimizer

Der Profitfaktor wird als absolute Größe, also ohne Einheit angegeben. Er wird hier über das Verhältnis von durchschnittlichem prozentualem Gewinn zu durchschnittlichem prozentualem Verlust berechnet. Dadurch kann der Profitfaktor unabhängig von der Entwicklung des Kapitals angegeben werden.

### Indirekte Ansätze zur Generierung von Währungsgewinnen

Neben dem direkten, ausschließlichen Handel mit Währungen zur Erzielung von Gewinnen, können Währungen auch „indirekt“ für zusätzliche Performance genutzt werden. Hierbei wird zunächst in einen Aktienmarkt investiert, beispielsweise den S&P 500 und ein aktives Währungsmanagement betrieben (Währungs-Overlay).

### Strategie: Kauf eines ETF auf einen Aktienindex mit oder ohne Währungsabsicherung

Diese Strategie sei nun am Beispiel eines trendfolgenden Handelssystems auf Basis des Indikators MACD erläutert.

#### Basisstrategie im Aktienmarkt

Grundsätzlich wird in den Aktienmarkt über einen ETF auf den S&P 500 Index investiert. Dabei wird die Investitionsquote des S&P 500 nicht verändert (Buy-and-Hold-Strategie).

### Währungssicherungsstrategie

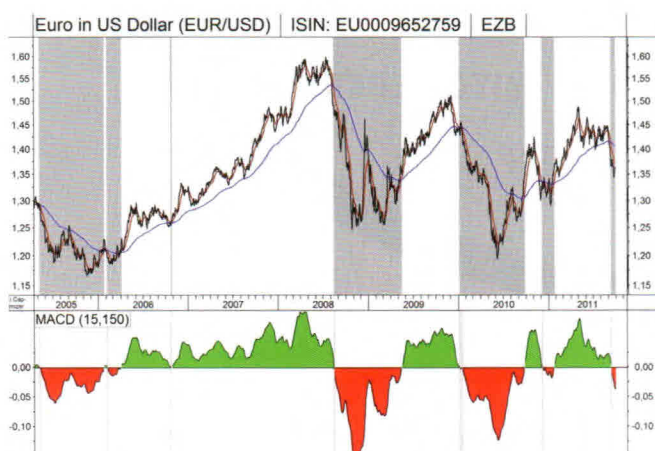
Mittels des MACD-Trendfolgeindicators wird das aktuelle Trendverhalten des Währungspaares EUR/USD analysiert. Auf Basis des vorherrschenden Trends des Wechselkurses wird dann zwischen einem ETF auf den S&P 500 mit Währungssicherung und einem entsprechenden ETF ohne Währungssicherung gewechselt, und zwar gemäß der folgenden Signale.

#### Signalgebung:

- Kauf eines währungsgesicherten (Quanto) S&P 500 ETF, wenn der MACD (15,150) auf den EUR/USD größer ist als null. (15,150) beschreibt dabei die Periodeneinstellung, d. h. es gilt zur Berechnung der MACD-Linie: [exponentieller 15-Tage-GD (gleitender Durchschnitt) – exponentieller 150-Tage-GD]. Der MACD wird also in diesem Ansatz ohne zusätzlichen Trigger durch erneute Glättung der MACD-Linie eingesetzt. Dadurch entsteht ein sehr langfristiges Trendfolgemodell.
- Verkauf des währungsgesicherten ETFs und Kauf des ungesicherten S&P 500 ETF, wenn der MACD (15,150) auf den EUR/USD unter null fällt.

