



Konjunktur und Strategie

5. September 2024

Fundamentales EUR/USD-Signal im Echtzeittest: Es funktioniert!

Flexible Wechselkurse sind für Volkswirtschaften und Unternehmen Fluch und Segen zugleich. Auf der einen Seite sind sie grundsätzlich notwendig, damit ein Ausgleichsmechanismus dafür existiert, dass Volkswirtschaften und Währungsräume im Zeitverlauf extrem unterschiedliche Produktivitätspfade aufweisen können. Beispielsweise entwickelte sich Deutschland nach dem Krieg bis zum Beginn der europäischen Währungsunion wirtschaftlich signifikant besser als Italien. Im Ergebnis wertete die D-Mark gegenüber der italienischen Lira nahezu konstant auf. Dadurch blieben italienische Produkte trotzdem hinreichend konkurrenzfähig. Gleichzeitig konnten deutsche Touristen mit ihrer starken D-Mark in Italien günstig Urlaub machen. Auch heute sind Wechselkursschwankungen zwischen Ländern und Währungsblöcken der Ausdruck von Differenzen in der wirtschaftlichen Entwicklung, aber auch Ergebnis von Zins- und Kaufkraftunterschieden. Sie sind letztlich das notwendige Schmiermittel und Scharnier, um den Austausch von Waren, Dienstleistungen und Kapital in einer dynamischen und globalisierten Welt abzubilden, ohne dass es zu größeren Schief lagen und Verwerfungen kommt.

Herausforderungen flexibler Wechselkurse

Überall dort, wo Licht ist, ist aber auch Schatten. Denn Wechselkurse bewegen sich zuweilen vergleichsweise erratisch. Nicht immer kann man den Eindruck gewinnen, dass die Entwicklung von Wechselkursen allein fundamentalen Gründen folgt. Zudem ist oftmals erst im Nachhinein nachvollziehbar, warum sich der Wechselkurs in eine bestimmte Richtung bewegt hat. Das macht den Umgang mit Wechselkursen für die Real- und auch

die Finanzwirtschaft zu einer herausfordernden Angelegenheit. So gehen beispielsweise europäische Investoren, die US-Wertpapiere kaufen, zusätzlich zu den eigentlichen Risiken der Aktien und Anleihen Wechselkursrisiken ein, die in ihrem Umfang nur schwer einzuschätzen sind. Auch Unternehmen, die sich auf Export- und Importmärkten bewegen, wird die Planung zukünftiger Umsätze durch flexible Wechselkurse massiv erschwert. Schließlich kann beispielsweise ein deutscher Autohersteller seine Preise in den USA nicht ständig anpassen, nur weil sich der Euro/US\$-Wechselkurs bewegt.

Hier gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten, mit diesen Herausforderungen umzugehen. Auf der einen Seite kann man die These vertreten, dass sich kurzfristige Schwankungen langfristig ausgleichen und die sich jeweils ergebenden wechsellkursbedingten Vor- und Nachteile von Unternehmen einfach „ausgehalten“ werden müssen. Es besteht aber auch die Möglichkeit, Wechselkursrisiken abzusichern. Wer Wechselkursrisiken nicht eingehen kann oder eingehen mag, kann z.B. sog. Devisentermingeschäfte tätigen, um die Effekte flexibler Wechselkurse abzumildern oder ganz zu eliminieren. Natürlich gibt es hier kein „Free Lunch“. Der Preis für diese Absicherung besteht – grob gesprochen – in der Zinsdifferenz der betroffenen Währungsräume. Hier muss sich jeder Akteur fragen, ob er bereit ist, diesen zuweilen recht hohen Preis für eine Absicherung zu zahlen.

Dynamische Absicherung als Alternative

Eine Möglichkeit, die Kosten einer statischen Absicherung zu umgehen, bestünde möglicherweise darin, mit einer dynamischen Absicherung zu arbeiten, die nur dann Absicherungsgeschäfte eingeht, wenn sie besonders vielversprechend erscheinen. Läuft die Wechselkursentwicklung dagegen für einen Investor oder ein Unternehmen,

wäre eine Absicherung kontraproduktiv. Wenig überraschend ist dementsprechend die dynamische Absicherung von Wechselkursrisiken so etwas wie der „Heilige Gral“ der Finanzbranche. Gelänge es, hier mit einer hohen Trefferquote zu agieren, könnten Investoren und Unternehmen teils hohe Kosten erspart und zusätzliche Gewinne ermöglicht werden. Wichtig wäre es zudem, Signale mit einer nicht zu hohen Frequenz zu generieren. Denn eine zu hohe Frequenz der Signale treibt die Kosten ebenfalls in die Höhe und steht nur selten in einem guten Verhältnis zu dem zu erwartenden Ergebnis.

