

# Performance-Chancen mit Währungen

*Die Euro-Stärke ist kein Dauerzustand. Mutige Anleger denken weiter und werfen einen Blick auf ausgebombte Hochzinswährungen. Effektiv an aktuellen Währungstrends partizipieren können Anleger über ausgewählte Devisenfonds und EM-Bond-Fonds mit Lokalwährungsfokus.*

Michael Kordovsky

Der Euro tendiert im laufenden Jahr gegenüber fast allen gängigen Währungen fester. Die Ursachen dafür sind das beschleunigte Wirtschaftswachstum im Euroraum und Markterwartungen einer baldigen geldpolitischen Straffung der EZB, während der Fed meist nur noch wenige Zinsanhebungen bis Ende 2019 zugetraut werden. Doch laut Peter Brezinschek, Chiefanalyst von Raiffeisen Research könnte es anders kommen: „Auf der anderen Seite sehen wir eine sehr große Wahrscheinlichkeit, dass die Fed am Ende deutlich öfter an der Zinsschraube drehen wird als von den meisten Marktakteuren erwartet. Wir gehen davon aus, dass der Markt seine Sicht der Fed in den nächsten Monaten revidieren wird, was dem Dollar vorübergehend helfen sollte.“ Die Erwartung ist „auf Sicht der nächsten drei bis sechs Monate eine hohe Wahrscheinlichkeit für einen festeren Dollar (1,15 EUR/USD im März 2018)“. Auf ein bis drei Jahre spricht aber das historische Trendverhalten (ausgedehnte Dollar-Abwertungswellen in den vergangenen Jahrzehnten) für eine fortgesetzte Euro-Stärke. Für Brezinschek erscheint eine Bewegung des Euro auf Kurse zwischen 1,30 und 1,40 Dollar pro Euro bis Ende 2019

wahrscheinlich. Etwas anders sieht dies Uwe Burkert, Chefvolkswirt der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW). Für ihn ist die Schrumpfung der Bilanzsumme der Fed ausschlaggebend: „Hier erwarten wir neben der Schrumpfung der Bilanzsumme weitere Zinserhöhungen, damit per Ende 2018 den EUR/USD-Wechselkurs bei 1,12.“

## BREMST EZB DIE EURO-STÄRKE?

Eine unspektakuläre Entwicklung sieht Burkert beim Britischen Pfund: „Die politische Unsicherheit im Euroraum hat merklich abgenommen. Stockungen bei den ‚Brexit‘-Verhandlungen gehen daher zu Lasten des Pfund. Damit wird zunehmend der Hard Brexit eingepreist. Unsere Erwartung per Ende 2018 ist 0,88 EUR/GBP.“

Als „politische Währung“ schwieriger einschätzbar ist der Schweizer Franken, der zuletzt im Einklang mit der Dollar-Schwäche und Erwartungen einer Straffung der EZB-Geldpolitik abschwächte. Am 26. Oktober verkündete die EZB eine Drosselung ihres Programms zum Ankauf von Vermögenswerten von 60 auf 30 Milliarden Euro (ab Jänner 2018), wobei es noch bis mindestens Ende September 2018 läuft. Für den Fall schlechter Wirtschaftsaussichten behält

sich der EZB-Rat vor, Umfang und/oder Dauer auszudehnen. Darüber hinaus ist noch keine Leitzinsanhebung in Sicht und die Inflation liegt im Euroraum mit 1,5 Prozent noch immer unter dem Stabilitätsziel von knapp zwei Prozent. Dies könnte die Euro-Stärke auch zum Franken kurzfristig einbremsen, während auf längere Sicht der Franken infolge niedrigerer Inflationsraten als im Euroraum eine Aufwertungswährung ist. Darüber hinaus könnte aufgrund der hohen Devisenanlagen der Schweizerischen Nationalbank (hohe Verlustrisiken für die Kantone) bald auf politischer Ebene ein Ende der Interventionen werden.

## POLNISCHER ZLOTY UND TSSCHECHISCHE KRONE AUSSICHTSREICH

Die kommenden Monate eine anhaltende Aufwertungstendenz sieht Brezinschek für die Tschechische Krone: „Seit der Auflösung des FX-Regimes im April 2017 zeigte sich eine deutliche Aufwertung der Krone gegenüber dem Euro. Sowohl eine solide wachsende Wirtschaft wie auch die Erwartung eines fortgeführten Zinserhöhungszyklus (die tschechische Zentralbank erhöhte bereits im August ihren Leitzinssatz um 25 Basispunkte) dürften dabei die Krone über die kommenden Monate weiter unterstützen.“ Als faire Bewertung erachtet Brezinschek Niveaus von ca. EUR/CZK 25,0. Risiko: Spekulatives Kapital, das bei erwartetem Ende des Aufwertungszyklus schnell abgezogen werden kann. Auch der polnische Zloty wäre infolge des starken Wirtschaftswachstums ein Aufwertungs-

