



## ADORA FX – 2022/23 im Rückblick – Das Alphanpotential des US Dollars.

von Dr. Denisa Čumova, FRM & Dr. Philipp J. Kremer, CFA, CAIA,  
La Française Systematic Asset Management

Die letzten beiden Jahre waren durch eine Vielzahl an geopolitischen Spannungen, sozioökonomischen Problemen und geldpolitischen Veränderungen gekennzeichnet, welche die globalen Aktien-, Renten- und Devisenmärkte gleichermaßen beeinflussten. Während die US-Notenbank zügig auf die sich aufbauende Lebenshaltungskostenkrise reagierte, indem sie die Zinssätze bereits 2022 aggressiv an hob, sah sich die Europäische Zentralbank mit dem Problem konfrontiert, insgesamt 20 verschiedene Volkswirtschaften zu berücksichtigen, bevor sie in angemessener Weise handeln konnte.

In Anbetracht eines potenziell besseren Krisenmanagements und besserer Wachstumsaussichten wenden sich Anleger oft Märkten in Übersee zu. Mit dem Vorteil global unkorrelierter Anlagen geht jedoch das Risiko der Währungsumrechnung einher: Die Rendite des Anlegers in seiner Heimatwährung hängt nicht nur von der Volatilität des jeweiligen Anlageinstruments ab, sondern auch von der Volatilität des zugrundeliegenden Wechselkurses. Die daraus resultierenden Auswirkungen sind nicht zu vernachlässigen. So liegt beispielsweise die Rendite des US 10 Year Treasury Bond Index im Jahr 2023 auf USD-Basis bei 3,9 %, reduziert sich aber auf lediglich 0,74 % auf EUR-Basis. Im Jahr 2022 war dieser Unterschied noch größer: Der Index verlor 7 % auf USD-Basis und weitere 7 % durch die EUR Umrechnung.

Vor dem Hintergrund dieses Performanceverlustes, erscheint meistens dem Investor eine statische Absicherung, bei der das gesamte Währungsrisiko eliminiert wird, als die beste Lösung. Eine solche Absicherung ist für den EUR-basierten Anleger jedoch nicht nur kostspielig, sondern kann zu Liquiditätsproblemen im Portfolio führen.<sup>1</sup> Der Anleger ist dann besser beraten, auf eine Overlay-Lösung zurückzugreifen, die dynamisch auf Marktbewegungen reagiert und die es ihm ermöglicht, an Fremdwährungsaufwertungen zu partizipieren und gleichzeitig negative Cashflows zu vermeiden. Im Folgenden stellen wir in der Abbildung 1 zusammen mit der Entwicklung einer USD-Long-Position diese Alternativen zum Währungsmanagement über die letzten zwei Jahre gegenüber. Dabei vergleichen wir die Performance eines EUR-Anlegers, der keine Absicherung vornimmt mit dem, der eine einfache statische Absicherung verfolgt und demjenigen der unser proprietäres Advanced Data Operating Risk Agent-Modell – kurz: ADORA-FX – anwendet. Der Fokus liegt dabei auf den letzten beiden Jahren, da sich durch die geopolitischen Ereignisse der Währungsmarkt erheblich verändert hat.

Anfang 2022 löste der Einmarsch Russlands in der Ukraine eine Welle von Erschütterungen in der ganzen Welt aus, was zu wirtschaftlichen Verwerfungen und einer weltweiten Energiekrise führte. Der daraus resultierende Preisanstieg zwang die Zentralbanken, die Zinssätze in einem noch nie dagewesenen Ausmaß zu erhöhen.