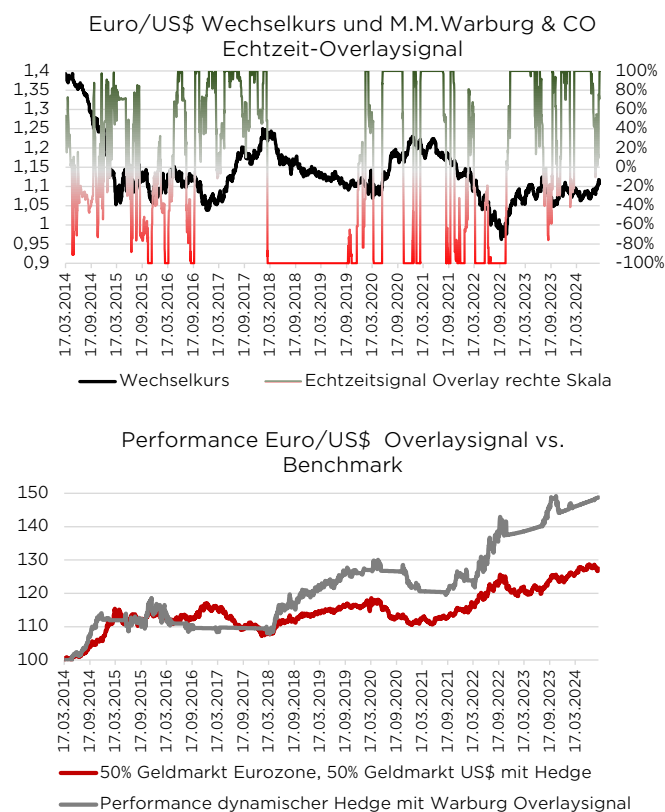
Das Warburg Overlay-Modell

Wir haben daher bei Warburg vor etwa elf Jahren versucht, ein Euro/US\$-Overlaymodell zu entwickeln, das mehrere Anforderungen erfüllt: Zum einen sollte die Signalfrequenz nicht zu hoch sein, so dass das Modell für Kunden in der Praxis auch nach Kosten einen Mehrwert entfalten kann. Zum anderen sollte die Trefferquote so hoch sein, dass bei einer mehrjährigen Implementierung ein nachweisbarer, systematischer Zusatznutzen für Kunden erzielt wird. Schließlich hatten wir uns ins Lastenheft geschrieben, mit einem Modell zu arbeiten, das nicht einer Black Box gleicht, sondern jederzeit zu nachvollziehbaren und gut erklärbaren Ergebnissen führt.

Unser Hauptmodell, das wir seit der Entwicklung vor etwa elf Jahren an keiner Stelle mehr verändert haben, funktioniert wie folgt: Jede Nacht wird eine größere Anzahl von konjunkturrelevanten europäischen und US-Daten automatisch eingelesen. Für jede dieser Zeitreihen wird ein langjähriger Trend ermittelt, sodass wir am aktuellen Rand jeweils vergleichsweise genau wissen, welcher Wert der Zeitreihe mit einer konjunkturneutralen Lage vergleichbar wäre. In einem zweiten Schritt wird nun ermittelt, inwieweit die tatsächlichen Daten von den konjunkturneutralen Daten abweichen. Für jeden Wirtschaftsraum errechnen wir einen Indikator, der insgesamt Auskunft darüber gibt, ob und in welchem Umfang sich der Währungsraum ober- oder unterhalb einer konjunkturneutralen Lage befindet.

Aus der Differenz dieser zwei Indikatoren leiten wir dann in einem weiteren Schritt das Währungs-Overlay-Signal ab. Seit dem 17.3.2014 wird dieses Echtzeit-Signal täglich im Intranet veröffentlicht (für alle, die einen Zugriff darauf haben: Es ist das Modell Nr. 3 im Bereich Währungs-Overlay). Dieses Modell wird durch Modelle ergänzt, die die Timing-Entscheidung optimieren können, da das fundamentale Differenzenmodell nur darauf „getrimmt“ ist, grundlegende Trends auszuwerten, ohne den optimalen Tag für einen Signalwechsel zu bestimmen.

Trotzdem hat uns nach mehr als zehn Jahren Echtzeiterfahrung die Frage gereizt, herauszufinden, inwieweit alleine schon das wenig frequente und nicht timingorientierte Basismodell in Echtzeit funktioniert hat. Die Erkenntnis in zwei Worten: Sehr gut. Eine statische Benchmark aus 50% US\$-Geldmarkt ohne Absicherung und 50% mit Absicherung hätte sich deutlich schlechter entwickelt als ein US\$-Geldmarktinvestment mit dynamischer Steuerung.



