

Asset Management

# Bruch mit der Vergangenheit: Das neue Gesicht der Märkte ab 2023

Erfolgreiches Anlegen unter  
veränderten Bedingungen

**04**  
**Kurz und bündig**

**05**  
**Die Prognosequalität bestimmt den  
Anlageerfolg**

**07**  
**Strukturbrüche: Was sind sie und wie  
kann man sie erkennen?**

**08**  
**Der nächste Strukturbruch der Realzinsen  
passiert jetzt**

**11**  
**Es gibt viele Gründe, warum die Inflation  
bleiben könnte**

**13**  
**Das neue Gesicht der Märkte: 2023**

**16**  
**Anhaltender Erfolg unter dem neuen  
Marktregime mit systematischen  
Anlagestrategien**

**20**  
**Fazit**



—  
**Daniel Seiler, PhD**  
Head of vescore



—  
**Seraina Benz, CFA**  
Senior Client Portfolio Manager

# Einführung

Ende 2022 befinden sich die Finanzmärkte inmitten eines Strukturbruchs, der eine Veränderung des Marktregimes bewirken und das Gefüge einiger seit Jahrzehnten als selbstverständlich hingenommenen Risiko-Rendite-Charakteristika – nämlich geringe Inflation, geringe Volatilität und geringe Korrelation – grundlegend umgestalten wird. Je weiter sich das neue Marktregime entfaltet, desto stärker werden sich auch die Bedürfnisse der Anleger verlagern. Daher müssen auch Anlagelösungen sich anpassen, um weiter attraktive Resultate zu erzielen.

Überdurchschnittliche Anlageergebnisse hängen von der Qualität der Prognosen ab, die in den Anlageprozess sowohl diskretionärer als auch systematischer Strategien einfließen. Doch wenn sich umfassende Paradigmenwechsel abzeichnen, nimmt die Prognosequalität rasch ab. Strukturbrüche an den Finanzmärkten sind zwar selten, aber dafür berücksichtigt, dass sie schwer zu identifizieren und zeitlich abzuschätzen sind, da sie in der Regel mit Marktverwerfungen einhergehen. Daher trüben sie nicht nur das menschliche Urteilsvermögen durch verhaltensbedingte Verzerrungen, sondern können aufgrund unberechenbarer Datenbewegungen auch quantitative Modelle ins Chaos stürzen.

Der aktuelle Umbruch wird durch eine wohlbekannte Verursacherin herbeigeführt: Die Inflation. Während sie sich immer weiter in Wirtschaft und Märkte einschleicht, verursacht sie einen Strukturbruch in den Realzinsen, da die Zentralbanken gezwungen sind, sich zulasten des Wirtschaftswachstums auf ihr Hauptmandat der Preisstabilität zu konzentrieren – sehr zum Verdruss der Märkte, die sich einstweilen an Liquidität gewöhnt haben.

Wie die Märkte künftig aussehen werden, hängt stark davon ab, ob die Inflation sich festsetzen kann. Aktuell gibt es viele Gründe, warum dem so sein dürfte. In diesem Fall müssen die Anleger mit drei grundlegenden Veränderungen zurechtkommen, die das gesamte Gerüst der Finanzmärkte durchziehen werden:

- Höhere Zinsen
- Höhere Volatilität
- Höhere Korrelationen

Als Reaktion erfolgt ein Repricing von Finanzanlagen, was unter den Anlegern, die nach wie vor nach stabilen Renditen und Kapitalschutz streben werden, für grösseren Bedarf an systematischer Erschliessung von Realrenditequellen, höherer Flexibilität und intelligenter Risikokontrolle sorgt.

In diesem Papier erläutern wir die Gründe für den aktuellen Strukturbruch, beschreiben die Charakteristika des neuen Marktregimes und zeigen, wie systematische Strategien die strategischen Merkmale integrieren können, die Voraussetzung für erfolgreiches Anlegen in einem drastisch veränderten Marktumfeld sind.

# Kurz und bündig

**Ende 2022 befinden wir uns inmitten eines inflationsbedingten Strukturbruchs der Realzinsen, wodurch sich die Bedingungen an den Finanzmärkten fundamental ändern.**

**Strukturbrüche lassen sich zeitlich nur schwer eingrenzen. Sie zu erkennen ist allerdings entscheidend, um sowohl bei qualitativen als auch quantitativen Anlagestrategien weiter hohe Prognosequalität zu gewährleisten.**

**Es gibt überzeugende Argumente dafür, dass die Inflation für einen längeren Zeitraum über den Zielen der Zentralbanken bleiben wird.**

**Als Resultat können die Märkte sich nicht länger auf die unbegrenzte Unterstützung durch die Zentralbanken verlassen und sind gezwungen, mit lang vergessenen Herausforderungen zurechtzukommen. Diese sind:**

- Höhere Zinsen
- Höhere Volatilität
- Höhere Korrelationen

**Um dauerhaften Anlageerfolg zu gewährleisten, müssen systematische Anlagestrategien sich an die veränderten Bedingungen anpassen und in der Lage sein,**

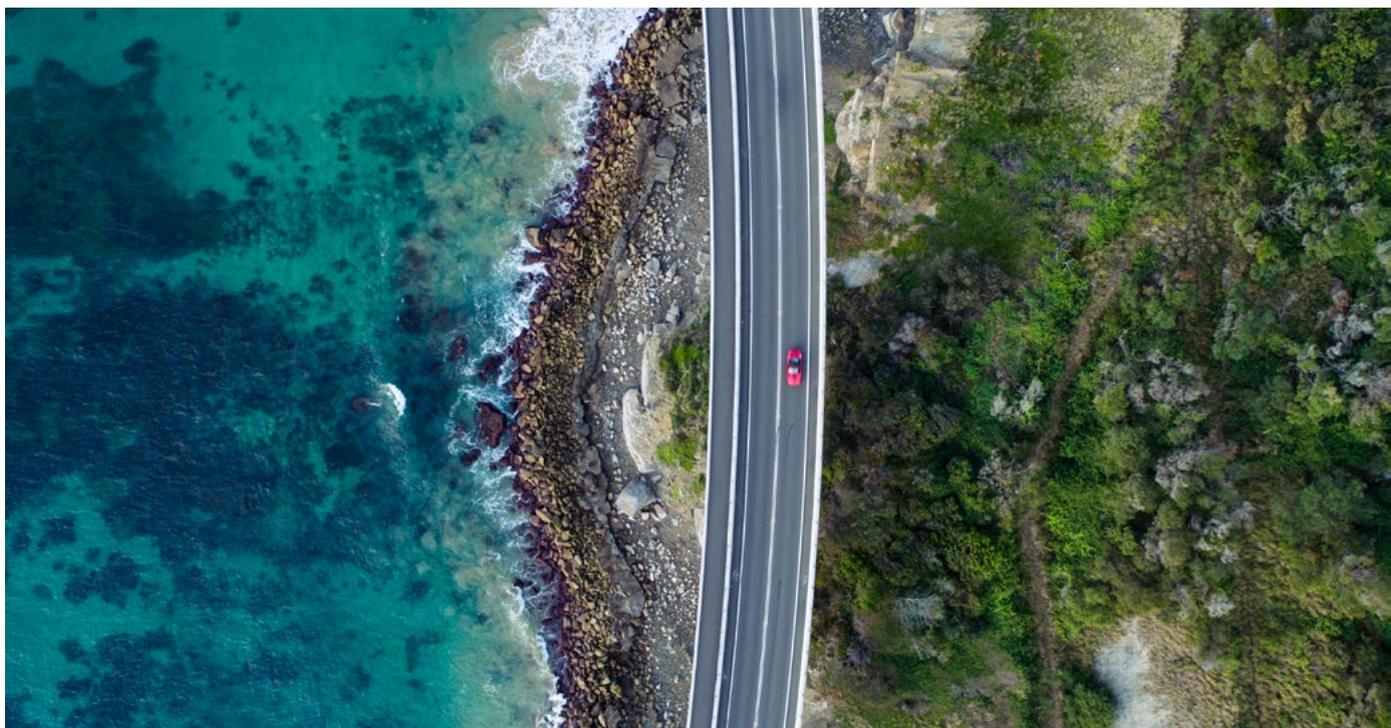
- Realrenditequellen mit aktivem Risikoprämienmanagement zu erschliessen, da Vermögenswerte ohne lockere Geldpolitik gewisser liquiditätsbedingter Gewinne beraubt werden,
- ihre Flexibilität zu steigern, um direktionale Marktbewegungen durch anlagenübergreifende Trendfolgekomponenten auszunutzen und
- Risiken durch präzise Volatilitätssteuerung und intelligentes Risikomanagement zu kontrollieren.

