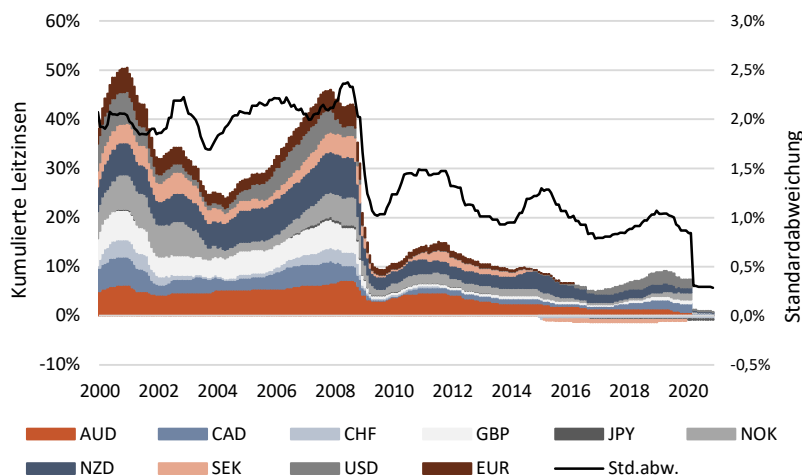


EINE KURZE GESCHICHTE DES WÄHRUNGSMARKTES

Der Währungsmarkt ist unverändert der liquideste Kapitalmarkt, dennoch ist es zunehmend herausfordernd, kontinuierliche Erträge zu erzielen. Warum ist dies der Fall? In diesem Beitrag betrachten wir die wichtigsten ökonomischen Entwicklungen und Ereignisse der vergangenen 20 Jahre und ordnen ihre Auswirkungen auf die Entwicklung der relevantesten Währungsstrategien ein, die in diesem Zeitraum die dominante Rolle im Devisenhandel spielten: „Momentum“, „Carry“ und „Value“. Wir wenden uns der Frage zu, warum ein diversifizierter Mix dieser Strategien in der Vergangenheit angemessen war und ob die Umstände, die diese Strategien brauchen, um erfolgreich zu sein, nach und nach verschwinden. Um es gleich vorwegzunehmen: Sie verschwinden in der Tat – vor allem bei den Carry- und Value-Strategien. Abschließend sehen wir uns an, was wir aus der Vergangenheit lernen können und wo sich in Zukunft möglicherweise wieder Opportunitäten auftun, die in aktiven Währungsstrategien erfolgreich genutzt werden können.

Abb. 1 – G-10-Leitzinsen und ihre relative Standardabweichung



Quelle: Bloomberg, Berenberg. Stand: 31.12.2020

Abbildung 1 zeigt, wie sich die Leitzinspolitik der Zentralbanken in den letzten 20 Jahren entwickelt hat. Wenn man die Entwicklung der Zinssätze wie oben in einer Grafik übereinanderlegt, werden die Auswirkungen der globalen Finanzkrise (GFK) auf das Niveau der Leitzinsen offenkundig. Nicht minder bemerkenswert ist aber auch die Abwärtsentwicklung der Standardabweichung dieser Zinssätze. Unser aktuelles Umfeld wird durch schmale Renditen und marginale Zinsunterschiede innerhalb der G10-Staaten geprägt. Dies wirkt sich insbesondere auf Carry-Strategien aus, die ihre Signale eben aus den jeweiligen Zinsdifferenzen beziehen. Der Gesamtzeitraum, den wir hier näher betrachten wollen, lässt sich chronologisch in die nachstehend kurz beschriebenen Teilzeiträume gliedern:

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► Insights

- Aktien
- Anleihen
- Multi Asset
- Systematic Solutions
- Overlay**
- ESG
- Consulting

Im Rahmen von **Insights** geben wir Ihnen ein besseres Verständnis unserer Anlagephilosophie und unseres Denkens.

Die im Jahr 2008 eingeläutete weltweite Niedrigzinspolitik nimmt der Carry-Strategie die Voraussetzung auf Erfolg.