Ein Zufall können die guten Ergebnisse nicht sein. Wir haben mit einem Zufallsgenerator 10.000 Signalstrukturen mit gleicher Frequenz und Amplitude generiert und konnten nur in 12% der Fälle mit Zufallssignalen eine bessere Wertentwicklung erzielen. Auch die Risikoeigenschaften sind zu gut, um ein Zufallsergebnis zu sein. Beispielsweise fielen die Rückschlagrisiken (wir haben diese Risiken über die Fläche von Unterwassercharts gemessen) bei Nutzung von Zufallssignalen deutlich höher aus als bei Implementierung des Overlay-Signals.

Zudem lässt sich das Ergebnis durch Berücksichtigung unserer Echtzeit-Timing-Signale nur unwesentlich verbessern. Für Volkswirte ist das eigentlich ein schönes Ergebnis: Zeigt es doch, dass die Analyse fundamentaler Daten immer noch einen Mehrwert liefern kann, wenn man es nur systematisch und langfristig genug betreibt.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	05.09.2024 11:48	29.08.2024 -1 Woche	02.08.2024 -1 Monat	04.06.2024 -3 Monate	04.09.2023 -12 Monate	29.12.2023 YTD
Dow Jones	40975	-0,9%	3,1%	5,8%	17,6%	8,7%
S&P 500	5526	-1,2%	3,4%	4,4%	22,4%	15,9%
Nasdaq	17084	-2,5%	1,8%	1,3%	21,8%	13,8%
Russell 2000	2145	-2,6%	1,7%	5,5%	11,7%	5,8%
DAX	18598	-1,7%	5,3%	1,0%	17,5%	11,0%
MDAX	25301	-0,8%	3,4%	-5,5%	-9,2%	-6,8%
TecDAX	3267	-4,0%	0,5%	-2,7%	3,5%	-2,1%
EuroStoxx 50	4829	-2,8%	4,1%	-2,5%	12,8%	6,8%
Stoxx 50	4436	-2,6%	2,7%	-1,0%	11,8%	8,4%
Nikkei 225	36657	-4,4%	2,1%	-5,6%	11,3%	9,5%
MSCI Welt	3580	-1,4%	3,8%	3,7%	19,7%	13,0%
MSCI Welt SRI	3361	-2,1%	3,8%	-6,4%	15,5%	8,0%
MSCI Emerging Markets	1074	-2,0%	1,2%	2,1%	7,8%	4,9%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	134,54	66	-68	414	268	-268
Bobl-Future	117,97	26	-38	147	239	-131
Schatz-Future	106,32	4	-10	121	133	-23
3 Monats Eunbor	3,45	-22	-22	-46	-35	-43
3M Eunbor Future, Dez 2024	3,01	2	6	-32	-20	71
3 Monats \$ Libor	5,27	0	-22	-33	-39	-32
Fed Funds Future, Dez 2024	4,45	-7	14	-52	13	62
10-jährige US Treasuries	3,76	-11	-3	-57	-42	-10
10-jährige Bunds	2,22	0	11	-30	-33	22
10-jährige Staatsanl. Japan	0,88	-2	-9	-15	24	25
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,44	-3	5	-41	-53	-25
IBOXX AA, €	3,13	-5	3	-33	-63	6
IBOXX BBB, €	3,64	-3	2	-37	-97	-11
ML US High Yield	7,56	9	-33	-52	-96	-23
Rohstoffmärkte						
Roböl Brent	73,35	-8,6%	-4,6%	-5,5%	-17,6%	-5,6%
Gold	2516,38	-0,3%	4,2%	8,1%	29,8%	21,8%
Silber	28,18	-4,5%	-0,6%	-4,7%	16,3%	16,2%
Kupfer	8836,82	-3,2%	-1,1%	-10,0%	4,7%	4,4%
Eisenerz	92,93	-5,8%	-10,6%	-13,7%	-21,4%	-31,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	1902	4,1%	13,6%	4,9%	75,6%	-9,2%
Devisenmärkte						
EUR/USD	1,1094	0,1%	2,4%	2,1%	2,7%	0,4%
EUR/GBP	0,8429	0,2%	-1,2%	-1,0%	-1,4%	-2,7%
EUR/JPY	159,22	-0,7%	-1,3%	-5,4%	0,7%	1,8%
EUR/CHF	0,9389	0,3%	-0,5%	-3,2%	-1,7%	1,4%

Quelle: Refinitiv Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.