



Tail-Risk-Hedging in
Emerging Markets
Währungen

Q3 2022

METZLER
Capital Markets

AGATHON
CAPITAL
Ihr Investmentbegleiter

TELOS GmbH

Vorwort

Nach Jahren positiver Entwicklungen in nahezu allen Märkten und Assetklassen hat in diesem Jahr der Faktor Risiko auf breiter Front zugeschlagen. Anders als bei den sehr scharfen V-artigen Bewegungen – insbesondere bei den Aktien – in den vergangenen Jahren, kam und kommt es in 2022 über fast alle Segmente zu spürbaren und auch länger anhaltenden Kursrückgängen.

Ein spezielles Segment sind dabei die Währungen, die bei vielen Assetklassen zum Tragen kommen und einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Portfolien institutioneller Investoren haben. Der US Dollar gewinnt an Stärke wie schon lange nicht mehr. Währungen aus den Schwellenländern zeigen sich hoch volatil und sorgen somit teilweise für Sorgenfalten bei Investoren – insbesondere bei Anlegern im Bereich der Emerging Market Anleihen in Lokalwährungen („Local Emerging Market Bonds“). Gerade hier gestaltet sich das Risikomanagement besonders schwierig, da hier oftmals die erforderlichen Kapazitäten auf Seiten der Investoren fehlen.

Sollte man deshalb einen Bogen um die Anlageklasse machen und auf die durchaus attraktiven Renditen der Lokalwährungsanleihen verzichten? Ob es sich langfristig lohnt in Emerging Market Anleihen in Lokalwährungen zu investieren, wie hoch die Risiken sind und wie man damit umgehen sollte beleuchtet der nachfolgende Beitrag von Metzler Currency Management.

Wir wünschen Ihnen viel Spaß beim Lesen.

Ihr TELOS Team

TELOS GmbH

Biebricher Alle 103

65187 Wiesbaden

Tel. +49 611 9742 100

E-Mail: info@telos-rating.de

www.telos-rating.de

www.investment-manager.info

Tail-Risk-Hedging in Emerging Markets Währungen



Achim Walde

Currency Management Advisor, Metzler Capital Markets

Wer hat Angst vorm schwarzen Schwan? Der schwarze Schwan ist ein Synonym für ein extrem seltenes Ereignis. Tritt dieses seltene Ereignis ein, passiert etwas völlig Unerwartetes und erstaunt somit alle. Interessanterweise sind die schwarzen Schwäne in der Natur gar nicht so selten wie man meinen möchte. Es hängt im Wesentlichen davon ab, wo man sich aufhält. In Neuseeland und Australien gibt es mehrheitlich schwarze Schwäne, die weißen sind die Ausnahme.

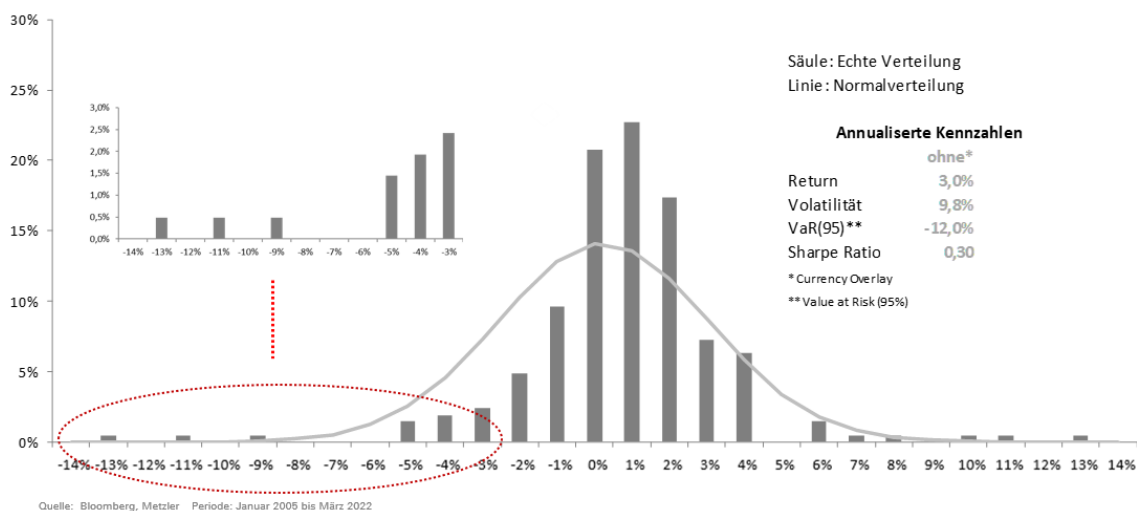
Spätestens seit der Finanzkrise 2008/2009 ist der schwarze Schwan ein Synonym für seltene Ereignisse in der Finanzwelt, mit denen keiner gerechnet hat und die mit sehr hohen Verlusten einhergehen. Eine andere Bezeichnung für ein extrem seltenes Ereignis ist das sogenannte Eventrisiko oder auch Tail-Risiko. Das "Tail" in Tail-Risiko bezieht sich auf die Endabschnitte der glockenförmigen Kurve, die die Wahrscheinlichkeitsverteilung von Ereignissen darstellt. Im Zusammenhang mit Investitionen stellt die äußerste linke Seite der glockenförmigen Verteilung die niedrigsten Renditen dar, während die rechte Seite die höchsten Renditen darstellt.