2000–2001 Rezession der frühen 2000er Jahre. In dieser Zeit erlebten die Europäische Union und der neu eingeführte Euro eine schwierige Übergangsphase. In den USA gingen zehn Jahre wirtschaftlicher Expansion mit dem Platzen der Dotcom-Blase zu Ende. Die Anschläge vom 11. September 2001 führten auch zu einem Umfeld geopolitischer Instabilität. Die Stärke des US-Dollars gegenüber den anderen Hauptwährungen war ein Ausdruck der Risikoaversion. Der japanische Yen verlor mehr als die meisten anderen Währungen, da Japan in einem Jahrzehnt (1991-2001) mit wirtschaftlicher Stagnation und Deflation feststeckte. Die Bank of Japan senkte die Zinssätze auf null und versuchte, die Liquidität zu fördern – das mag heute sehr vertraut klingen.

2002–2006 Wirtschaftliche Expansion. In den USA ließ Alan Greenspan die guten Zeiten mit niedrigen Zinssätzen und begrenzter Finanzmarkt-Regulierung anbrechen. In Großbritannien beendete Gordon Brown den Prozess der Boom- und-Bust-Wirtschaft und leitete eine langfristige Stabilität ein. Der Euro war stark, ebenso das Pfund und der US-Dollar – und damit die Dollar-Finanzierung günstig. Der Yen hingegen blieb schwach, und da die Zinssätze so niedrig waren, war es der Carry-Trade der Wahl. Im Jahr 2005 begann dieser Autor eine Karriere an den Finanzmärkten und begann mit der Rückzahlung von Studentenkrediten. Was konnte da schief gehen?

2007–2009 GFK. Die Ereignisse, die durch das Platzen der Immobilienblase in den USA ausgelöst wurden, führten zu einer Schuldenkrise, einer Bankenkrise und einer globalen Rezession. Regierungen und Zentralbanken reagierten mit Stimulierungsmaßnahmen und groß angelegten Regeländerungen, um die Risiken des Bankensektors - der eine Rettungsaktion benötigt hatte - zu reduzieren. Der Dollar erstarkte und fungierte wieder als sicherer Hafen - dieses Mal zusammen mit dem japanischen Yen. Japan hatte bereits seine Erfahrungen mit den Stimulierungsmaßnahmen gemacht, die nun von den anderen großen Volkswirtschaften eingesetzt wurden.

2010–2012 Europäische Staatsschuldenkrise. In dieser Zeit sah sich der Markt gezwungen, den Wert von Staatsschulden der Industrieländer in Frage zu stellen und zu hinterfragen, ob die Eurozone zusammenbleiben würde, da mehrere Mitgliedsstaaten der Eurozone nicht in der Lage waren, ihre Rückzahlungen zu leisten oder ihre Schulden ohne externe Rettungsmaßnahmen zu refinanzieren. Dies wurde schließlich 2012 dadurch gemildert, dass die EZB unbegrenzte Unterstützung für alle Länder der Eurozone anbot, die von einem Rettungspaket betroffen waren. Trotz einer Tendenz zur Schwäche von Euro und Pfund gab es in diesem Zeitraum keine klare Trendrichtung und die Volatilität blieb erhöht.

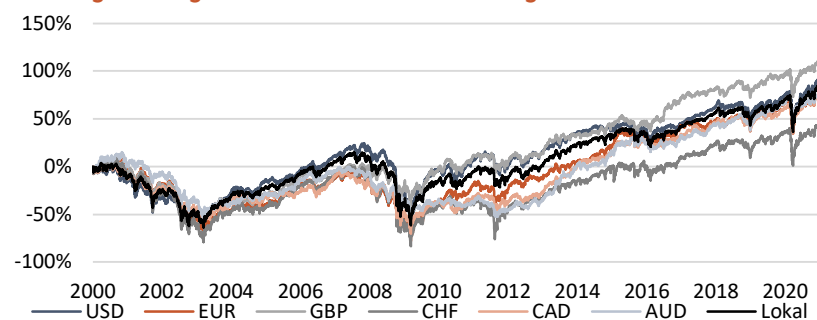
2013–2015 Das Zeitalter der Anpassung. Die Auswirkungen der GFK und der europäischen Staatsschuldenkrise führten zu einer Phase der Beruhigung mit geringer Volatilität und niedrigen Zinsen, in der sich die Märkte auf vorhersehbare Maßnahmen der Zentralbanken verließen. Der Dollar wurde im Vergleich zu den anderen großen Währungen immer stärker, unter anderem auch deshalb, da lediglich von der US-Zentralbank erste restriktive Maßnahmen erwartet wurden. Das Ende dieses Zeitalters begann mit der Aufhebung der Untergrenze in EUR/CHF durch die SNB, die bewies, dass es so etwas wie eine sichere Sache nicht gibt.