## DEISENFONDS

ISIN	FONDSNAME	VOLUMEN	PERF. 1 J.	3 J.p.a.
AT0000A08AA8	3 Banken Währungsfonds	37,4 Mio.€	-1,28 %	3,51 %
LU0280918342	Goldman Sachs Global Currency Plus Portfolio	19,7 Mio.\$	0,43 %	-1,84 %
LU0366532561	Pictet Global Emerging Currencies	18,2 Mio.\$	5,36 %	0,05 %
LU0271663857	Pioneer Funds Absolute Return Currencies	522,2 Mio.€	1,29 %	4,17 %

Quelle: MountainView, Datenerhebung: 26.10.





Das „Eccles Building“, Hauptsitz der Federal Reserve in Washington, D.C.

kandidat, wäre da nicht der Streitpunkt Justizreform gewesen. Hier gibt es aber Lichtblicke: „Mit der Einschätzung, dass sich dieser Konflikt zwischen der EU und der polnischen Regierung bezüglich der Justizreform langsam auflöst, sollte auch der Zloty über die kommenden Monate wieder etwas mehr Unterstützung zum Euro bekommen. Hinzu kommt unsere Prognose, dass die polnische Zentralbank im Verlauf des zweiten Halbjahres 2018 mit Leitzinserhöhungen beginnt, was dem Zloty zusätzlich Auftrieb gegenüber dem Euro geben sollte“, erläutert Brezinschek und sieht gleichzeitig erhöhte politische Risiken, die für kurzfristige Rücksetzer sorgen könnten.

#### NOCH RESTRISIKEN BEI SCHWELLENLÄNDER-WÄHRUNGEN

Langfristig betrachtet „ausgebombt“ erscheinen indessen diverse Schwellenländer-

Währungen. So hat der Euro in den vergangenen fünf Jahren gegenüber dem Südafrikanischen Rand, dem Russischen Rubel und der Türkischen Lira je 47, 68 bzw. 88 Prozent aufgewertet. Trotzdem ist gegenüber EM-Währungen noch etwas Vorsicht angebracht, was LBBW-Chefvolkswirt Burkert wie folgt auf den Punkt bringt: „Grundsätzlich sind die Emerging Markets aus dem Tal der Tränen heraus. Allerdings haben wir länderspezifische Themen, die diesen generell positiven Trend überlagern. Um zu einer nachhaltigen Aufwertung gegenüber dem Euro zu kommen, müssten diese Faktoren überwunden werden. Die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind gut.“ Ebenfalls vorsichtig ist auch Walter Liebe, Senior Investment Advisor bei Pictet Asset Management: „Die Währungen der Schwellenländer sind unseres Erachtens besonders gegenüber dem US-Dollar im-

mer noch sehr unterbewertet. Dies ist u.a. ein Resultat der Abwertungen gegenüber dem Dollar, die bereits vor dem Jahr 2013 eingesetzt haben.“ Und er relativiert: „Wir rechnen mittelfristig mit einer leichten Aufwertung der EM-Währungen. Dass die gegenüber dem Dollar in kurzer Zeit gegen ihren fairen Wert konvergieren (d.h. stark aufwerten), halten wir für wenig wahrscheinlich. Im Gegenteil haben die Regierungen der Schwellenländer kein Interesse an einem zu starken Außenwert ihrer Währung, denn damit büßen sie ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit ein. Wir sehen die fundamentale Unterbewertung eher als ‚Risikopuffer nach unten‘ an, verbunden mit der Option auf eine Aufwertung.“

#### WIE INVESTIEREN?

Ertrags- und Währungschancen können Anleger über Fremdwährungsanleihen ▶

### ° INTERESSANTE FREMDWÄHRUNGSANLEIHEN

WÄHRUNG	KUPON	EMITTENT	ISIN	FÄLLIG	RENDITE ENDE	MIN. NOM	MODIFIED DURATION
TRY	10,00 %	Int. Bank for Reconstruction & Developement	XS1664203699	16.08.21	11,7 %	50.000	2,92
IDR	9,50 %	Inter-American Developement Bank	XS1351649923	15.04.19	6,7 %	10 Mio. IDR	1,29
PLN	2,50 %	Polen	PL0000108866	25.07.26	3,4 %	1.000	7,61
CZK	0,95 %	Tschechische Republik	CZ0001004477	15.05.30	1,9 %	10.000	11,55