Für das Risiko ist nur die linke Seite, der linke Tail, der Verteilung interessant. Die Vermutung, dass hohe Verluste seltene Ereignisse sind, entstand bereits Mitte des letzten Jahrhunderts. In der Finanzmathematik wurde für Risikomodelle die Normalverteilung (oder auch logarithmische Normalverteilung) unterstellt. In der Normalverteilung sind die Tails relativ dünn und kurz. So fußt das Standardmodell zur Bewertung von Optionen von Fischer Black und Myron Scholes auf dieser Annahme. Es wurde in den 70igern aufgestellt. Der Vater der modernen Portfoliotheorie, Harry Markowitz, entwickelte seine Theorie bereits 1952 und erhielt 1990 dafür den Nobelpreis. Die Normalverteilung der Renditen wurde auch hier zur Vereinfachung als Annahme getroffen. Und dies vereinfacht die Berechnung erheblich. Durch die Normalverteilung kann das Risiko schnell erfasst werden. Eine einzige Kennzahl genügt, die Volatilität. Eine Volatilität von 10% besagt, dass das Wertpapier in 68% der Fälle um bis zu 10% im Wert schwankt. In 1% der Fälle liegt das Verlustrisiko bei 23,3% oder höher. Dies ist die Kennzahl „Value at Risk“ (VaR1%), die heute in keinem Risikoreport fehlt (wenn auch in der Regel nicht aus der Normalverteilung gerechnet, dazu aber später). Mit welchem Verlust ist zu rechnen, wenn dieser 1%-Fall eintritt? Dies beschreibt die Kennzahl CVaR, der „Conditional Value at Risk“. Der CVaR entspricht dem durchschnittlichen Verlust bei einem Verlustereignis, das durch die Überschreitung des VaR ausgelöst wird. Der CVaR 1% bei einer Volatilität von 10% (Normalverteilung unterstellt) beträgt 26,7%.

Die reale Welt ist nicht normalverteilt. Das ist seit langem bekannt und wurde uns in der Finanzkrise nochmals vor Augen geführt. Das Black-Scholes-Optionsmodell kommt in einer normalverteilten Welt mit einer einzigen Volatilitätskennzahl aus. Alle Optionen, unabhängig davon, ob sie nahe am Geld, tief im Geld oder außerhalb des Geldes sind, sollten mit nur einer Volatilitätskennzahl bewertet werden

können. In der Realität zeigt sich ein anderes Bild. Hier sind die Optionen weit im Geld und weit außerhalb des Geldes teuer. Die implizite Volatilität ist höher. Die implizite Volatilität für Optionen mit unterschiedlichen Strike-Preisen als Grafik dargestellt, sieht aus wie ein Lächeln. Daher wird diese Eigenschaft auch Volatility-Smile genannt. Die Risikomaße VaR und CVaR werden auch nicht aus der Volatilität über die Normalverteilung ermittelt, sondern werden aus der echten historischen Verteilung gezogen. Risikokennzahlen auf Portfolioebene werden besser über eine historische Simulation ermittelt, als durch einen kovarianzbasierten Ansatz. Die Tails der realen Verteilung sind länger und dicker. Anders ausgedrückt, der schwarze Schwan erscheint deutlich öfters als erwartet. Alle risikobehafteten Assets weisen ein solches Muster auf. Der Anleger investiert in ein risikobehaftetes Asset, um die erwartete Risikoprämie gegenüber dem risikofreien Zins langfristig abzuschöpfen. Der Preis hierfür ist eben nicht nur die Volatilität, die der Investor im Zweifel aussitzen kann, sondern auch das Risiko ernsthafter Drawdowns, die im schlimmsten Fall zu einem Stopp-Loss-Verkauf führen und damit realisiert werden müssen. Dies ist das eigentliche Risiko, welches der Investor eingeht. Hiervor muss er sich schützen.