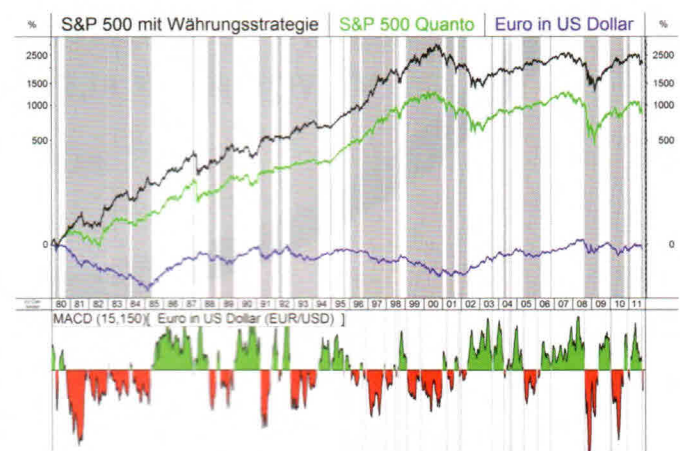
Abbildung 4 zeigt den Verlauf des EUR/USD mit dem Verlauf der MACD-Linie (blau). Die Schnittpunkte stellen die Signale dar. Grau schraffiert sind die Zeiten, in denen ein ungesicherter ETF auf den

Abbildung 4: Der MACD (15,150) angewendet auf das Währungspaar EUR/USD



Quelle: Oliver Paesler, Captimizer

Abbildung 5: Vergleich der Entwicklung des währungsgesicherten ETF auf den S&P 500, der Währungsstrategie und des EUR/USD



Quelle: Oliver Paesler, Captimizer



© iStockphoto.com - Fotolia.com

S&P 500 Index gekauft wurde, während der weißen Phasen wurde ein währungsgesicherter ETF gehalten.

Unterhalb des Charts ist noch einmal der Verlauf der MACD-Indikatorlinie dargestellt. Der Verlaufsbereich unterhalb von null ist rot markiert (also die Phasen ohne Währungssicherung), derjenige oberhalb von null grün (die Phasen mit Währungssicherung).

**Abbildung 5** zeigt jetzt die Entwicklung eines währungsgesicherten ETF auf S&P 500 (Buy-and-Hold; grün) im Vergleich mit der Kapitalkurve auf Basis der Währungsstrategie (schwarz) sowie dem Verlauf des EUR/USD (blau).

Die Performance der durch die Überlagerung der Währungsstrategie erhaltenen Kapitalkurve ist im Vergleich zur Entwicklung des Quanto-ETF deutlich besser.

**Tabelle 2** stellt die Ergebnisse der Strategie MACD (15,150) auf das EUR/USD-Währungspaar im Detail dar.

Die geometrische Rendite im Testzeitraum lag bei 10,28 % pro Jahr, bei einem Profitfaktor von 3,52. Allerdings wird auch deutlich, dass natürlich die generellen Risiken des Aktienmarktes nicht eliminiert werden können. Der maximale Drawdown betrug in den Crashjahren 2000 bis 2003 56,46 %, die annualisierte Volatilität lag bei 16,65 %.

### Strategie: S&P 500 mit MACD-Trendfolge-Strategie und MACD-Währungsstrategie

Doch auch die eben beschriebene Strategie ist noch zu verbessern. Die grundlegende Idee dabei: Die Buy-and-Hold-Strategie am Aktienmarkt wird durch eine trendfolgende Ein- und Ausstiegsstrategie ersetzt, ebenfalls auf Basis des MACD-Indikators. Das Resultat ist eine kombinierte Trendfolge-Strategie, die in Aufwärtstrends im S&P 500 investiert und über eine Währungsstrategie die Währungssicherung steuert. Zur Trenderkennung wird beim Aktienindex und beim Wechselkurs der Indikator MACD 15,150 eingesetzt.

Zunächst bestimmt also die Trendfolgestrategie, ob überhaupt Positionen in einem ETF auf den S&P 500 eingegangen werden oder das gesamte Kapital in den Euro-Geldmarkt fließt.