2016 Das Jahr der politischen Schocks. Der Brexit war unerwartet, die Wahl von Trump war es noch mehr. Diese Ereignisse zeigten, dass die Faktoren, an denen die Erwartungen gemessen wurden, ganz anders waren als jene, welche die Ergebnisse bestimmten. Das Pfund fiel, der Euro verlor an Wert und der Dollar legte zu.

2017–2019 Das Zeitalter der Unsicherheit. Wenn Fake News wahre Nachrichten sind, sind dann wahre Nachrichten Fake News? Die Volatilität war gering, die Währungen schwankten leicht, wobei der Dollar ab 2018 zulegte und sich die Zinssatzdifferenzen zum Ende der Periode erneut einengten.

2020 Covid-19. Die verhängten Sperren und Einschränkungen stürzten die Welt in eine Rezession und beschleunigten den Wandel bei der Einführung neuer Technologien, was die Art, wie wir leben und arbeiten, nachhaltig veränderte. Erste Stimmen sprachen dem Dollar seinen Status als sichere Hafen ab, während der Euro und das Pfund sich nach dem anfänglichen Schock stärkten. Die Unterschiede in den Zinsen sind wieder marginalisiert.

Abb. 2 – MSCI World Developed Index, Kumulative Performance in lokaler Währung und umgerechnet in sechs Basiswährungen

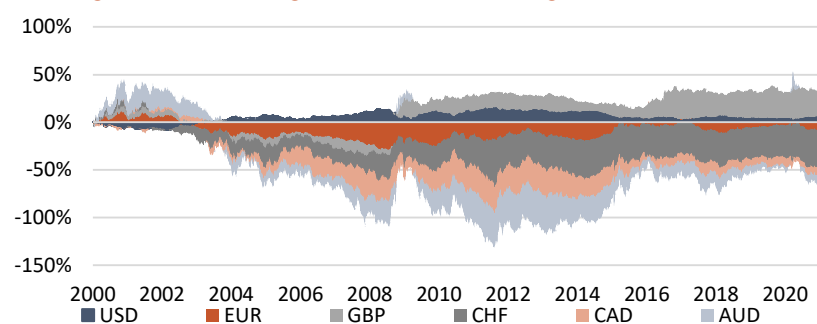


Quelle: Bloomberg, Berenberg. Stand: 31.12.2020

Abbildung 2 zeigt die Auswirkungen auf die Performance, wenn die Rendite in lokaler Währung (Heimatwährung des Investments) im MSCI World Developed Index in eine andere Basiswährung (Heimatwährung des Investors) umgerechnet wird. Die fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen, die im Zuge der GFK beschlossen wurden, engten die Schwankungsbreite unter den Hauptwährungen nachhaltig ein, während die Differenz zu den Ausreißern signifikanter wurde.

Im Nachgang der GFK haben sich die Wechselkursentwicklungen unter den großen Währungsräumen eingengt, während sich Ausreißer noch weiter absetzten.

Abb. 3 – MSCI World Developed Index, Differenz der Performance in lokaler Währung nach Umrechnung in andere Basiswährungen



Quelle: Bloomberg, Berenberg. Stand: 31.12.2020



Noch deutlicher ist der Währungseinfluss in Abbildung 3 ersichtlich, in der die kumulativen Performance-Unterschiede zur Rendite in lokaler Währung nach Umrechnung in eine andere Basiswährung abgebildet werden. Wie wir hier sehen, stabilisieren sich die Unterschiede zum Ende dieses Zeitraums hin, was zum einen auf die grundsätzlich geringeren Wechselkursschwankungen hinweist. Zum anderen zeigt sich aber auch, dass die Investoren aus Großbritannien dank der Schwäche des GBP mit ihren ausländischen Aktien im Portfolio zusätzliche Gewinne erzielten, während sich bei Investoren aus der Schweiz aufgrund der Stärke des CHF das genau gegenläufige Bild ergab. Auch die Volatilität der Renditen für Investoren aus Australien oder Kanada ist bemerkenswert, ebenso die relative Stabilität der Investitionen mit der Heimatwährung USD und EUR im Großteil dieses Zeitraums.