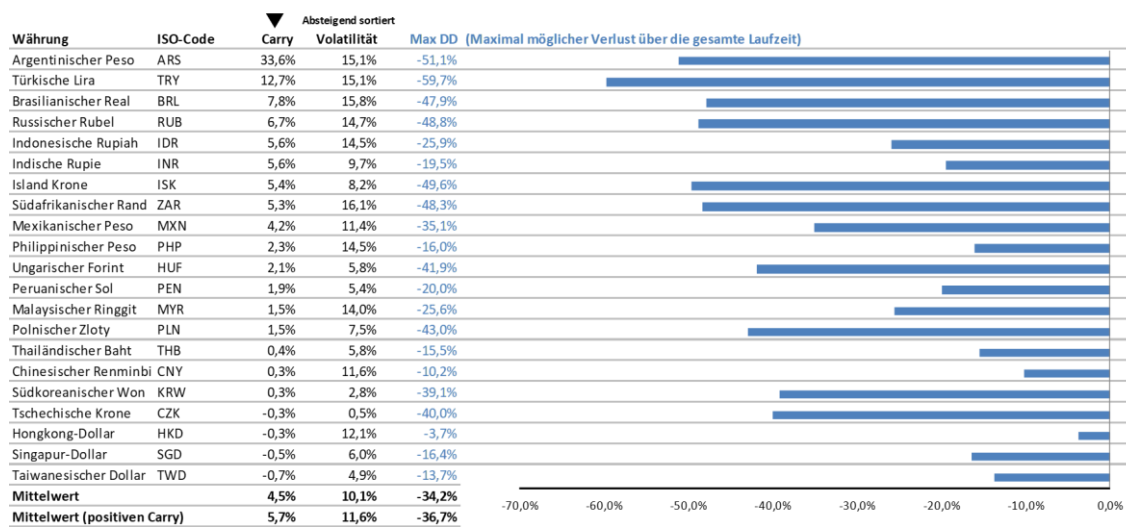
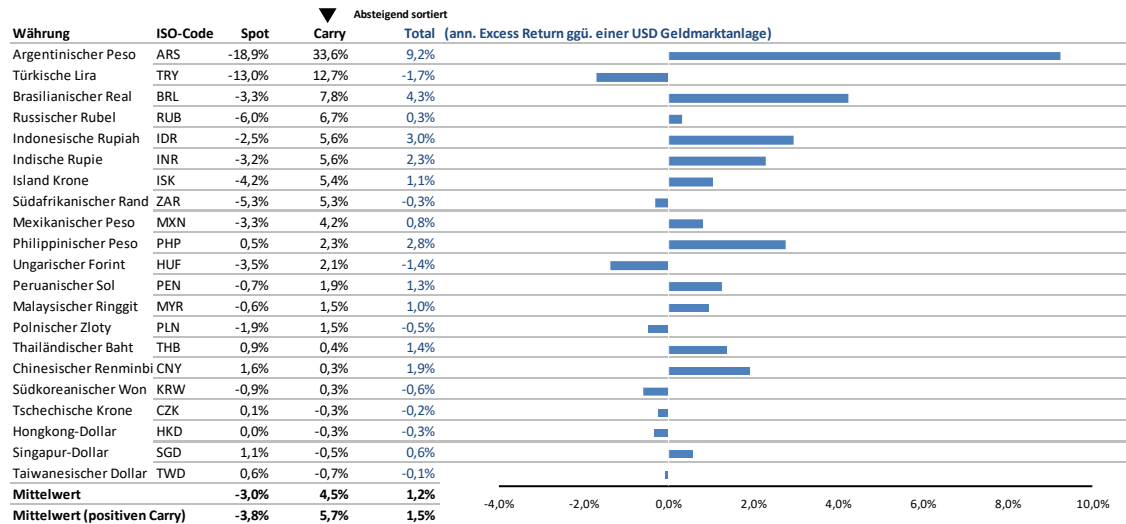
Emerging Market Währungen sind hier keine Ausnahme. Als Beispiel ist hier die Indonesische Rupiah gegenüber dem US-Dollar aufgeführt. Die Säulen in der Grafik entsprechen monatlichen Veränderungsraten. Die Säule links außen bedeutet, dass in 0,5% der Fälle (Monate) die Währung 13% an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren hat. Wertverluste von 9% oder mehr im Monat sind historisch in 1,5% der Fälle und damit im Schnitt alle 5,5 Jahre aufgetreten. Bei einer Normalverteilung wäre dies nur alle 830 Jahre der Fall. Die Kennzahlen einer Normalverteilung gegenüber der echten Verteilung unterscheiden sich erheblich.