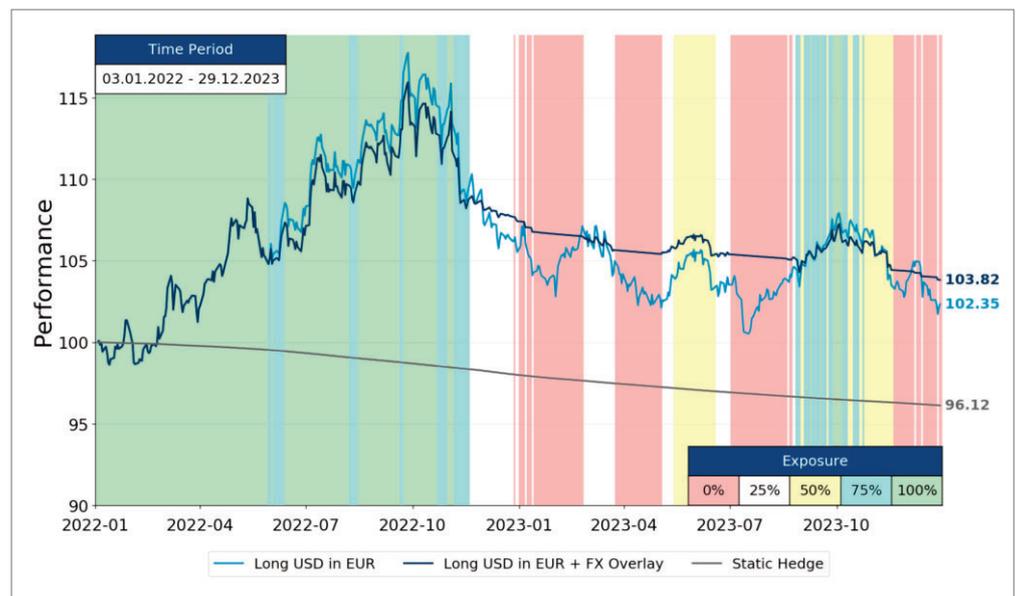
<sup>1</sup>) Den interessierten Leser verweisen wir auf den Artikel "The new Gold Standard? Machine Learning based Currency Overlay", der weitere Informationen zu den verschiedenen Möglichkeiten der Währungssicherung enthält.



Während die US-Notenbank die drastischsten Zinserhöhungen seit den 80er Jahren durchführte, stand die EZB vor einem komplexeren Dilemma. Gefangen zwischen der Anhebung des Einlagenzinses und der potenziellen Auslösung einer Rezession in der EU war ihre Antwort vorsichtiger und zögerlicher. Das Ergebnis war eine massive Aufwertung des USD nicht nur gegenüber dem EUR, sondern auch gegenüber anderen wichtigen Währungen. Anleger, die ihre USD-Investitionen ungesichert ließen, konnten am Ende des dritten Quartals, als der USD/EUR-Kurs seinen Höchststand erreichte, ein FX-Alpha von fast 18 % verzeichnen.

Wie aus Abbildung 1 ersichtlich ist, ermöglichte unser ADORA-FX-Modell den Anlegern, an dieser starken Aufwertung fast vollständig zu partizipieren. Als die EZB die Zinsen in Europa schließlich anhub, kehrte sich der Trend um. Die optimale Strategie bestand nun darin, das Währungsrisiko abzusichern, um das vorher erwirtschaftete FX-Alpha nicht vollständig zu verlieren. Unser ADORA-FX-Modell war erneut in der Lage, diese schwierige Trendwende zu erkennen und reduzierte daraufhin das USD-Exposure auf lediglich 25 %, so dass sich der Anleger bis Ende 2022 eine Rendite von 7,5 % sichern konnte. Im Vergleich zum statischen Hedge konnte der Anleger mit der ADORA-FX-Overlay-Strategie eine zusätzliche Rendite von annähernd 9 % erzielen.