# Die Prognosequalität bestimmt den Anlageerfolg

Erfolg beim Anlegen hängt zum grössten Teil davon ab, wie gut die Vorhersagen sind, die dem jeweiligen Anlageansatz zugrunde liegen. Das bedeutet: Die Rendite, die wir abschöpfen können, und die Risiken, die wir zugunsten stabiler längerfristiger Wertschöpfung vermeiden können, fallen umso grösser aus, je sicherer wir uns über die künftige Entwicklung der Anlageklassen sind. Der allgemeinen Überzeugung zum Trotz ist die Prognosequalität nicht schwarzweiss zu sehen, da bereits kleine Verbesserungen in der Qualität einer Vorhersage erhebliche wirtschaftliche Vorteile für den Anleger bedeuten können.<sup>1</sup>

Hohe Prognosegenauigkeit wird häufig als der Heilige Gral der Anlagebranche gehandelt. Der Grad der Zuverlässigkeit, mit dem Anleger solche Vorhersagen treffen können, hängt allerdings von zahlreichen Faktoren ab. Ein wichtiger Punkt sind beispielsweise psychologische Einflüsse wie Selbstüberschätzung, die die Entscheidungsfähigkeit eines Anlegers beeinträchtigen und zu Verlusten oder entgangenen Renditechancen führen.

Ein weiterer entscheidender Faktor, der allerdings gern unterschätzt wird, ist das makroökonomische Umfeld, in dem wir uns bewegen. Schliesslich gibt es Zeiten, in denen es schlicht schwieriger ist, zuverlässige Vorhersagen zur Entwicklung von Anlagekursen zu treffen. Ganz allgemein sind volatile Marktbedingungen, die durch makroökonomische Unsicherheit verursacht wurden, einer treffsicheren Prognose nicht zuträglich. Besonders im Fall eines Strukturbruchs nimmt die Vorhersagekraft rapide ab, da makroökonomische Unsicherheit die Datenvariabilität und die Parameterinstabilität erhöht. Dies liegt daran, dass langfristige Beziehungen zwischen Datenvariablen sich plötzlich und dauerhaft verändern – und aller Wahrscheinlichkeit auf nichtlineare Weise. Grafik 1 auf der Seite 6 belegt dieses Phänomen. Im Schnitt wichen die zukunftsgerichteten Schätzungen des US-BIP professioneller Prognostiker zwischen dem vierten Quartal 1968 und dem dritten Quartal 2022 um 0,4 Prozent ab. In Phasen, in denen die makroökonomische Unsicherheit aufgrund destabilisierender Faktoren wie Inflation oder äusserer Schocks hoch ist, steigen diese Werte jedoch – auf über die Ein-Prozent-Marke in den 1970ern und frühen 1980ern und während der Covid-19-



<sup>1</sup> Campbell, J.Y. und Thompson, S.B. (2007) «Predicting excess stock returns out of sample: Can anything beat the historical average?», Review of Financial Studies, 21(4), S. 1509 – 1531. Verfügbar unter: [doi.org/10.1093/rfs/hhm055](https://doi.org/10.1093/rfs/hhm055).

## «Die Identifikation von und Anpassung an strukturelle Brüche ist für die Qualität quantitativer Modelle entscheidend, die letztlich der bestimmende Faktor für den wirtschaftlichen Erfolg des Anlegers ist.»

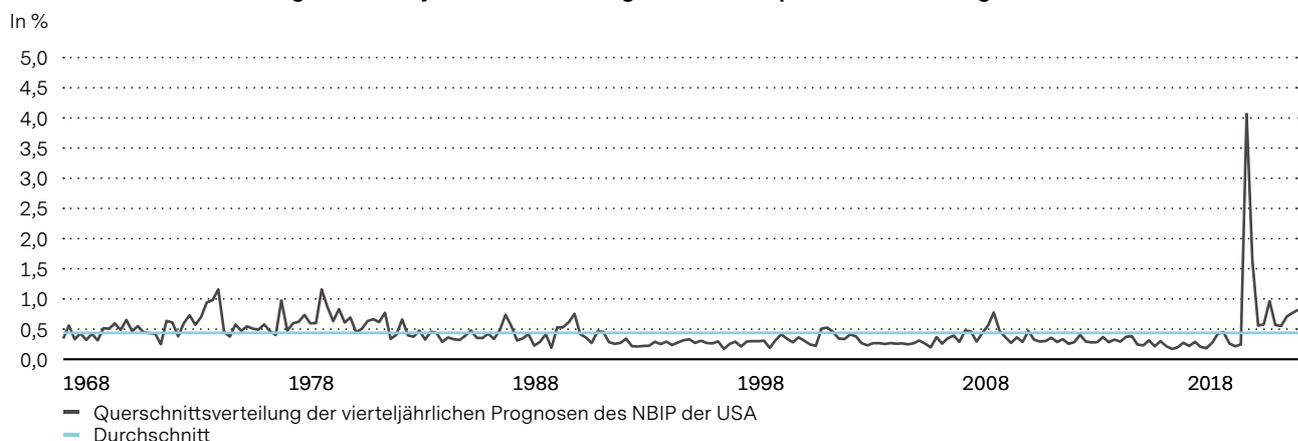
Daniel Seiler, PhD  
Head of vescore

Pandemie sogar über vier Prozent. Wenig überraschend herrscht auch zum Ende des dritten Quartals 2022 Uneinigkeit über die Zukunft der Wirtschaft bei einer BIP-Prognosestreuung von 0,82 Prozent.

Sobald die Daten erratisch werden, stellt das sowohl diskretionäre als auch systematische Anlageansätze auf die Probe, bringt sie gegebenenfalls an ihre prognostischen Grenzen und wirkt sich auf ihre Fähigkeit aus, optimale Anlageergebnisse zu erzielen. Quantitative Modelle sind besonders auf strukturelle Stabilität angewiesen, da sie ausschliesslich auf Daten zu Finanzmarktvariablen und den Beziehungen zwischen ihnen basieren. Zwar sind kurzfristige Prognosen (bis zu einigen Wochen) häufig Teil dieser Prozesse, doch die Modelle formulieren keine Meinung zu künftigen Marktdynamiken. Darüber hinaus folgen quantitative Modelle auf ihrer spezifischen Konfiguration beruhenden regelbasierten Anlageansätzen, was unabhängig von der aktuellen Marktumgebung ein

konsistentes Modellverhalten ermöglicht. Die Rigidität des Anlageansatzes wird durch eine laufende Reparametrisierung des Modells teilweise ausgeglichen, da alte Daten mit der Zeit in einem gleitenden Durchschnittsprozess durch neue ersetzt werden oder an Bedeutung einbüßen, da das Datenfenster durch neue, täglich einfließende Datenpunkte ständig erweitert wird. Allerdings ist die Reparametrisierung von Modellen in Zeiten hoher Dateninkonsistenz zeitaufwändig, da das Modell neue Datenpunkte verarbeitet. Der Anleger ist dadurch längeren Stressphasen ausgesetzt, die ihn zu unvorteilhaftem Verhalten wie dem vorzeitigen Ausscheiden aus dem Markt und der sich daraus ergebenden endgültigen Realisierung eines Verlusts verleiten können. Deshalb ist es entscheidend, strukturelle Brüche zu identifizieren und sich mittels Modellkalibrierung an sie anzupassen, um die Qualität quantitativer Modelle zu bewahren, die letztendlich der grösste bestimmende Faktor für den langfristigen wirtschaftlichen Erfolg des Anlegers ist.

**Grafik 1: Relative Streuung der vierteljährlichen BIP-Prognosen durch professionelle Prognostiker**



Die Grafik zeigt die Querschnittsverteilung der vierteljährlichen Prognosen des nominellen Bruttoinlandsprodukts der USA vom vierten Quartal 1968 bis zum dritten Quartal 2022.

Quelle: Federal Reserve Bank Philadelphia, Vontobel Asset Management.