Emerging Market Währungen haben die Tendenz, langfristig abzuwerten. Die Regierungen und Notenbanken dieser Länder sind oftmals nicht so diszipliniert wie die der entwickelten Volkswirtschaften. Geld zu drucken oder die Zinsen niedrig zu halten ist in den Augen der Entscheidungsträger kurzfristig oftmals die attraktivere Alternative. Wenn die Inflation steigt, ist dieser Prozess oft irreversibel. Das bedeutet nicht, dass man kein Geld in den Emerging Market Währungen verdienen kann. Die Emerging Markets bieten in der Regel höhere Zinsen als die Länder der entwickelten Volkswirtschaften. Dieser Zinsvorsprung wird auch Carry genannt und kann über den Devisenterminmarkt, über den Abschlag auf den Terminkurs, vereinnahmt werden. Geld verdienen lässt sich aber nur, wenn der Zinsvorsprung bzw. Terminabschlag nicht durch eine Wechselkursabwertung wieder aufgeessen wird. Empirisch lässt sich zeigen, dass dies im Schnitt

nicht der Fall ist. Es gibt langfristig eine Risikoprämie in Emerging Markets Währungen, auch wenn dies mit gelegentlich hohen Rückschlägen einhergeht.

Historischer Ertrag (Total), historische Risikoprämie (Carry) und Verlustpotential (Max DD) von Emerging Markets im Überblick

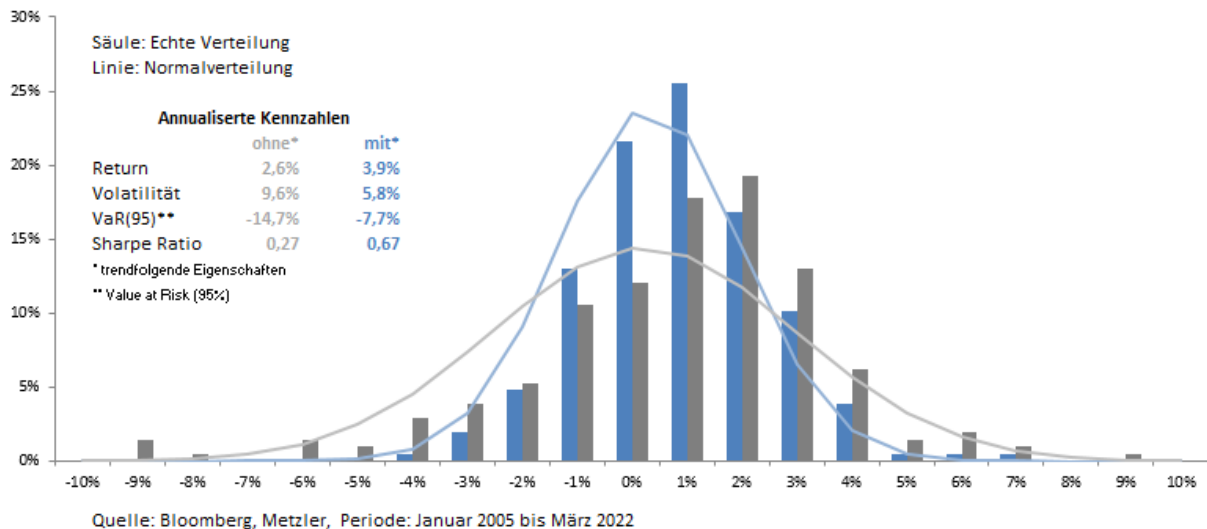


Sich vor diesen Rückschlägen möglichst effektiv zu schützen, sollte das Ziel bei einer Anlage in Hochzinswährungen sein. Die Kunst des Tail-Risk-Schutzes besteht darin, sich asymmetrisch vor den Ereignissen auf der linken Seite (den verlustbringenden) zu schützen und sich gleichzeitig an den Ereignissen auf der rechten Seite (die Gewinne bringen) zu beteiligen. Es gibt eine Reihe von Möglichkeiten, wie Anleger das Tail-Risiko begrenzen können - unter anderem durch Derivate. Es ist allerdings auch klar, dass der Markt sich der Fat-Tail-Problematik bewusst ist. Hier sei nochmal der Volatility Smile bei Optionen erwähnt. Optionen, die das Tail-Risk absichern, sind relativ teuer. Die Risikoprämie, die man aus den Investments erwartet wird daher oftmals von der Optionsprämie aufgeessen.