Anhand der Darstellungen zum globalen Aktienindex ist zu erkennen, wie die Märkte auf die Ereignisse reagierten, die für die dargestellten Teilzeiträume prägend waren. Damit können wir nun einen genaueren Blick auf diese Entwicklungen und die Auswirkungen auf die jeweiligen Handelsstrategien am Devisenmarkt werfen.

Handelsstrategien

Da sich Märkte im Laufe der Zeit weiterentwickeln, wird der Auslöser für Veränderungen oft erst im Nachhinein verstanden. Unterschiede bei den Akteuren, Produkten, Technologien und Regeln gehören zu den wichtigsten Faktoren, die zu berücksichtigen sind, aber ihre relativen Auswirkungen lassen sich nicht so leicht vorhersagen. Eine neuartige Strategie zu entwickeln, um von einer strukturellen Veränderung der Marktbedingungen zu profitieren, ist ein lohnendes, aber schwer erreichbares Ziel. Wenn eine solche Strategie durch die Performance validiert und durch Nachahmung übernommen und vervielfältigt wird, dann wird sie zu einem festen Bestandteil der Investmentlandschaft. Die Differenzierung der Anleger wird im Laufe der Zeit dazu führen, dass verschiedene Varianten dieser Strategie entstehen, aber die Kernkomponenten werden konstant bleiben. Wenn sich Marktstrukturen verändern, werden sich auch die Grundlagen und Annahmen, die diese Strategien benötigen, um zu überzeugen, verändern und anpassen. Manchmal geschieht dies in einem extremen Ausmaß, die dann ebenjene Strategien dann nicht mehr die erwarteten Ergebnisse erzielen lassen. Darüber hinaus kann die groß angelegte Einführung einer Strategie zu einer Verringerung der Renditeeffizienz führen, da sie beginnen kann, genau den Markt zu beeinflussen, den sie zu messen versucht. Für Währungsmärkte betrachten wir die Performance der folgenden Strategien:

Momentum: Marktbewegungen sind direktional und das Renditepotenzial ergibt sich durch die frühzeitige Erkennung von Trendwechsel.

Carry: Zinsdifferenzen bieten die Möglichkeit, Rendite zu erzielen und gleichzeitig von relativen Risikoprämien zu profitieren.

Value: Währungen kehren im Laufe der Zeit zum Fair Value zurück und bieten eine Renditechance, wenn sie deutlich unter- oder überbewertet sind.

Frei nach Sergio Leones „The good, the bad and the ugly“: eine Chronologie der drei Handelsstrategien

Wir betrachten die allgemeine Performance der drei einzelnen Strategien, fokussiert auf das Universum der G10-Staaten. Hier sollen die grundsätzliche Performance der Investmentstrategie und das Marktgeschehen im Allgemeinen betrachtet werden.



Grün = gut; Rot = schlecht; Blau = harte Arbeit; Gelb = spezifische Handlung; Grau = Unsicherheit

Jahr	Rahmenbedingung	Momentum	Carry	Value
2000	Rezession zu Beginn der 2000er Jahre	Die Momentum-Strategie gewinnt an Stärke	Das goldene Zeitalter der Carry-Strategie	Unterbewertete Währungen im Fokus
2001				Es geht nur noch nach oben – Value führt zu noch mehr Value
2002	Wirtschaftliche Expansion			
2003				
2004				
2005		Überbewertete Währungen im Fokus		
2006	Die Momentum-Strategie muss „für ihr Geld hart arbeiten“	Es geht nur aufwärts – die Leidesphase der Strategie beginnt		
2007	Globale Finanzkrise			
2008		Blütezeit für Momentum	Bewährungsprobe	Zahntag
2009		Eine erneute Phase „harter Arbeit“ für die Momentum-Strategie	Erste Zweifel	Suche nach der neuen Normalität – kein Value-Thema mehr als Orientierungsanker vorhanden
2010	Das silberne Zeitalter der Carry-Strategie			
2011			Europäische Staatsschuldenkrise	
2012				
2013	Jahre der Anpassung	Blütezeit für Momentum	Jahre der Unsicherheit	Überbewertungen im Fokus
2014				Jetzt geht es nur noch abwärts – Value erzeugt noch mehr Value
2015	Politische Schocks	Es geht wieder an die Arbeit: Die Trend-Diagnose ist schwieriger als je zuvor	Der Strategie sind erneut die Value-Themen abhandgekommen	
2016				Zeit der Unsicherheit
2017	Zeit der Unsicherheit			
2018		Zeit der Unsicherheit		
2019	Schwieriges erstes Hj., gutes Jahresende		Wo sind die Zinsdifferenzen?	
2020		Covid-19-Schock		