# Strukturbrüche: Was sind sie und wie kann man sie erkennen?

Strukturbrüche sind unerwartete, grundlegende und langanhaltende Veränderungen in wirtschaftlichen Zeitreihen. An den Finanzmärkten markieren sie beispielsweise den Beginn eines Hoch-Volatilitätsregimes, das Ende eines Umfelds hoher Anlagerenditen oder einen Paradigmenwechsel der Korrelation zwischen wichtigen Anlageklassen. Solche Brüche zu ignorieren, kann zu Prognosefehlern, falschen Empfehlungen und im schlimmsten Fall zu Modellversagen führen.

Die gute Nachricht: Strukturbrüche treten viel seltener auf, als es die meisten glauben. Die schlechte Nachricht: Sie können erst identifiziert werden, nachdem sie bereits eingetreten sind. Der Grund hierfür ist, dass Datenanalysen von Natur aus rückwärtsgerichtet sind. Einfach ausgedrückt: So etwas wie Zukunftsdaten gibt es nicht. Kein quantitatives Modell kann uns also in Echtzeit vorhersagen, wann ein Strukturbruch auftritt. Datenmuster können erst identifiziert werden, sobald sie sich gebildet haben. Zu diesem Zeitpunkt ist der Bruch bereits eingetreten und seine negativen Folgen wurden bereits von den Märkten absorbiert. Um diese zu abzufedern, kann es erforderlich sein, quantitative Modelle um wirtschaftliche Gutachten zu erweitern, die sich aus einer Analyse der Fundamentaldaten ableiten. So kann das Modell zeitgemäss angepasst werden mit dem Ziel, weiterhin mit systematischen Strategien erfolgreiche Anlageergebnisse zu erzielen.

Es wurde bereits viel darüber geschrieben, wie Regimeveränderungen in Finanzmarktdaten identifiziert werden können. Tatsächlich eignen sich nicht viele Variablen für eine strukturelle Analyse. Unter den wichtigsten Kandidaten für die Ermittlung von Strukturbrüchen (Realzinsen, Aktienrisikoprämie, Volatilitätsniveau und Korrelationen) erweisen sich die Realzinsen als nützlichster Indikator für Strukturbrüche. Im Rahmen einer Studie analysierten

David Rapach und Mark Wohar 2005 die Entwicklung der Realzinsen in dreizehn Ländern vom vierten Quartal 1960 bis zum dritten Quartal 1998 und fanden dabei umfangreiche Belege für das Auftreten von drei bis vier Strukturbrüchen in allen Regionen über einen Zeitraum von vierzig Jahren.<sup>2</sup> In den meisten Fällen fielen Veränderungen der Realzinsen mit Veränderungen der Inflationsrate für das jeweilige Land zusammen.

Zum Vergleich: Eine Analyse der US-Aktienrisikoprämie konnte nur einen Strukturbruch in den 1940er-Jahren ermitteln. Nach diesem Zeitpunkt wurde das Anlegen in Aktien weit weniger risikoreich, aber auch weniger profitabel. Brüche in der Volatilität treten häufiger auf und ereignen sich in den USA rund ein- bis zweimal alle zwanzig Jahre. Für Korrelationen gilt Ähnliches.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Rapach, D.E. und Wohar, M.E. (2005) «Regime changes in international real interest rates: Are they a monetary phenomenon?», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37(5), S. 887–906. Verfügbar unter: [doi.org/10.1353/mcb.2005.0057](https://doi.org/10.1353/mcb.2005.0057).

<sup>3</sup> Kim, C.-J., Morley, J.C. und Nelson, C.R. (2005) «The structural break in the equity premium», *Journal of Business & Economic Statistics*, 23(2), S. 181–191. Verfügbar unter: [doi.org/10.1198/073500104000000352](https://doi.org/10.1198/073500104000000352).  
Schwert, G.W. (1988) «Why does stock market volatility change over time?» Verfügbar unter: [doi.org/10.3386/w2798](https://doi.org/10.3386/w2798).

# Der nächste Strukturbruch der Realzinsen passiert jetzt

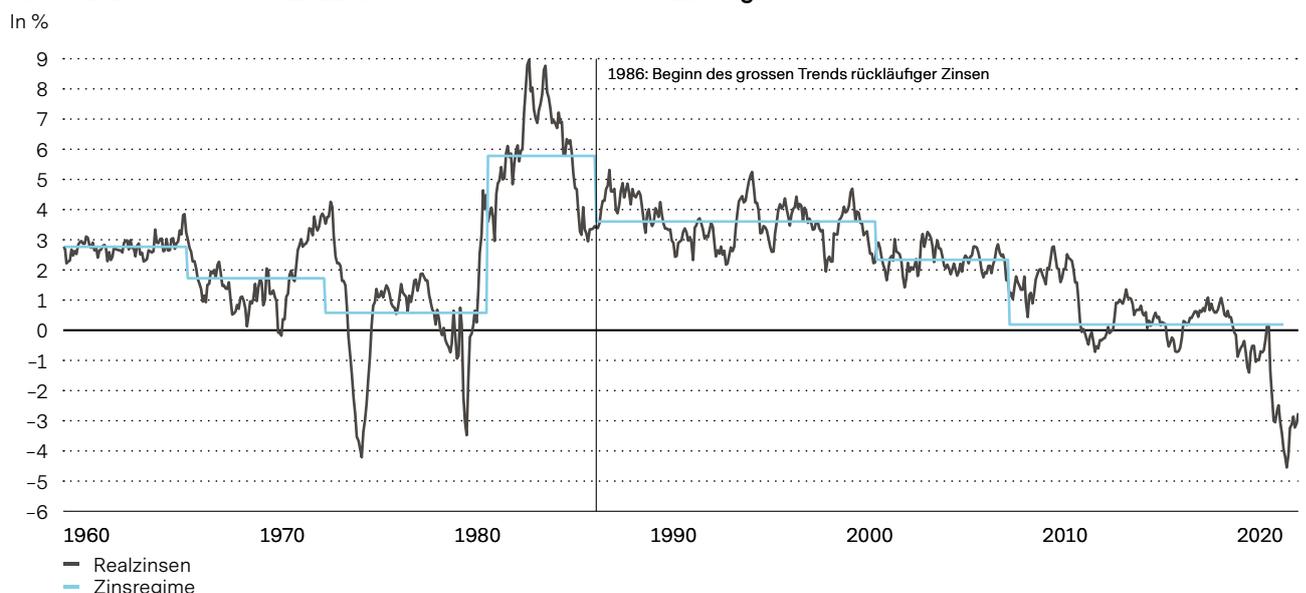
Sollte es zutreffen, dass inflationsbedingte Veränderungen der Realzinsen das zuverlässigste Signal für Strukturbrüche sind – dann durchlaufen wir jetzt, zum Jahresende 2022, gerade eine solche Veränderung. Da Strukturbrüche erst im Nachhinein klar erkennbar werden, basiert diese Einschätzung auf der Analyse wirtschaftlicher Fundamentaldaten und Zukunftsprognosen.

Die USA durchliefen zwischen 1960 und 1998 vier grosse Zinsregime. Laut Rapach und Wohar liegen die Enddaten jedes Regimes im ersten Quartal 1966, dem ersten Quartal 1973, dem zweiten Quartal 1981 und dem vierten Quartal 1986. Wie Grafik 2 zeigt, können seitdem drei weitere Zinsregime identifiziert werden und ein neues zeichnet sich gerade ab.