**ABBILDUNG 1**  
**Simulierte Rückrechnung des**  
**Advanced Data Operating Risk**  
**Agent (ADORA-FX)**



Quelle:  
 La Française Systematic Asset Management GmbH, Bloomberg, Eigene Berechnungen; Simulierte Rückrechnung: 01/2022 - 12/2023. Nur zu Illustrationszwecken. Die vergangene und simulierte Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

	Return	Return p.a.	Volatility p.a.
Long USD in EUR	2.3%	1.2%	8.9%
Long USD in EUR + FX Overlay	3.8%	1.9%	6.9%
Static Hedge	-3.9%	-1.9%	0.0%

Zu Beginn des Jahres 2023 waren die Zinserhöhungen weitgehend im Markt eingepreist, und die Aussichten für den USD wurden neutraler. Dennoch ließen die ungelöste Energiekrise, die Rezession, die geopolitischen Risiken und die Inflation Raum für USD-Aufwertungen, da die Währung weithin als sicherer Hafen gilt. Wie aus der Abbildung 1 hervorgeht, gab es auch im Jahr 2023 Zeiten mit USD-Aufwertungen, die eine wichtige Alphaquelle darstellen konnten. Im Rückblick, ohne einen klaren Markttrend, schien es



das Beste zu sein, entweder das Währungsrisiko abzusichern und einen Liquiditätsverlust von etwa 2 % aufgrund der Zinsdifferenz in Kauf zu nehmen oder ungesichert zu bleiben und die Portfoliovolatilität zu erhöhen. Aus verhaltenstheoretischer Sicht führt eine solche passive Haltung bei der Entscheidungsfindung – Regret Aversion (zu Deutsch: „Abneigung vor dem Bereuen“) – allerdings zu einer langfristigen suboptimalen Performance. Für den EUR Investor bedeutete dies, mit der passiven Absicherung den USD-Anstieg im Jahr 2022 zu verpassen bzw. mit der nicht abgesicherten Position die USD Abwertung Ende 2022 hinnehmen zu müssen.

Konfrontiert mit einem Seitwärtsmarkt, hat unser ADORA-FX Modell im Jahr 2023 gut abgeschnitten. Eine Periode in der Risikomanagementlösungen normalerweise dazu neigen, falsche Signale zu generieren, indem sie zu ungünstigen Zeitpunkten ein- und wieder aussteigen. In dieser Phase zeigte das Zusammenspiel zwischen der Momentum- und der Machine-Learning-Komponente die Stärken unseres Overlay-Systems. Die Momentum Komponente reagierte auf den starken Abwärtstrend des USD seit Oktober 2022 und sicherte das USD-Exposure anschließend von November 2022 bis Ende August 2023 ab.

Andererseits nutzte das Machine Learning (ML) Modell die Phasen der USD-Aufwertung aus, welche sich aus der kontinuierlichen Auswertung der makroökonomischen, fundamentalen, Stimmungs- und Preisdaten kristallisierten. Ein Grund zur USD-Aufwertung wäre bspw. die technische Rezession der Eurozone im zweiten Quartal. Gleichzeitig verlangsamte sich das globale Wachstum weiter, und die hartnäckige Inflation setzte die Weltwirtschaft weiterhin unter Druck. Die Unterscheidung zwischen Kern- und Gesamtinflation gewann an Bedeutung, wobei die Gesamtinflation zwar aufgrund eines Rückgangs der Energiepreise zurückging, die Kerninflation jedoch hoch blieb, da sie hauptsächlich durch Löhne und Mieten beeinflusst wird. Auch in dieser Phase zeigte die FED eine restriktivere Haltung als die EZB, was zu einer USD-Aufwertung führte. Die ML-Komponente konnte diese Entwicklungen ausnutzen und das USD-Exposure im zweiten Quartal 2023 auf 50 % erhöhen. Eine ähnliche Entwicklung zeigte sich auch in der späteren Phase des Jahres 2023, als sowohl die ML- als auch die Momentum-Komponente den positiven USD-Trend aufgriffen und das USD-Exposure bis Anfang Oktober 2023 auf 100 % erhöhten, bevor sie es wieder, zum Schutz der Anleger vor der USD-Abwertung zum Jahresende, reduzierte.

Insgesamt verzeichnete das ADORA-FX-Modell in den letzten zwei Jahren eine +7,7 % höhere Rendite im Vergleich zum statischen Hedge (+3,8 % bzw. -3,9 %) und konnte weiterhin die Wertentwicklung des ungesicherten Währungsrisikos übertreffen. Angesichts der immer noch andauernden weltweiten Krisen sind wir zuversichtlich, dass unser ADORA-FX-Overlay-Modell in der Lage ist, von starken USD-Aufwertungen zu profitieren, die Absicherungskosten zu reduzieren und gleichzeitig schwierige Seitwärtsbewegungen auf den Währungsmärkten erfolgreich zu navigieren.

