

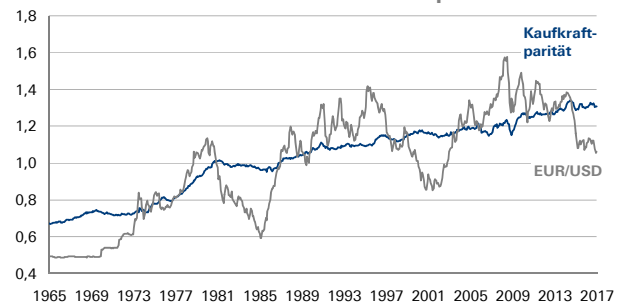
Metzler: die Möglichkeiten und Grenzen der Währungsprognose

Mit dem Wahlsieg Donald Trumps hat das Interesse an Währungsprognosen für den US-Dollar wieder sprunghaft zugenommen. Bisher ist es jedoch noch nicht gelungen, Währungen mit Hilfe von Fundamentaldaten über einen Zeitraum von bis zu einem Jahr systematisch erfolgreich zu prognostizieren. Schon 1983 zeigten Richard Messe und Kenneth Rogoff in einer einflussreichen Studie, dass fundamentale Währungsmodelle nicht in der Lage sind, eine „Random-Walk“-Prognose zu schlagen. Eine „Random-Walk“-Prognose postuliert, dass die beste Wechselkursprognose das heutige Wechselkursniveau ist. Seitdem befindet sich die Volkswirtschaftslehre immer noch auf der Suche nach einem funktionierenden fundamentalen Währungsprognosemodell. Glücklicherweise können Anleger trotzdem unter bestimmten Bedingungen von Währungsbewegungen profitieren.

Das Basismodell der Währungsprognose ist die Kaufkraftparität. Die Idee der Kaufkraftparität ist es, dass Länder mit hohen Inflationsraten eine abwertende Währung haben. Dafür sorgt die Güterarbitrage. So lohnt es sich, ein Gut in einem Land mit niedriger Inflation günstig zu kaufen und in das Land mit hoher Inflation zu verschiffen. Der Verkaufserlös wird dabei in die ursprüngliche Währung umgetauscht, sodass sich die Währung mit der hohen Inflationsrate abschwächt und die Währung mit der niedrigen Inflationsrate aufwertet. Empirische Studien haben gezeigt, dass der Wechselkurs sich nur sehr langsam an die Kaufkraftparität annähert und sogar über viele Jahre hinweg davon abweichen kann, wie ein Blick auf den EUR/USD-Wechselkurs¹ zeigt.

Als ein Prognoseinstrument eignet sich die Kaufkraftparität vor diesem Hintergrund nur für einen Zeitraum von 3 bis 5 Jahren.

Wechselkurs des EUR/USD und Kaufkraftparität



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.1.2017

Interessanterweise kann die Kaufkraftparität trotzdem für eine Währungsstrategie eingesetzt werden. Eine umfangreiche Diversifikation ermöglicht einerseits der Fokus auf die G10-Währungen² mit der daraus resultierenden Berechnung von 45 Währungspaaren und deren Abweichung von der Kaufkraftparität. Und andererseits nimmt die Attraktivität der Güterarbitrage zu, je weiter der Wechselkurs von der Kaufkraftparität entfernt ist. Das kann durch das Eingehen von immer größeren Währungspositionen ausgenutzt werden, je weiter der Wechselkurs von der Kaufkraftparität entfernt ist. So zeigt die Wertentwicklung einer Währungsstrategie auf Basis dieser beiden Prinzipien eine sehr gute Information-Ratio von etwa 0,5 in einem Live-Portfolio³ (also keinem Backtest, siehe Anhang).

Von der Kaufkraftparität kann die Theorie der ungedeckten Zinsparität abgeleitet werden. Dabei wird ein einheitlicher globaler Realzins unterstellt, sodass Zinsdifferenzen zwischen Ländern nur auf unterschiedlichen Inflationsentwicklungen beruhen. Länder mit hohen Inflationsraten haben demnach hohe Zinsen und eine abwertende Währung. Nach der Theorie der ungedeckten Zinsparität wertet nämlich die Währung eines Hochzinslandes in gleicher Höhe wie die Zinsdifferenz ab, sodass Anleger den gleichen erwarteten Ertrag einer Anlage im In- und Ausland haben. Empirische Studien zeigen jedoch, dass die ungedeckte Zinsparität nur über sehr lange Zeiträume nachweisbar ist – vergleichbar mit der Kaufkraftparität. Über kürzere Zeiträume ist sogar

¹ Der Euro ist dabei synthetisch zurückgerechnet

² EUR, USD, GBP, SEK, CHF, NOK, JPY, CAD, AUD, NZD

³ Als eine Teilstrategie des Metzler Alpha Strategies Fonds (ISIN Class A: IE00B8KKJW05) ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten

oft der gegenteilige Effekt zu beobachten – dass nämlich Währungen mit hohen Zinsen eher aufwerten. Daraus entstanden sogenannte Carry-Währungsstrategien, die Währungen mit hohen Zinsen übergewichten und Währungen mit niedrigen Zinsen untergewichten. Die Information-Ratio in einem Live-Portfolio⁴ mit den G10-Währungen lag in den vergangenen Jahren auch bei etwa 0,5.