Der letzte grössere Zinstrend, der sich über mehrere Zinsregime spannte, wurde vom Vorsitzenden der U.S. Federal Reserve Paul Volcker (Amtszeit: 1979–1986) eingeleitet und von dessen Nachfolger Alan Greenspan (Amtszeit: 1986–2006) fortgesetzt. Mit ihrer Politik bewirkten sie einen längerfristigen Abwärtstrend, der dazu führte, dass die Zinsen nach der Globalen Finanzkrise im stark negativen Bereich verharrten. Volcker führte einen

unerbittlichen Kampf gegen die Inflation. Doch nur, indem er mit der traditionellen Geldpolitik der Fed brach und auf die Geldmenge statt auf die Zinssätze fokussierte, konnte die Inflation gebändigt werden. Greenspan ebnete anschliessend den Weg für eine Politik, bei der die Aktienmärkte ein bestimmender Faktor der Geldpolitik wurden – auch wenn er selbst sich deutlich gegen diese Entwicklung wandte. Greenspan beharrte mit Nachdruck darauf, dass es nicht Sache der Zentralbanken sei, der Bildung von Vermögenspreisblasen entgegenzuwirken. Er sprach sich dafür aus, stattdessen die Marktauswirkungen nach dem Platzen solcher Blasen anzugehen. Mit dieser Empfehlung öffnete er jedoch unwissentlich der Praxis die Tür, die heute als «Fed Put» bekannt ist. Der Begriff beschreibt das stillschweigende Versprechen der Entscheidungsträger der Fed und später auch anderer Zentralbanken, ihre Politik der Entwicklung der Aktienmärkte anzupassen, um die Folgen von Marktschocks abzufedern. Durch Zinssenkungen und Liquiditätsspritzen konnten die Zentralbanken dem Rückgang von Anlagekursen Einhalt gebieten und Marktreakturen umkehren. So war die Aufmerksamkeit der Fed für die Aktienmarktentwicklung der Grund dafür, dass die Zentralbanken in der Dotcom-Krise im Jahr 2000, der Globalen

**Grafik 2: Die USA stehen 2022 an der Schwelle eines neuen Zinsregimes**



Die Grafik zeigt die Entwicklung der Realzinsen in den USA zwischen dem 31.12.1959 und dem 30.9.2022. Bis zum 31.12.1961 wurden Shiller-Daten des US-Aktienmarktes sowie die CAPE-Ratio verwendet; nach diesem Zeitpunkt waren es 10-jährige US-Treasuries. Bis zum vierten Quartal 1986 wurde die Studie von Rapach und Wohar (2005) verwendet, um Zinsregime kenntlich zu machen; danach wurden Konjunkturzyklus-Referenzdaten des National Bureau of Economic Research verwendet.

Quelle: Bloomberg, [econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://econ.yale.edu/~shiller/data.htm), National Bureau of Economic Research, Rapach, D.E. und Wohar, M.E. (2005)

«Regime changes in international real interest rates: Are they a monetary phenomenon?», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 37(5), S. 887–906, Vontobel Asset Management.

Finanzkrise von 2008, der europäischen Staatsschuldenkrise von 2010 und zuletzt bei den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie eingriffen – und das sehr zur Erleichterung der Anleger. Folglich haben Greenspans Nachfolger seine Politik fortgesetzt und die Anleger begannen, die Zentralbankpolitik als Sicherheitsnetz als selbstverständlich zu betrachten.

Diese Politik hatte viele direkte und indirekte Auswirkungen auf die Finanzmärkte sowie die Realwirtschaft. Die wichtigsten davon sind:

- Geringe bis inexistente Verbraucherpreisinflation
- Bis auf Rekordtiefstände sinkende Zinsen
- Geringe Volatilität
- Geringe Korrelationen

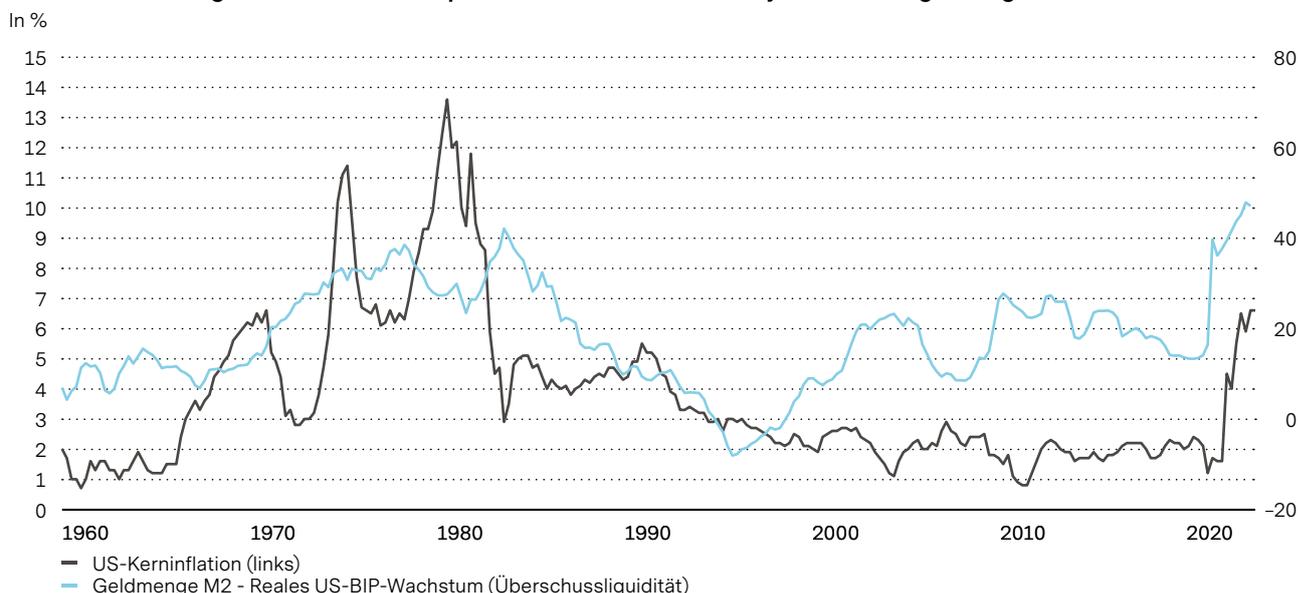
Heute werden die genannten Eigenschaften häufig unter dem Begriff der «Great Moderation» zusammengefasst – einer ruhigen und stabilen Phase von 1986 bis 2021,<sup>4</sup> die auf die unruhigen Zeiten der «Great Inflation» (1965 – 1982) folgte – einer Phase, die geprägt war von schweren Rezessionen, Preisinstabilität und unsicherer Geldpolitik. Obwohl die Zentralbankpolitik während der «Great Moderation» einer der Haupttreiber war, ermöglichten es auch andere Faktoren – beispielsweise Globalisierung, wirtschaftliche Deregulierung, Digitalisierung, der Wandel vieler Volkswirtschaften von der Produktion

zu Dienstleistungen, offener internationaler Handel, geopolitische Stabilität sowie ein üppiges Rohstoffangebot an den Märkten –, dass expansive geldpolitische Massnahmen Märkte wie Volkswirtschaften weitreichend beeinflussen konnten.

Die Deflationstendenzen der «Great Moderation» verdienen grössere Aufmerksamkeit, da Inflation der wichtigste Auslöser für Strukturbrüche bei den Realzinsen ist. In den letzten dreissig Jahren ruhte die Verbraucherpreis-inflation trotz grosser Zunahmen der Geldmenge und niedriger Arbeitslosigkeit grösstenteils, was im Widerspruch zu etablierten makroökonomischen Theorien steht (siehe Grafik 3). Während die Verbraucherpreise und Löhne nur verhalten zunahm, schnellten die Anlagekurse aufgrund einer Flut von Zentralbankgeld an den Märkten in die Höhe. Die Inflation blieb daher auf den Anlagebereich beschränkt, was (mit Ausnahme platzender grosser Vermögenspreisblasen) im Vergleich weniger gefährlich für das Wohlergehen einer Volkswirtschaft ist als Verbraucherpreis-inflation.<sup>5</sup>

Die Ansichten darüber, was die Gründe für dieses ungewöhnliche Phänomen sind, gehen auseinander. Als Argumente werden Faktoren wie strukturelle Veränderungen am Arbeitsmarkt, Digitalisierung, Globalisierung und sinkende Preise durch Angebotsüberhang an den Rohstoffmärkten ins Feld geführt. Eine Denkschule verweist