Momentum

Momentum-Strategien entwickeln sich am besten in Phasen, die durch stetig verlaufende mittel- bis langfristige Trends gekennzeichnet sind. Sie erzielen auch bei kurzfristigen Trends eine gute Performance, allerdings ist dafür eine zielgerichtete und sorgfältig abgestimmte Vorgehensweise erforderlich.

Im Währungsbereich profitierte die Momentum-Strategie vom Trendverlauf der Märkte im Zeitraum von 2000 bis Ende 2004, allerdings brachte die Trendumkehr im Jahr 2005 den Ansatz, der sich dank der vorhergehenden Langzeittrends positiv entwickelt hatten, in Schwierigkeiten. Von 2006 bis 2008 setzte erneut ein eindeutiger Trendverlauf ein, und die Gewinne machten die vorherigen Einbußen mehr als wett. Aufgrund der Erfahrungen des Jahres 2005 war eine mögliche Trendumkehr mittlerweile stärker in den Fokus der Investmentstrategen gerückt. Dies machte sich im Jahr 2008 bezahlt, als die durch die GFK ausgelöste scharfe Trendumkehr so drastisch ausfiel, dass die Momentum-Modelle sofort ihre Positionierung umstellten und somit in beide Richtungen profitierten und eine starke Performance erzielen konnten. Die Folgejahre im Zeitraum 2009 bis 2014 wurden durch die Suche nach der neuen Normalität im Nachgang der GFK bestimmt, wobei die Märkte in eine Mean-Reversion-Phase eintraten, die durch kurze, abrupte Trends sowohl nach oben als auch nach unten gekennzeichnet war. Eine gute Performance der Momentum-Strategien war nur mit harter Arbeit zu erreichen, da auf Märkten in einem Mean-Reversion-Umfeld permanente Wachsamkeit erforderlich ist, um die Wendepunkte frühzeitig erkennen und deren Bewegung nutzen zu können. Ende 2014 bestätigten sich die Brüche bei der Rückkehr zum Mittelwert und es entwickelte sich ein mittelfristiger Trend im Jahresverlauf 2015 – ein Signal, auf das zunehmend komplexere Momentum-Strategien nur gewartet hatten und damit in diesem Zeitraum eine entsprechend gute Rendite erzielen konnten. Hieran schloss sich allerdings erneut eine schwierige Phase an, in der die Signale einer Trendbestätigung schwieriger zu erkennen waren, da einerseits der mangelnden Differenzierung am Markt das Vertrauen in die Investmententscheidungen nachließ und andererseits auch plötzliche Spitzen auftraten.

Für Momentum-basierte Strategien wurden die Phasen anhaltender Performance im Zeitverlauf deutlich kürzer und die Trenderkennung schwieriger.