Quelle: OnVista, Datenerhebung: 27.10. TRY = Türkische Lira, IDR = Indonesische Rupiah, PLN = Polnischer Zloty, CZK = Tschechische Krone

### ° SCHWELLENLÄNDERANLEIHENFONDS LOKALWÄHRUNG

ISIN	FONDSNAME	VOLUMEN	PERF. 1 J.	3 J.p.a.	Anmerkung
LU0273494806	Aviva Investors-Emerging Markets Local Currency Bond Fund	3.154 Mio.€	-3,5 %	0,4 %	Top-Positionen: Ind. Rupiah, Mex. Peso, Bras. Real u. Poln. Zloty
LU0278457469	BlackRock Global Funds Emerging Markets Local Currency Bond Fund	4.086 Mio.€	-0,8 %	9,2 %	Brasilien, Mexiko, Indonesien u. Südafrika am stärksten gewichtet
AT0000A189P1	Spängler IQAM Bond LC Emerging Markets	131 Mio.€	-1,2 %	5,7 %	Management auf Basis bewährter Value- u. Sentiment-Indikatoren
LU0752071745	Vontobel Fund Emerging Markets Local Currency Bond	104 Mio.€	-3,8 %	2,4 %	14,8% Indonesische Rupiah, 13,3% Russ. Rubel, 10,4% Türk. Lira...

Quelle: MOUNTAIN-VIEW, Datenerhebung: 27.10., EM-Bond-Fondspositionen sollten über die kommenden 12 bis 18 Monaten in mehreren Schritten akkumuliert werden. Auch Sparpläne sind eine Möglichkeit.



supranationalen Organisationen oder solider Staaten wahrnehmen, wobei immer auf Spesen und Bid/Ask-Spreads zu achten ist. Bei kleineren Anlagevolumina erscheint jedoch der Erwerb einschlägiger Emerging-Markets-Bond-Fonds mit Lokalwährungsfokus sowie ausgewählter Devisenfonds sinnvoller.

**AUSGEWÄHLTE DEVISENFONDS**

■ **Pictet Global Emerging Currencies:** Zur Feststellung der Veränderungen in der „fundamentalen Qualität“ erfolgt eine Länderanalyse. Bei der Bestimmung der Währungspositionen spielen dann noch mittelfristige Treiber wie Zins- und Wachstumsdifferenzen, Zahlungsbilanz und Währungspolitik sowie kurzfristig u.a. technische Analyse, globales Risiko, Mittelflüsse und Volatilität eine Rolle. Bei kritischen Veränderungen des Risikoumfeldes erfolgt eine defensivere Portfolioaufstellung. Faktoren wie Volatilität, Konjunkturzyklen und Geopolitik sind dabei relevant. In fünf der vergangenen acht Kalenderjah-

re schlug das Fondsmanagement ihre Benchmark, den JP Morgan Emerging Local Markets Index Plus (ELMI+), und im laufenden Jahr (per 25.10.) ist der Fonds auf Dollar-Basis 6,7 Prozent im Plus. Die jüngste Währungspositionierung skizziert Walter Liebe wie folgt: „Aktuell bestehen unsere größten relativen Übergewichtungen in Chinesischem Renminbi, Sri Lanka-Rupie, Indonesischer Rupiah, Nigerianischem Naira, während wir im Brasilianischen Real, im Russischen Rubel und im Israelischen Schekel untergewichtet sind.“

■ **Goldman Sachs Global Currency Plus Portfolio:** Dieses ermöglichte mit einer Kombination aus Derivaten und festverzinslichen Papieren auf fünf Jahre zumindest einen Vermögenserhalt (+2,1 Prozent). Die größten Long-Positionen des Fonds sind die Tschechische Krone, Schwedische Krone, der Polnische Zloty und der Argentinische Peso. Letzterer sollte am Wahlsieg von Mauricio Macri und den damit verbundenen wirtschaftsfördernden Reformen profitieren.

■ **Der Pioneer Funds Absolute Return Currencies** kann in diversen Währungen long- und shortgehen. Die größten Long-Positionen sind per Ende September der US-Dollar, der Australische Dollar und die Norwegische Krone, während der Kanadische Dollar, der Singapur Dollar und das Pfund die größten Short-Positionen sind.

Eine passende Beimischung stellt noch der charttechnisch orientierte 3 Banken Währungsfonds dar, der per 25.10. unter den Fremdwährungen US-Dollar, Tschechische Krone und Polnische Zloty am stärksten gewichtete.