Offensichtlich können Finanzkapitalflüsse, die durch die Zinsdifferenzen angezogen werden, die güterwirtschaftlichen Kapitalströme zwar nicht permanent, jedoch für einen Zeitraum von bis zu mehreren Jahren überdecken und damit eine Abweichung des Wechselkurses von der Kaufkraftparität verursachen. Finanzkapitalflüsse werden jedoch nicht nur von hohen Zinsen angezogen sondern auch von einer attraktiven Aktienmarktentwicklung. So scheint die vergangene Aktienmarktentwicklung die zukünftigen Finanzkapitalflüsse in die einzelnen Währungsräume gut zu antizipieren.

Eine Strategie, die Währungen übergewichtet, in deren Währungsraum sich der Aktienmarkt in den vergangenen Monaten sehr gut entwickelte, und Währungen untergewichtet, in deren Währungsraum sich der Aktienmarkt in den vergangenen Monaten schwach entwickelte, konnte immerhin ein Information-Ratio in einem Live-Portfolio⁵ mit den G10-Währungen von etwa 0,6 in den vergangenen Jahren erzielen. Traditionellerweise sichern Aktieninvestoren das Währungsrisiko nicht, während Anleiheinvestoren eine hohe Sicherungsquote haben, was die etwas bessere Wertentwicklung der Aktienstrategie gegenüber der Carry-Strategie erklären könnte.

Finanzkapitalflüsse werden jedoch nicht nur durch Zinsdifferenzen und Aktienmarktentwicklungen beeinflusst, sondern auch durch viele andere Faktoren. Eine Möglichkeit, die Attraktivität eines Währungsraumes für Kapitalflüsse systematisch abzuschätzen, ist auf die nominalen BIP-Wachstumserwartungen zurückzugreifen. Ein Land mit hohen Wachstumserwartungen sollte für jegliche Art von Finanzkapitalzuflüssen attraktiv sein.

Dementsprechend werden die Wachstumserwartungen in einem ersten Schritt mit Hilfe von Frühindikatoren geschätzt und in einem zweiten Schritt für eine Wäh-

rungsprognose für jedes der 45 Währungspaare verwendet. Dabei wird jedoch nur das Richtungssignal der Währungsprognose berücksichtigt. Leider war dieser Ansatz bisher nur bedingt erfolgreich, wie eine Information-Ratio von nur 0,17 in einem Live-Portfolio⁶ zeigt.

Die hier vorgestellten vier Ansätze sind fest in der ökonomischen Theorie verankert und profitieren vor allem davon, dass die Signale von vielen verschiedenen Währungspaaren verwendet und aggregiert werden. Der Diversifikationseffekt lässt sich noch dadurch verbessern, dass die vier vorgestellten Währungsstrategien zu einer Strategie kombiniert werden. Diese Kombi-Strategie erzielte in den vergangenen Jahren immerhin eine Information-Ratio von 0,97. Darüber hinaus können noch technische Währungsstrategien wie Trendfolge sehr erfolgreich sein und fundamentale Strategien gut ergänzen.

Wertentwicklung einer fundamentalen Währungsstrategie auf Basis von vier Modellen (31.1.2003 = 100)



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.1.2017

Dagegen ist die Prognose eines einzelnen Währungspaars wie des EUR/USD-Währungskurses mit großen Unsicherheiten behaftet, da die hier vorgestellten Ansätze dafür zu ungenau sind. Die Volkswirtschaftslehre muss noch bessere Frühindikatoren entwickeln, um zukünftige Finanzkapitalflüsse präzise prognostizieren zu können. Daher ist eine Währungsprognose auf Basis von Fundamentaldaten immer noch eher eine Kunst als eine Wissenschaft. Um auf den EUR/USD-Wechselkurs zurückzukommen, sprechen derzeit das höhere Zinsniveau in den USA, die Erwartung von Leitzinserhöhungen der Fed, die bessere Wertentwicklung von US-Aktien sowie die hohen politischen Risiken in Europa für einen in der Tendenz stärkeren USD gegenüber dem EUR.

⁴ als eine mit einem Volatilitätsfilter ergänzte Teilstrategie des Metzler Alpha Strategies Fonds (ISIN Class A: IE00B8KKJW05) ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten

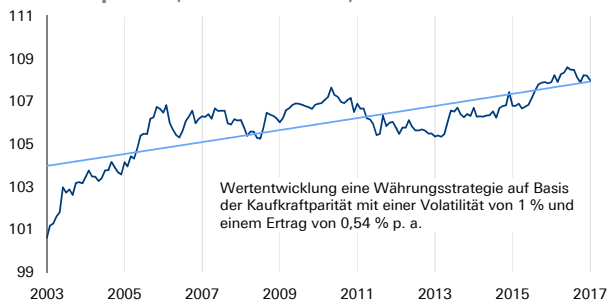
⁵ als eine Teilstrategie des Metzler Alpha Strategies Fonds (ISIN Class A: IE00B8KKJW05) ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten

⁶ als eine Teilstrategie des Metzler Alpha Strategies Fonds (ISIN Class A: IE00B8KKJW05) ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten

Ein Kurswechsel in der Geldpolitik der EZB, eine deutliche Outperformance europäischer Aktien sowie nachlassende politische Risiken in Europa könnten jedoch ab Herbst das Bild zugunsten des Euros wenden.

Anhang: Übersicht über die Wertentwicklung der einzelnen Währungsstrategien

Wertentwicklung einer Währungsstrategie auf Basis der Kaufkraftparität (31.1.2003 = 100)



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.1.2017

Wertentwicklung einer Carry-Währungsstrategie (31.1.2003 = 100)



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.1.2017

Wertentwicklung einer aktienmarktbasieren Währungsstrategie (31.1.2003 = 100)



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.1.2017

Wertentwicklung einer Währungsstrategie auf Basis der BIP-Wachstumserwartungen (31.1.2003 = 100)



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.1.2017

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler-fonds.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.