Carry

Carry-Strategien erzielen gute Renditen in einem Marktumfeld mit spürbaren Zinsunterschieden, aber nur geringer Volatilität. Sie sind auf eine langsamere Renditeentwicklung ausgelegt, sodass ein plötzliches Risikoereignis zur überstürzten Auflösung von Risikopositionen führen kann. Im Zeitraum 2000 bis 2008 gewannen Carry-Strategien rasch an Beliebtheit. Die Zinsdifferenzen waren erheblich und dienten nach der Rezession zu Beginn der 2000er Jahre als Leitindikatoren für jene Währungen, die absehbar von entsprechenden Risikoprämien profitieren würden. Dieser Umstand in Verbindung mit Märkten, die klare Trends und geringere Schwankungsbreiten aufwiesen, läutete ein goldenes Zeitalter für Carry-Strategien ein, die entsprechend satte Renditen einfuhren. Im Jahr 2008 endete diese Phase allerdings abrupt, als die Investoren infolge der GFK die Flucht in sichere Anlagen antraten und Risikopositionen auflösten. Dadurch schmolzen die Gewinne aus den Risikoprämien dahin, die zuvor eingefahren worden waren. Da dies die erste wirkliche Bewährungsprobe für Carry-Strategien im Währungsuniversum war, gelang es vielfach nicht, auf das Tempo und Ausmaß der Entwicklung zu reagieren, und es kam zu erheblichen Verlusten. Die Weltlage nach der GFK erwies sich für Carry-Strategien zunächst als schwierig, da das Zinsgefälle immer weiter abschmolz, nachdem die Regierungen und Notenbanken rund um den Globus weitgehend ähnliche Stützungsmaßnahmen einleiteten. Die neuen Carry-Signale in diesem Zeitraum zeigten zwar Wirkung, nach der ausgeprägten Verlustphase war es jedoch

Die weltweit anhaltend homogenen Zentralbankentscheidungen ermöglichen kaum noch verlässliche Positionierungen, basierend auf Carry-Strategien.



verständlicherweise schwierig, in die Strategie wieder entsprechende Risikoallokationen einzubauen, und deshalb blieb manch anfängliche Chance für Performancesteigerungen ungenutzt. Von 2010 bis Mitte 2014 entwickelte sich durch die massiven Stützungsmaßnahmen jedoch ein Umfeld mit sehr geringer Volatilität, von dem Carry-Strategien profitieren konnten. Allerdings kam es in dieser Phase aufgrund eines Schwenks hin zu den noch verbleibenden Zinsunterschieden und weg von Risikoprämien zu einer mäßigeren Performance als prägendes Merkmal des silbernen Zeitalters der Carry-Strategie. Die Volatilitätsspitze Ende 2014 in Verbindung mit dem Abwärtstrend an den Aktienmärkten und geopolitischen Risiken läutete das Ende der positiven Entwicklung der Carry-Strategie ein, zumal sie eine zunehmend zurückhaltende Linie verfolgten und nach den Erfahrungen des Jahres 2008 wesentlich sensibler auf Risikoepisoden reagierten. Aufgrund der relativ hohen Volatilität in den Jahren 2015 und 2016 vollzog sich die Rückkehr zu Carry-Strategien erwartungsgemäß nur zögerlich, und obwohl sich der USD ab 2016 als attraktiver Renditebringer für Carry-Investments erwies, führten die politischen Unsicherheiten, die den Beginn dieses Zeitraums prägten, zu Herausforderungen bei dieser sehr schockanfälligen Strategie. Für diesen Zeitraum ist bemerkenswert, dass sich das absolute Zinsniveau auf einem sehr geringen Niveau im historischen Vergleich befand. Der relative Unterschied jedoch war vergleichsweise groß und verlieh Carry-Strategien entsprechend viel Aufmerksamkeit. Mit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie und den Reaktionen politischer Akteure schwanden die Zinsunterschiede vollends dahin.

Value

Die Value-Strategie hängt eng mit der richtigen Einschätzung des fairen Werts einer Währung zusammen. Währungen sind häufig über längere Zeit hin überbewertet oder unterbewertet, nähern sich aber im Trendverlauf nach und nach ihrem „Fair Value“ an bzw. nehmen ihn bei Eintritt eines Risikoereignisses sogar schlagartig wieder ein. Value-Strategien erzielten ab 2000 eine gute Performance und erlebten 2008 ihren „Zahltag“. Zwar konnte während der Rezession zu Beginn der 2000er Jahre mit diesen Strategien günstig zugekauft werden, doch später kam es zu leichten Einbußen, als im Jahr 2005 etwas zu früh überall Gewinnmitnahmen getätigt oder Positionen eröffnet wurden (wobei die vorangegangene Bewegung mit gewaltigem Schwung verlaufen war); der große Zahltag war jedoch 2008 erreicht, als es infolge der GFK zu den massiven Korrekturen kam, auf die man nur gewartet hatte. Aufgrund der Übertreibungen bei derartigen Korrekturen konnten die Value-Strategien auch in den Jahren 2014 bis 2016 profitieren, als sich die Welt im Zeitalter der Zentralbanken von den Katastrophenszenarien wegbewegte, die nach der GFK eingepreist worden waren. Mittlerweile tun sich Value-Strategien schwer, klare Signale aufzunehmen. Liegt dies womöglich daran, dass wir uns in einer Welt, in der sich die Unterschiede schon seit längerer Zeit nivellieren, inzwischen generell näher am fairen Wert bewegen?