**Hauptrisiken:** Währungsrisiken, Risiko von Kapitalverlusten. Der Anleger wird darauf hingewiesen, dass sein Kapital nicht garantiert ist und er es daher möglicherweise nicht zurückerhält.

**Modellrisiko:** Das Modell verhält sich möglicherweise nicht immer wie erwartet. Daher kann das Modell keine Garantie für die Eindämmung von Wertverlusten bieten.

**Risiko im Zusammenhang mit Derivaten:** Das Modell verwendet Derivate. Dabei handelt es sich um Finanzinstrumente, deren Wert von dem zugrunde liegenden Vermögenswert (Basiswert) abhängt. Geringe Kursschwankungen des Basiswerts können zu erheblichen Kursveränderungen des Derivats führen.



### Haben Sie weitere Fragen? – Wir helfen Ihnen gerne weiter.



DR. DENISA ČUMOVA, FRM

Head of  
Portfolio Management &  
Quantitative Research



DR. PHILIPP J. KREMER, CFA, CAIA

Senior Portfolio Manager &  
Quant Researcher



MAXIMILIAN MUDRA

Director Sales  
Institutional Business Development

Tel.: +49 (0) 69 29 72 43 -802  
Mobil: +49 (0) 152 28 57 24 57  
mmudra@la-francaise.com



La Française Systematic Asset Management GmbH

Neue Mainzer Str. 80, 60311 Frankfurt am Main, [www.la-francaise-systematic-am.com](http://www.la-francaise-systematic-am.com)

#### Werbedokument für professionelle Kunden im Sinne der MIFID-II-Richtlinie.

Ausführliche Informationen zu den Risiken sowie weitere Informationen zu den Strategien und sämtlichen Gebühren können jederzeit bei der Gesellschaft über die folgende Adresse erfragt werden: [info-am@la-francaise.com](mailto:info-am@la-francaise.com). Ferner finden Sie diese Informationen in allen aktuellen Verkaufsprospekten und in den Basisinformationsblättern der Produkte, in denen die hier erwähnten Strategien eingesetzt werden. Diese Dokumente stehen auf unserer Website zur Verfügung: <https://www.la-francaise.com>. Alle im vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen sind zum Zeitpunkt der Veröffentlichung aktuell und nach unserem besten Wissen und Gewissen korrekt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine Anlageempfehlung oder eine Aufforderung zur Anlage an Finanzmärkten dar. Die geäußerten Einschätzungen spiegeln die Meinung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und stellen keine vertragliche Verpflichtung dar. Diese Einschätzungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Maßstab für die künftige Entwicklung. Die Gesellschaft hat das Recht, den Vertrieb des Modells einzustellen. Das Modell bietet keine Garantie dafür, dass die untere Grenze des Wertes erreicht wird. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher nicht verbindlich. Weitere Informationen stehen Ihnen auf unserer Website [www.la-francaise-systematic-am.com](http://www.la-francaise-systematic-am.com) zur Verfügung. Die von La Française Systematic Asset Management umgesetzte Kundeninformations- und Beschwerdepolitik kann auf unserer Website eingesehen werden: [https://www.la-francaise-systematic-am.com/fileadmin/docs/Rechtliche\\_Hinweise/Informationen\\_zum\\_Beschwerdemanagement\\_01-2024.pdf](https://www.la-francaise-systematic-am.com/fileadmin/docs/Rechtliche_Hinweise/Informationen_zum_Beschwerdemanagement_01-2024.pdf). Die La Française Systematic Asset Management GmbH ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Betreiben des Investmentgeschäfts zugelassen (BaFin-ID: 10105549) und im Handelsregister unter der Registernummer HRB 34125 eingetragen.