**Grafik 3: Trotz steigender Überschussliquidität blieb die US-Inflation jahrzehntelang niedrig**



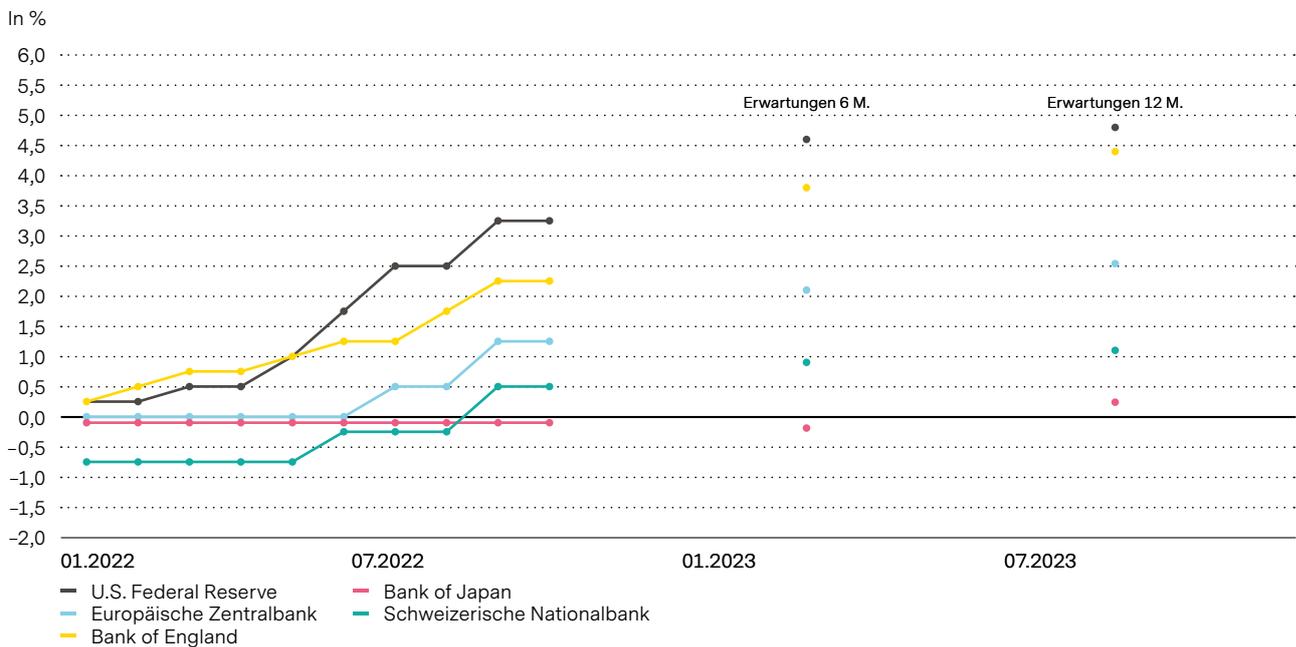
Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel Asset Management.

allerdings auf die höhere Effizienz der Zentralbanken bei der Dämpfung der Inflationserwartungen von Marktteilnehmern. Indem sie mit der Zeit zunehmend transparenter wurden, was den von ihnen beabsichtigten Kurs der Geldpolitik betraf, schufen die Zentralbanken das nun bedeutende und wohlbekanntes Mittel der «Forward Guidance». Dadurch wurden sie glaubwürdiger und vorhersehbarer, was den Marktteilnehmern bei der zuverlässigeren Einschätzung der Zins- und Inflationsentwicklung half.<sup>6</sup> Das ist insbesondere deshalb so wichtig, weil die Inflationserwartungen der Anleger eine gewichtige Rolle bei der Entwicklung der Anlagekurse sowie der Frage spielen, ob Inflation sich im Finanzsystem festsetzen darf oder nicht. Sobald Anleger mit höherer künftiger Inflation rechnen und damit beginnen, ihre persönlichen und unternehmerischen Entscheidungen auf dieser Grundlage zu treffen, lässt sich die Inflation nur schwer wieder abschütteln, da sie sich tief in der Wirtschaft verwurzelt.

Nachdem man die Anleger während der «Great Moderation» in Watte gepackt hatte, wurden sie auf dem falschen Fuss erwischt, als die Zentralbanken Anfang 2022 das alte Versprechen des «Fed Put» brachen und die Zinsen

zur Inflationsbekämpfung aggressiv erhöhten, ohne dabei weiter auf Wirtschaftswachstum und die Reaktion der Aktienmärkte zu achten. Als die Inflation Anfang 2021 aufgrund der negativen Auswirkungen der fiskal- und geldpolitischen Stützmassnahmen während der Pandemie und aufgestauter Nachfrage das Haupt rechte, wurde sie von der Fed und anderen Zentralbanken grösstenteils als vorübergehend abgetan. Nach der russischen Invasion der Ukraine allerdings, die die Lage für die bereits angespannten Rohstoffmärkte und globalen Lieferketten noch verschlimmerte, stieg die Inflation sprunghaft an. Die Fed zog daraufhin die Notbremse. Seitdem hat sie einen Kurs der geldpolitischen Straffung eingeschlagen und sich auf die Fahnen geschrieben, die Preisstabilität wiederherzustellen – wenn nötig auch auf Kosten des Wachstums. Innerhalb von nur sieben Monaten hat die Fed die Zinsen bis November 2022 von 0,25 auf 4 Prozent erhöht und ist noch nicht fertig. Abhängig davon, wie hartnäckig sich die Inflation hält, könnten die Zinsen in den USA bis 2024 bis zu fünf Prozent erreichen (siehe Grafik 4). Das Tempo und der Umfang dieser Veränderungen sind für Märkte wie Volkswirtschaften schwer verdaulich, besonders nach einer längeren Phase wachstumsfreundlicher Zentralbankpolitik.

**Grafik 4: Bedeutende Zentralbanken erhöhen die Zinsen**



Die Grafik zeigt die Veränderung des Leitzinses bedeutender Zentralbanken in Prozent sowie die Markterwartungen zum Zinsniveau in sechs und zwölf Monaten per 31.10.2022. Zinserwartungen sind abgeleitet aus den jeweiligen Overnight-Zinsswaps (OIS).

Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel Asset Management

<sup>4</sup> Wann genau die «Great Moderation» begann und endete, ist in der Fachliteratur umstritten. Einige betrachten die Globale Finanzkrise von 2008 als Ende dieser Phase. Rückblickend betrachtet ist sich die Forschung jedoch grösstenteils einig, dass die Globale Finanzkrise als Sonderfall in einer langen Phase der Finanzmarkt- und makroökonomischen Stabilität zu betrachten ist. Quelle: [federalreservehistory.org/essays/great-moderation](https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation).

<sup>5</sup> Anlagekurse werden bei der Berechnung des Verbraucherpreisindex (CPI) nicht berücksichtigt

<sup>6</sup> [www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation#:~:text=Reducing%20inflation%20and%20establishing%20basic,good%20luck%2C%20and%20good%20policy.](https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation#:~:text=Reducing%20inflation%20and%20establishing%20basic,good%20luck%2C%20and%20good%20policy.)

# Es gibt viele Gründe, warum die Inflation bleiben könnte

Rasche und umfangreiche Zinsänderungen können Vorstufen struktureller Veränderungen sein, die die Finanzmärkte umgestalten. Ob sich eine anhaltende Zinsänderung tatsächlich einstellt, hängt davon ab, wie hartnäckig sich die Inflation hält. Selbst wenn bereits weitreichende Deflationstrends (etwa kontinuierlicher technologischer Fortschritt und Digitalisierung) eingetreten sind, gibt es vier überzeugende Gründe, warum die Inflation nicht so schnell zurückgehen dürfte wie erhofft:

- 1. Risiko von Angebotsschocks bleibt bestehen:** Nachdem die pandemiebedingten Lockdowns den ersten ökonomischen Angebotsschock seit den 1980ern verursacht hatten, geht der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine ohne absehbare Lösung weiter, was für massive Schwierigkeiten in puncto Energieversorgung und -preise sorgt. Solange diese Situation anhält und alternative Energiequellen Mangelware bleiben, wird es sehr schwierig sein, die erhöhten Preise von Industriegütern und anderen Rohstoffen wieder auf ein niedrigeres Niveau zu bringen – es sei denn, ein breiter Nachfragerückgang stürzt die Weltwirtschaft in eine Rezession. Darüber hinaus sind zwischen den USA und China Spannungen um Taiwan aufgeflammt, die den globalen Handel im Allgemeinen und die Halbleiterlieferkette im Besonderen bedrohen. Schliesslich birgt der Übergang zu einer grünen Wirtschaft das Risiko weiterer Angebotsschocks, da ein Umbau der Wirtschaft zur Klimaneutralität grosse Mengen Metall, Energie und andere Rohstoffe erfordert. Aufgrund fehlender Infrastruktur und aktuell niedriger Lagerbestände steht zu bezweifeln, ob Rohstoffproduzenten die für einen reibungslosen Übergang erforderlichen Mengen kurz- bis mittelfristig bereitstellen können.
- 2. Wirtschaftliche Überstimulation befeuert das Lohnwachstum:** Aufgrund der pandemiebedingten Überstimulation vieler Volkswirtschaften haben die Löhne zu steigen begonnen und vergrössern schrittweise ihren Anteil am Nationaleinkommen. Entsprechend ist der Druck auf Unternehmen gestiegen, die steigenden Kosten an Verbraucher weiterzugeben, um ihre Margen zu bewahren. Nicht alle Unternehmen werden dabei erfolgreich sein, doch für wesentliche Güter und Dienstleistungen ist eine Preissteigerung wahrscheinlicher, da Verbraucher weniger geneigt oder fähig sein werden, ihre Ausgaben dafür zu senken. Sobald sich der Inflationskreis aus Input-Kosten, Löhnen und Verbraucherpreisen geschlossen hat, hat sich die Inflation offiziell im System verfestigt, was langfristig ein höheres Preisniveau bedeutet.
- 3. Nearshoring erhöht Produktionskosten:** Seit der Globalen Finanzkrise hat sich die Welt in eine Phase der «Slowbalization» begeben, einer Stagnation des Welthandels, die als Anteil am globalen BIP gemessen wird. Dieser Trend hat unter der Trump-Regierung neuen Auftrieb bekommen. In 2008 und 2009 war der Haupttreiber der Druck auf globale Banken, zugunsten systemischer Stabilität Schulden abzubauen. Anhaltende geopolitische Risiken und Krisen haben nun ins Bewusstsein gerufen, dass internationale Produktionszentren und Handelsabhängigkeiten gegenüber weit entfernten Ländern lange Lieferketten unterbrechen und die Betriebsergebnisse deutlich belasten können. Dies hat dem Bestreben, Produktionsstätten näher an den Heimatmarkt zu bringen, neuen Schwung verliehen. Allerdings führt Nearshoring zu höheren Produktionskosten und letztendlich höheren Verbraucherpreisen, da Produzenten sich zugunsten höherer Lieferketten- und Produktionsstabilität von den günstigsten Produzenten abwenden.
- 4. Inflation als Heilmittel für explodierende Staatsverschuldung:** Die Welle der globalen Staatsverschuldung begrenzt die Fähigkeit der Zentralbanken, Inflation durch Zinserhöhungen zu bekämpfen. Eine Straffungspolitik, die am langen Ende der Anleihekurve üblicherweise zu höheren Zinsen führt, bewirkt höhere Schuldendienstkosten und macht es für Regierungen teurer, neue Staatsanleihen zu emittieren. Auch Ausfallrisiken können nicht ausgeschlossen werden, wie die erste Zinserhöhung von 50 Basispunkten seit elf Jahren durch die Europäische Zentralbank im Juli 2022 zeigte; so löste sie beispielsweise eine erhebliche Ausweitung der Spreads zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen aus. Darüber hinaus dürfte sich Inflation als praktisches Mittel zur Bekämpfung der zunehmenden Staatsschuldenlast herausstellen, da der Realwert der offenen Staatsverschuldung sinkt, wenn die Inflation zunimmt. Auch wenn dieser Umstand die Normalisierung der Zentralbankenpolitik nicht verhindern wird, da übermässig hohe Inflation Kreditgebern Anreize zur Kreditvergabe nehmen würde, könnte «massvolle» Inflation sich dennoch als willkommene Lösung zur Abtragung des globalen Staatsschuldenberges erweisen.



# Das neue Gesicht der Märkte: 2023

Wie bereits beschrieben gibt es viele Gründe, warum die Inflation bleiben könnte. Das bedeutet zwar nicht, dass die Inflation nicht von ihrem aktuellen Stand von rund acht bis zehn Prozent herunterkommen wird,<sup>7</sup> doch wird es Zeit brauchen, um sie zu senken – und bis dahin dürfte sie für längere Zeit deutlich über dem Zwei-Prozent-Ziel der Zentralbanken liegen. Eine höhere Inflation wirkt sich deutlich auf die Art und Weise aus, wie Volkswirtschaften und Finanzmärkte funktionieren. Dies legt nahe, dass wir derzeit Zeugen der Entstehung eines neuen Regimes sind, das geprägt ist von höheren Zinsen, höherer Volatilität und höheren Korrelationen, was die Bedürfnisse und Anlageansätze der Anleger grundlegend verändern wird.

## 1. Höhere Zinsen

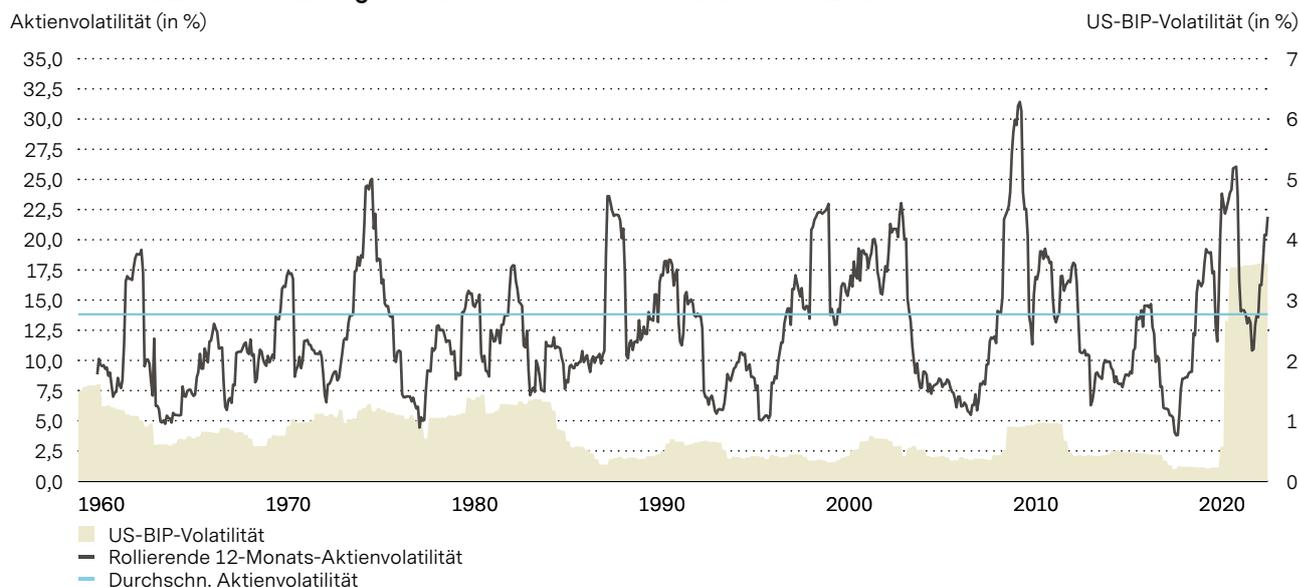
Der restriktive Schwenk der Zentralbankpolitik hat die Anlagekurse eines wichtigen unterstützenden Faktors beraubt, der für einen grossen Teil ihres steilen Anstiegs in den vergangenen Jahrzehnten verantwortlich war. Dadurch wird sich die Struktur des systematischen Risikos, welches die Anlagekurse treibt, künftig verändern.

Inflationsbedingte geldpolitische Straffung, besonders wenn sie in grosser Eile durchgeführt wird, bedeutet

schlechte Neuigkeiten für die beiden grossen Anlageklassen, Aktien und Anleihen. Der Grund ist, dass der Entzug von Liquidität durch Zinserhöhungen mit einer Erhöhung des Abzinsungsfaktors verbunden ist, der auf künftige Cashflows beider Wertpapiere angewendet wird, um ihren Barwert zu bestimmen: Da Anleihen fixe Kupons zahlen, machen steigende Zinsen ihre vorherbestimmten Cashflows weniger attraktiv, sodass ihre Kurse fallen, wenn die Zinsen steigen. Zudem wird ein Teil des Wertes ihrer künftigen Cashflows abgetragen, wenn die Inflation höher ist. Bei Aktien bietet sich ein gemischteres Bild, da sie vom Wechselspiel zwischen Abzinsungsfaktor und langfristiger Wachstumsrate abhängig sind. Solange die Zinserhöhungen das Wachstum nicht beeinträchtigen, verkraften Aktien geldpolitische Straffung recht gut. Einige Sektoren können dabei sogar Inflationsschutz bieten.