Schlussfolgerungen

Beim Blick auf den Beobachtungszeitraum begegnen uns häufig Trading-Ansätze die einer ähnlichen Ideen unterliegen: Es wird eine übergeordnete Strategie entwickelt, welche die drei Kernstrategien (Momentum, Carry und Value) in ein ausgewogenes Verhältnis bringt und in der Art kombiniert, dass die stabilste und attraktivste Gesamtlösung entsteht. Aber warum ist dies eigentlich so und warum ist dieses Ergebnis in der Praxis in diesem Zeitraum nicht unbedingt immer eingetreten?

Die Unterschiede zwischen den Währungsräumen boten zuletzt kaum Potenzial für signifikante Über- oder Unterbewertungen – Value-Strategien mangelt es an Themen.

Die Momentum-Strategie basiert auf rückwärtsgewandten Komponenten, während Carry und Value größtenteils auf vorwärtsgewandte Elemente setzen.



Die Antwort auf die Frage nach dem „Warum“ hängt wesentlich mit der Diversifizierung vorwärts- und rückwärtsgewandter Elemente einer Strategie zusammen. Darunter verstehen wir diejenigen Bestandteile einer Strategie, durch die Kursbewegungen vorhergesagt werden, bevor sie eintreten, bzw. die Kursbewegungen erkennen, während sie eintreten. Die Momentum-Strategie enthält ausgeprägte Komponenten einer rückwärtsgewandten Strategie: Nachdem die Kurse in einer bestimmten Richtung in Bewegung geraten sind, wird erwartet, dass sich diese Bewegung fortsetzt. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass eine Bewegung aus einem bestimmten Grund einsetzt und dieser Grund dazu führt, dass sie sich weiter fortsetzt. Der Grund könnte struktureller Art oder in der Psychologie der Anleger (Behavioural Finance) begründet sein, wobei diese Bewegung genau beobachtet werden muss, damit wir von ihr profitieren können. Vielleicht entgeht uns dadurch die Vorspeise, doch unser Augenmerk ist mehr darauf gerichtet, rechtzeitig zum Hauptgang am Tisch zu sitzen.

Carry- und Value-Strategien enthalten einen vergleichsweise größeren Anteil vorwärtsgewandter Elemente. Bei Carry-Strategien profitieren wir vom aktuellen Zinsunterschied, wir verstehen diesen Unterschied jedoch zugleich als Indikator für eine Risikoprämie, die wir in der Zukunft einstreichen können. Bei der Value-Strategie besteht dieser Indikator im fairen Wert eines Assets, und nach unserer Auffassung ist eine erhebliche Abweichung von diesem Wert langfristig untragbar – wir erwarten also, von einer zukünftigen Korrektur profitieren zu können.

Bei vorwärtsgewandten Strategien treffen wir rechtzeitig ein, wenn die Party beginnt; es kann aber passieren, dass wir zu früh zur Stelle sind oder die Party woanders stattfindet. Erst der Mix aus vorwärtsgewandten und rückwärtsgewandten Elementen sorgt für die Stabilität dieser Strategien im Zeitverlauf – also ein Mix aus Hypothesen und der Bestätigung dieser Hypothesen.

Dass dieses ausgewogene Verhältnis im Beobachtungszeitraum nicht unbedingt immer erreicht wurde, hat wahrscheinlich mit der menschlichen Natur und unserer Faszination für Blasen zu tun. Weniger ausgewogene Strategien versprechen ein größeres Renditepotenzial in bestimmten Phasen, bergen aber auch ein größeres Verlustpotenzial. Carry-Strategien sind hier ein anschauliches Beispiel, denn sie schnitten im Vorfeld der Finanzkrise derart gut ab, dass sie schließlich erheblich übergewichtet waren. Entsprechend schmerzlich fielen für zahlreiche Investoren die Verluste aus.