Spängler IQAM Bond LC Emerging Markets, der die Portfoliogewichte direkt aus messbaren ökonomischen Faktoren herleitet. Dabei spielen als Value-Faktoren das Zinsdifferenzial (Ein-Monats-Forward-Wechselkurs dividiert durch Spotwechselkurs) und Realer Wechselkurs (Differenz zwischen aktuellem Wert und Sechs-Jahres-Durchschnitt) eine Rolle, während die CDS (Credit Default Swap)-Spreads (Differenz zwischen aktuellem Wert und Sechs-Jahres-Durchschnitt) als Sentiment-Indikator herangezogen werden. Die Gewichtung dieser drei Faktoren passt sich dem Marktumfeld an. War 2008 die Credit Default Swap Rate der Hauptfaktor, so ist es nun der reale Wechselkurs. Per 29. September mit je 15,6; 10,7 bzw. 9,8 Prozent am stärksten gewichtet sind der Kolumbianische Peso, der Russische Rubel und die Türkische Lira. Dazu Fondsmanager Franz Schardax: „Diese Währungen zeichnen sich durch eine besonders starke Unterbewertung zum langfristigen Durchschnitt des real-effektiven Wechselkurses aus. Im Fall Kolumbiens beträgt die Unterbewertung fast 20 Prozent.“ Den Erfolg der Fondsstrategie illustriert Schardax dabei wie folgt: „Unser Referenzindex für die Assetklasse ‚EM-Lokalwährungsanleihen in EUR‘ weist seit Beginn Anfang 2003 einen durchschnittlichen Ertrag in EUR von etwa 6,5 Prozent p.a. auf und mit unserer Strategie konnten wir sowohl im Backtest als auch im Realeinsatz noch zusätzlichen Mehrwert schaffen“, und er relativiert: „Da sich in diesem Zeitraum das globale Zinsniveau deutlich nach unten entwickelt hat, werden diese Erträge in Zukunft nicht mehr erzielbar sein, aber angesichts einer Durchschnittsrendite der im Fonds gehaltenen Papiere von knapp 5,8 Prozent erscheinen Erträge von fünf bis sechs Prozent realistisch.“

Ähnliche Potenziale stecken auch in anderen EM-Lokalwährungs-Spitzenfonds, wie zum Beispiel dem BlackRock Global Funds Emerging Markets Local Currency Bond Fund, der in Staatsanleihen der Schwellenländer investiert. Die „Rendite im schlechtesten Fall“ ist mit 6,73 Prozent angegeben.

**EMERGING MARKETS-LOKALWÄHRUNGS-ANLEIHENFONDS**

In die engere Auswahl kommen Fonds, die entweder im schwierigen Zeitraum der vergangenen drei Jahre in der Lage waren, eine positive Performance zu erzielen (siehe Tabelle), oder einfach jene mit einer bewährten Strategie, wie zum Beispiel der

° WECHSELKURSENTWICKLUNGEN IM ÜBERBLICK

WERTENTWICKLUNG GEGENÜBER EURO...

WÄHRUNG	YTD	3 JAHRE	5 JAHRE
Tschechische Krone	+ 5,4 %	+ 8,3 %	- 2,3 %
Polnischer Zloty	+ 3,8 %	- 0,4 %	- 2,6 %
Schwedische Krone	- 1,5 %	- 4,9 %	- 11,7 %
Koreanischer Won	- 2,4 %	+ 3,3 %	+ 8,5 %
Mexikanischer Peso	- 2,6 %	- 24,3 %	- 23,9 %
Britisches Pfund	- 2,8 %	- 10,9 %	- 8,2 %
Singapur Dollar	- 3,9 %	+ 1,5 %	- 0,3 %
Australischer Dollar	- 4,2 %	- 6,5 %	- 17,9 %
Norwegische Krone	- 4,6 %	- 11,3 %	- 22,5 %
Indische Rupie	- 4,9 %	+ 3,3 %	- 7,1 %
Russischer Rubel	- 5,0 %	- 20,6 %	- 40,0 %
Chinesischer Yuan	- 5,0 %	+ 0,6 %	+ 5,1 %
Kanadischer Dollar	- 5,7 %	- 6,0 %	- 13,3 %
Japanischer Yen	- 6,8 %	+ 6,6 %	- 21,6 %
Schweizer Franken	- 7,8 %	+ 3,8 %	+ 3,9 %
Brasilianischer Real	- 9,3 %	- 18,7 %	- 30,2 %
US-Dollar	- 9,5 %	+ 7,7 %	+ 11,4 %
Indonesische Rupie	- 9,9 %	- 3,7 %	- 20,8 %
Südafrikanischer Rand	- 12,3 %	- 16,2 %	- 31,9 %
Türkische Lira	- 16,2 %	- 37,2 %	- 47,6 %

Quelle: TeleTrader; Daten per 31.10., Lediglich die Tschechische Krone und der Polnische Zloty sind heuer härter als der Euro, ansonsten Euro-Aufwertung auf breiter Front!