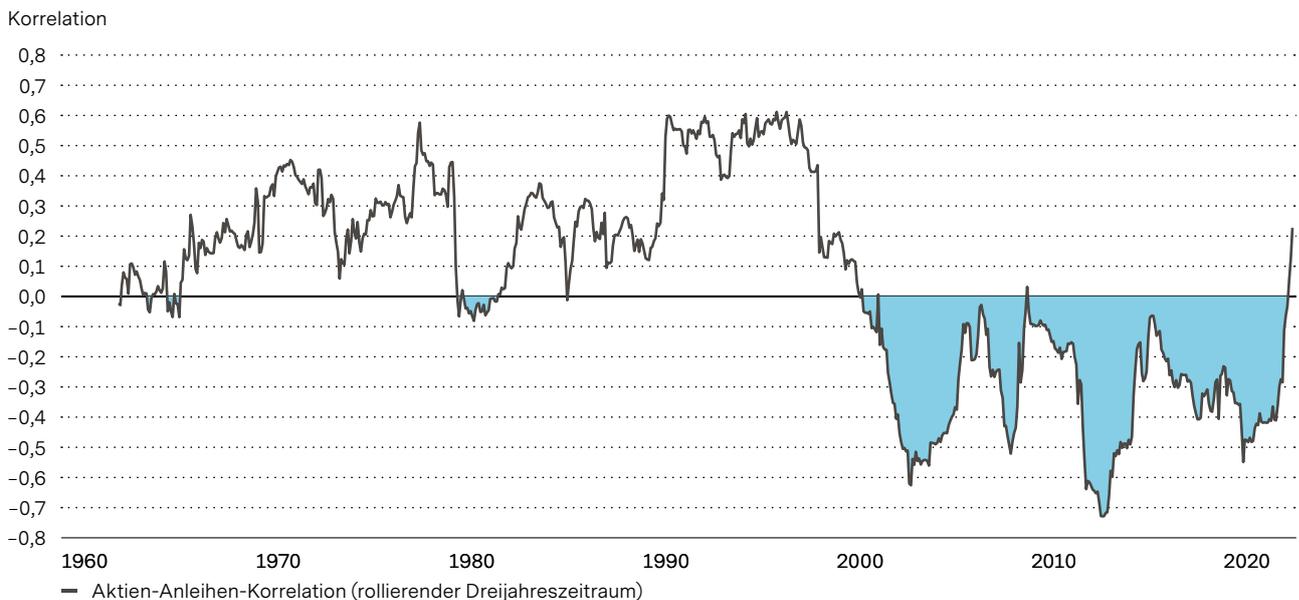
Allgemein ist geldpolitische Straffung also eine bittere Pille für die Märkte. Doch sobald sie dank abnehmender Inflation ein Ende findet und sobald Märkte und Realwirtschaft die Realität eines höheren Zinsniveaus verdaut haben, sollte die Nachfrage nach risikoreichen Anlagen wieder steigen – ebenso wie die nach Bargeld und bargeldähnlichen Anlagen, die unter dem neuen Regime neue

**Grafik 5: Finanzmarktvolatilität geht makroökonomischer Volatilität tendenziell voraus**



Die US-BIP-Volatilität wird anhand der Standardabweichung der vierteljährlichen US-BIP-Wachstumsraten berechnet. Bis zum 31.12.1987 wurden Shiller-Daten des US-Aktienmarktes, nach diesem Zeitpunkt die Gesamtergebnisse des S&P 500 verwendet.

Quelle: [econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://econ.yale.edu/~shiller/data.htm), Refinitiv Datastream, Vontobel Asset Management.

**Grafik 6: Aktien-Anleihen-Korrelation hat 2022 wieder einen positiven Stand erreicht**

Für Aktien wurden bis zum 31.12.1987 Shiller-Daten des US-Aktienmarktes, nach diesem Zeitpunkt die Gesamttrenditen des S&P 500 verwendet. Für Anleihen wurden bis zum 31.12.1979 Shiller-Daten des US-Aktienmarktes, nach diesem Zeitpunkt die Gesamttrenditen 7- bis 10-jähriger US-Treasuries verwendet.

Quelle: econ.yale.edu/~shiller/data.htm, Refinitiv Datastream, Vontobel Asset Management.

Bedeutung erhalten dürften. Statt allerdings von liquiditätsbedingten Zuwächsen getragen zu werden, müssen die Anlagekurse sich künftig zunehmend auf systematische Risikofaktoren stützen, die als Realrenditentreiber fungieren. Während die Zentralbankliquidität dazu neigt, Nominalrenditen zu befeuern, resultieren Realrenditen ausschliesslich aus der Übernahme von systematischem Risiko, die nicht wegdiversifiziert werden können.

## 2. Höhere Finanzmarktvolatilität

Solange die Zentralbanken den Fokus auf Inflationsbekämpfung legen, dürfte die Finanzmarktvolatilität wegen ihres weniger vorhersehbaren Verhaltens hoch bleiben. Seit den späten 1980er-Jahren ist die Inflation als Faktor nicht nur aus den Märkten, sondern auch aus den Entscheidungsprozessen der Zentralbanken verschwunden. Für die meisten Zentralbanken sind Preisstabilität und Wirtschaftswachstum implizite oder explizite Mandate.<sup>8</sup> Als die Inflation sich zurückzuziehen begann, wurde die Gleichung, die sie lösen mussten, also deutlich einfacher. Wenn die Märkte (als Vorstufe der Realwirtschaft) in der Vergangenheit einbrachen, waren die Zentralbanken ohne weiteres bereit, den Schlag durch eine expansivere Haltung abzufedern. Allerdings hat die Inflation ihre Problemlösungsansätze nun verkompliziert und ihre Reaktionsfunktion unsicherer gemacht, da das Halten der Waage zwischen Inflation und Wachstum kein einfaches

Unterfangen ist. Unsichere geldpolitische Kurse führen zu Volatilität an den Finanzmärkten, da die Märkte in Erwartung der sich am wahrscheinlichsten abzeichnenden Konjunktorentwicklung sensibel auf alle Prognosen und Mitteilungen der Zentralbanken reagieren. Da die Finanzmärkte wirtschaftliche Neuigkeiten tendenziell vorwegnehmen, neigt Marktvolatilität dazu, makroökonomischer Volatilität vorauszugehen. Dies führt wiederum zu kürzeren Konjunkturzyklen, die für ein dynamischeres Handelsumfeld sorgen (siehe Grafik 5 auf der Seite 13).

## 3. Höhere Korrelationen

Ein Anstieg der Inflation wird häufig von einer raschen Erhöhung der erwarteten Kurzfristzinsen begleitet. Dies hat, wie bereits erläutert, negative Auswirkungen sowohl auf Aktien als auch auf Anleihen und führt dazu, dass sie sich zunehmend gleichförmig bewegen. Das Ergebnis hieraus sind höhere Korrelationen – nicht nur zwischen diesen beiden Anlageklassen, sondern auch innerhalb dieser und über Regionen und Sektoren hinweg. Nach einem langen Zeitraum einer im Durchschnitt negativen Aktien-Anleihen-Korrelation führten höhere realisierte und erwartete Inflationszahlen Anfang 2021 dazu, dass die beiden Anlageklassen sich wieder stärker parallel entwickelten. Die Korrelationen nahmen in diesem Jahr weiter zu, als in den USA sowohl Aktien als auch Anleihen in der ersten Jahreshälfte als Reaktion auf den

<sup>7</sup> Im September 2022 lag die Inflation in den USA und der Eurozone bei 9,2 bzw. 9,9 Prozent.

<sup>8</sup> Die Ziele der Fed sind sowohl Preisstabilität als auch niedrige Arbeitslosigkeit, während die EZB nur ein Mandat hat, die Inflation auf Kurs zu halten.

<sup>9</sup> Zeitraum: 31.12.2021 – 30.6.2022; für US-Aktien wurden der S&P500 (Gesamttrenditen) und für US-Anleihen der J.P. Morgan Government Bond Index verwendet.

## «Die Wende in der Zentralbankpolitik hat den Vermögenspreisen einen wichtigen Rückenwind genommen. Dies verändert die Zusammensetzung des systematischen Risikos, das die Vermögenspreise künftig treiben wird.»