**Abb. 6: S&P 500 mit MACD-Trendfolgestrategie und MACD-Währungsstrategie**



Quelle: Oliver Paesler, Captimizer

**Tabelle 2: Ergebnisse der Strategie S&P 500 (Buy-and-Hold) mit MACD (15,150) auf das EUR/USD-Währungspaar**

Startkapital	200 000,00 am 01.01.1980
Endkapital	4 518 296,18 am 28.09.2011
Gewinn/Verlust	4 318 296,18 entspr. 2159,15 %
Jährlicher %-G/V (geo./arith.)	10,28 % / 67,79 %
Profitfaktor (%)	3,52
%-Kapitalverlust (Max./Mittel)	-56,46 % / -15,05 %
Max. Dauer nächster Höchststand	11,08 Jahre
Volatilität p. a.	16,65 %
Monatsrenditen (Mittel/Std.Abw.)	0,94 % / 4,81
Monatsrenditen Abwärtsabweichung	3,08
Sharpe-Ratio	0,50

Ist das System im Aktienmarkt investiert, entscheidet die Strategie, ob ein währungsgesicherter ETF auf den S&P 500 gekauft wird oder ein nicht gesicherter.

### Basisstrategie: Wechsel zwischen S&P 500 und Geldmarkt (Euro)

#### Signalgebung:

- Kauf des S&P 500, wenn der MACD (15,150) über null steigt.
- Verkauf des S&P 500 und Kauf eines EONIA-ETF, wenn der MACD (15,150) auf S&P 500 unter null fällt.

### Währungssicherungsstrategie

#### Signalgebung:

- Kauf eines Quanto S&P 500 ETF, wenn der MACD 15,150 auf den EUR/USD über null steigt.
- Verkauf des Quanto S&P 500 ETF und Kauf eines ungesicherten ETF, wenn der MACD (15,150) auf den EUR/USD unter null fällt.

**Abbildung 6** zeigt die Performance der kombinierten Strategie. Die Kapitalkurve verläuft erheblich glatter als die Kurve ohne Ein-Ausstiegsstrategie auf den S&P 500 (siehe **Abbildung 6**, schwarze Linie) und auch die Gesamtpformance ist hier höher.

In **Tabelle 3** sind die Ergebnisse der kombinierten Strategie im Detail aufgelistet.

**Tabelle 3: S&P 500 mit MACD-Trendfolgestrategie und MACD-Währungsstrategie**

Startkapital	200 000,00 am 01.01.1980
Endkapital	6 029 390,36 am 28.09.2011
Gewinn/Verlust	5 829 390,36 entspr. 2914,70 %
Jährlicher %-G/V (geo./arith.)	11,29 % / 91,51 %
Profitfaktor (%)	2,27
%-Kapitalverlust (Max./Mittel)	-31,20 % / -5,85 %
Max. Dauer nächster Höchststand	3,63 Jahre
Volatilität p. a.	13,11 %
Monatsrenditen (Mittel/Std.Abw.)	0,97 % / 3,78
Monatsrenditen Abwärtsabweichung	2,20
Sharpe-Ratio	0,71

Die jährliche geometrische Rendite liegt jetzt bei 11,29 % und der maximale Drawdown bei nur noch 31,20 %, wobei die Volatilität auf 13,11 % gefallen ist.

#### Fazit:

Aktive Währungsstrategien können, angewendet auf ein Buy-and-Hold-Aktienportfolio, zusätzliche Gewinne generieren, also eine Out-performance (Alpha) erzielen.

Deutlich verbessern lässt sich die Gesamtpformance eines Aktienportfolios, wenn Aktienmarkt- und Währungsstrategien kombiniert werden. Dabei sind die gezeigten Investitionsansätze für jeden Vermögensverwalter schon mit einfachen Mitteln der technischen Analyse umzusetzen.

*Dr. Gregor Bauer*



**Dr. Gregor Bauer** arbeitet als selbständiger Portfolio-Manager für Privatkunden und Firmen ([www.drbauger-consult.de](http://www.drbauger-consult.de)) und ist Dozent für Portfoliomanagement an verschiedenen Hochschulen.