Gibt es eine Möglichkeit die Verteilung der Returns so zu verändern, so dass insbesondere der linke Tail verringert wird und gleichzeitig eine Risikoprämie erhalten bleibt? Die langfristige

Ertragserwartung nicht zu sehr gemindert wird, bzw. im Idealfall sogar verbessert wird. Wir glauben ja. Dies liegt an einer weiteren Eigenschaft von Emerging Market Währungen: dem Trendverhalten. Diese Eigenschaft kommt insbesondere in Krisensituationen zum Tragen. Gerade in fallenden Phasen ist der Trend meist ausgeprägt. Beginnt die Währung zu fallen, sehen Investoren diese nicht mehr als Investitionschance, sondern befürchten eine Abwärtsspirale. Die schwächere Währung führt zu mehr Inflation und dies schwächt wiederum die Währungen. Die Politik ist in einem solchen Umfeld oftmals nicht gewillt die drastischen Maßnahmen, die zur Stabilisierung der Währung notwendig wären, durchzuführen. Die Fundamentaldaten verschlechtern sich weiter. Dies führt wiederum zu Verkäufen durch die Investoren, einer schwächeren Währung und mehr Inflation - ein Teufelskreis. Die Berücksichtigung von den trendfolgenden Eigenschaften (z.B. in Form von Modelsignalen) in Emerging Markets Währungen, insbesondere zum Schutz vor starken Verlusten, erscheint daher als ein sinnvolles Werkzeug zur Steuerung des Währungsrisikos.

Anbei ein Vergleich eines Währungsportfolios mit einem Basket von 5 Emerging-Market-Währungen mit und ohne Berücksichtigung der trendfolgenden Eigenschaften. Die Säulen stellen monatliche Returns dar, in der Tabelle sind die Zahlen annualisiert. Gut zu sehen ist, dass durch die Berücksichtigung der trendfolgenden Eigenschaften die linken extremen Ereignisse, Verluste über 6% in einem Monat, komplett abgeschnitten wurden. Dafür muss man einen Preis zahlen. Extrem positive Monate sind damit nicht zu erzielen. Insgesamt wird das Risiko aber gesenkt und die risikoadjustierten Kennzahlen verbessern sich deutlich (siehe Grafik).



Über Metzler Currency Management

Metzler ist das älteste deutsche Bankhaus im ununterbrochenen Besitz der Gründerfamilie. Die 1674 gegründete Privatbank zeichnet sich durch ein unverwechselbares Profil aus und konzentriert sich bewusst auf individuelle Kapitalmarktdienstleistungen für institutionelle Anleger und anspruchsvolle Privatkunden.

Metzler Currency Management steht für langjährige Expertise im Währungsbereich. Wir beraten institutionelle Kunden und Unternehmen beim strategischen Währungsmanagement. Mit dem Angebot passiver und aktiver FX Overlay Konzepte, sowie systematischer Anlagestrategien in unterschiedlichen Währungsräumen mit dem Ziel risiko-adjustierter Zusatzerträge zu vereinnahmen, bieten wir unseren Kunden Lösungen zu sämtlichen Problemstellungen im Währungsmanagement aus einer Hand.

Metzler Currency Management

Metzler Capital Markets

Untermainanlage 1

60329 Frankfurt am Main

Telefon: (0 69) 21 04 44 51

E-Mail: FXOverlay@metzler.com

www.metzler.com

Achim Walde

Currency Management Advisory

Telefon (0 69) 21 04 275

E-Mail: AWalde@metzler.com

Kontakt:

AGATHON CAPITAL GmbH

Krankenhaus Süd · Im Zollhafen 24, 50678 Köln

Tel: 0221 975868-30

E-Mail: info@agathon-capital.de



Erich Schilcher

Geschäftsführer

Tel: 0221 975868-31

E-Mail: erich.schilcher@agathon-capital.de



Jürgen Büschges

Senior Sales Manager

Tel: 0221 975868-35

E-Mail: juergen.bueschges@agathon-capital.de



Steffen Borgmann

Sales Manager

Tel: 0221 975868-34

E-Mail: steffen.borgmann@agathon-capital.de



Lars Postall

Senior Sales Manager

Tel: 0221 975868-36

lars.postall@agathon-capital.de

Wichtiger Hinweis

Die Informationen in dieser Publikation sind ausschließlich für institutionelle Investoren und Finanzintermediäre bestimmt und nicht für Privatanleger.

Für den Inhalt sind ausschließlich die jeweiligen Anbieter verantwortlich. Die TELOS GmbH übernimmt keine Gewähr und/oder Haftung für die Richtigkeit der Angaben. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die dargestellten Strategien und Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel. +49 (0)611 9742 100

E-Mail: info@telos-rating.de

Web: www.telos-rating.de