Beim Aufbau einer Strategie kommt es darauf an, aus den Fehlern der Vergangenheit zu lernen, eine vernünftige Balance zwischen vorwärts- und rückwärtsgewandten Elementen zu finden und sich dabei nicht zu übermäßigen Risiken verleiten zu lassen.

Was bedeutet dies für die Zukunft?

In unserem gegenwärtigen Umfeld gilt es abzuwägen, ob Strategien wie Carry und Value derzeit Vorteile versprechen. Wie wir gesehen haben, führten die Ereignisse nach der GFK zu einer stärker nivellierten Welt mit geringeren Unterschieden. Wenn wir die Zinssätze in Abbildung 1 betrachten, so ist kein sonderlich großes Carry-Potenzial zu erkennen. Es ließe sich auch argumentieren, dass die einander ähnelnden währungspolitischen Antworten auf ähnlich gelagerte wirtschaftliche Probleme – vor allem innerhalb der G10 – darauf hindeuten, dass Abweichungen vom fairen Wert schwieriger in rationale Kriterien zu fassen sind, ebenso wie die Festlegung des fairen Werts an sich. Im Bereich rückwärtsgewandter Komponenten hatte die Momentum-Strategie Schwierigkeiten mit der Anpassung an die Seitwärtsbewegung des Markts: Die Momentum-Strategie funktioniert zwar nach wie

Die Rahmenbedingungen für einen Erfolg der Carry oder Value Strategie sind aktuell und auf absehbare Zeit nicht gegeben. Momentum hat weiterhin seine Berechtigung, erfordert jedoch mehr Arbeit.



vor, Rendite lässt sich jedoch nur mit viel harter Arbeit erwirtschaften – und das Erkennen der Entwicklungen erfordert raschere Reaktionen und größere Treffsicherheit, und zudem sind mehr Sorgfalt und schnellere Antworten notwendig.

Aber schließlich bewegt sich auch die ganze Welt heute schneller, Informationen werden schneller übertragen, die Menge an Informationen nimmt immer weiter zu, und auch die Informationsverarbeitung beschleunigt sich immer mehr. Diese technologiegetriebenen Veränderungen lassen wiederum Rückschlüsse auf das Potenzial zu, das sich für neue Strategien eröffnet. Die politischen Schockwellen des Jahres 2016 markierten in vielerlei Hinsicht einen grundlegenden Wandel in der Art und Weise, wie die Erwartungen gemessen wurden. Ereignisse wie die Brexit-Abstimmung und die US-Präsidentenwahl fielen gänzlich anders aus, als es die Analysen und Vorhersagen prognostizierten. Aber nicht alle waren überrascht, denn alternative Daten existierten bereits, und manch einer arbeitete schon an der Erfassung und Analyse dieser Daten und hatte sich damit wieder einen Vorsprung gesichert.

In unserem nächsten Beitrag befassen wir uns mit datengesteuerten Strategien und deren Potenzial als Frühindikatoren in einer zunehmend datengesteuerten Welt. Messung und Nutzung alternativer Datensignale sind zwar per se nicht neu, die explosionsartige Zunahme der Datenmengen und Nachrichten führt jedoch zu einem grundlegenden Wandel in der Informationstiefe dieser Strategien.

Die Kombination aus exponentiell steigender Datenmenge und verbesserter Rechenleistung ermöglicht die Entwicklung neuer Handelsstrategien mit hohem Erklärungsgehalt für Wechselkursbewegungen.



INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Matthias Grimm | Head of Investment & Risk Management Solutions

AUTOR



Marcus Fernandes

Portfolio Manager Overlay

+44 7971 338-937 | marcus.fernandes@berenberg.de

CO-AUTOR



Matthias Grimm

Head of Investment & Risk Management Solutions

+49 40 350 60-8583 | matthias.grimm@berenberg.de

Die Publikation ist Teil der Serie
Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► **Insights**

Aktien
Anleihen
Multi Asset
Systematic Solutions
Overlay
ESG
Consulting

[Berenberg Currency Overlay](#)

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Sie ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur in bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden.

Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Stand: 31. März 2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
Overlaymanagement@berenberg.de
www.berenberg.de