Daniel Seiler, PhD  
Head of vescore

abrupten Kurswechsel der Zentralbanken zu Jahresbeginn um 20 bzw. 12 Prozent zurückgingen<sup>9</sup> (siehe Grafik 6). Wann immer die Zentralbanken hinterherhinken, schießt die Inflation über das Ziel hinaus. Das ist vor allem schlecht für Anleihen, was häufig zu übermässiger Straffung durch die Zentralbanken führt, was wiederum schlecht für Aktien ist. Allgemein scheint die Drei-Prozent-Marke eine sensible Schwelle zu bilden. Denn wird sie überschritten, bewegt sich die Aktien-Anleihen-Korrelation zunehmend in den positiven Bereich (siehe Grafik 7). Ein Inflationsniveau über drei Prozent wird tendenziell als negativ für die Wirtschaft betrachtet und

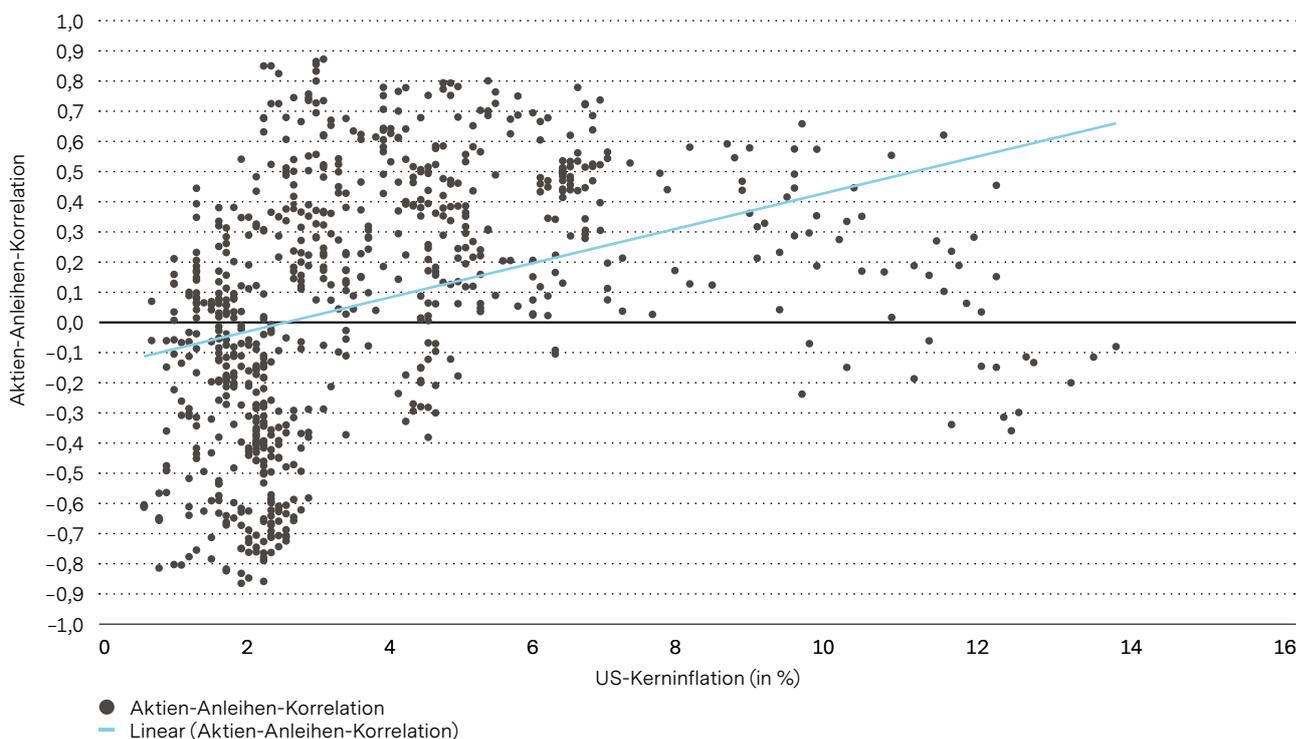
motiviert einen gewissen Zentralbankaktivismus, was bei Aktien und Anleihen ein ähnliches Verhalten hervorruft.

Das neue Marktregime wird mit seinen drei erwähnten Charakteristika – höhere Zinsen, höhere Volatilität und höhere Korrelationen – für Anleger höhere Risiken und eine Veränderung ihrer Renditetreiber bedeuten. Risiken nehmen in erster Linie aus zwei Gründen zu: Auf der einen Seite führt höhere Volatilität zu grösseren Ertragschwankungen. Dies begünstigt suboptimales Anlegerverhalten, da unvorteilhafte menschliche Verhaltensmuster aktiviert werden. Auf der anderen Seite reduzieren zunehmende Korrelationen das Diversifikationspotenzial an den Märkten und verstärken dadurch die Auswirkungen allgemein höherer Volatilität in Multi-Asset-Portfolios. Und nicht zuletzt werden Anlagekurse mit der Verflüchtigung der Liquidität stärker von Real- als von Nominalrenditefaktoren abhängig. Um auch angesichts dieser neuen Charakteristika weiterhin erfolgreich zu sein, müssen Anlagestrategien die folgenden Eigenschaften besitzen:

- Systematische Erschliessung von Realrenditequellen
- Höhere Flexibilität
- Intelligente Risikosteuerung

Im Folgenden werden einige Leitlinien beschrieben, wie systematische Anlagestrategien diese Eigenschaften integrieren und unter drastisch veränderten Marktbedingungen weiter Mehrwert für ihre Anleger generieren können.

Grafik 7: Aktien-Anleihen-Korrelation steigt mit der Inflation



Für Aktien wurden bis zum 31.12.1987 Shiller-Daten des US-Aktienmarktes, nach diesem Zeitpunkt die Gesamtrenditen des S&P 500 verwendet. Für Anleihen wurden bis zum 31.12.1979 Shiller-Daten des US-Aktienmarktes, nach diesem Zeitpunkt die Gesamtrenditen 7- bis 10-jähriger US-Treasuries verwendet.

Quelle: [econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://econ.yale.edu/~shiller/data.htm), Refinitiv Datastream, Bloomberg, Vontobel Asset Management.

# Anhaltender Erfolg unter dem neuen Marktregime mit systematischen Anlagestrategien

## a. Höhere Zinsen: Systematische Erschliessung von Realrenditequellen mit aktiver Risikoprämiensteuerung

Restriktive Zentralbanken haben ihre lockere Geldpolitik revidiert und damit risikoreiche Anlagen eines einfachen Renditetreibers beraubt. Deren Erträge hängen nun zunehmend von systematischem Risiko als Renditetreiber ab, wie auf S. 13 beschrieben. Um diese Renditen in einem Portfolio zu realisieren, müssen Anlagestrategien die Treiber, die die aktuelle Zusammensetzung des Systemrisikos ausmachen, sorgfältig analysieren und sich darin engagieren. Das Resultat ist eine Asset Allocation, die sich in einem kontinuierlichen Optimierungsprozess mit der Zeit verändert.

Aktive Risikoprämiensteuerung besitzt die erforderlichen Kapazitäten für eine solch umsichtige Neuausrichtung auf Realrenditetreiber, da sie Quellen für Überschussrenditen über dem risikofreien Zinssatz identifizieren kann, der, wie auf S. 13 beschrieben, vermutlich auf einem höheren Niveau verharren dürfte. Sie kann auf systematischer Basis Quellen von Überschussrenditen ausnutzen, indem die an den Märkten vorherrschende Risikotoleranz, die sich an wirtschaftlichen Variablen wie dem TED-, Term- und Kreditrisiko-Spread sowie der Dividendenrendite ablesen lässt, ausgewertet wird.<sup>10</sup> Diese Variablen bilden

### Was sind Risikoprämien?

Risikoprämien umfassen die Überschussrendite über dem risikofreien Zinssatz einer Anlage. Sie sind der Ausgleich für die Übernahme von systematischem Risiko durch Anleger, die sich entweder in Form unternehmerischer Risiken bei Aktien oder von Zins- und Inflationsrisiken bei Anleihen manifestieren.

das die Anlagekurse treibende wirtschaftliche Umfeld sauber und tagesaktuell ab und können über Algorithmen ermittelt werden, die frei sind von psychologischen Verhaltensmustern. So lässt sich das Renditepotenzial erschliessen.

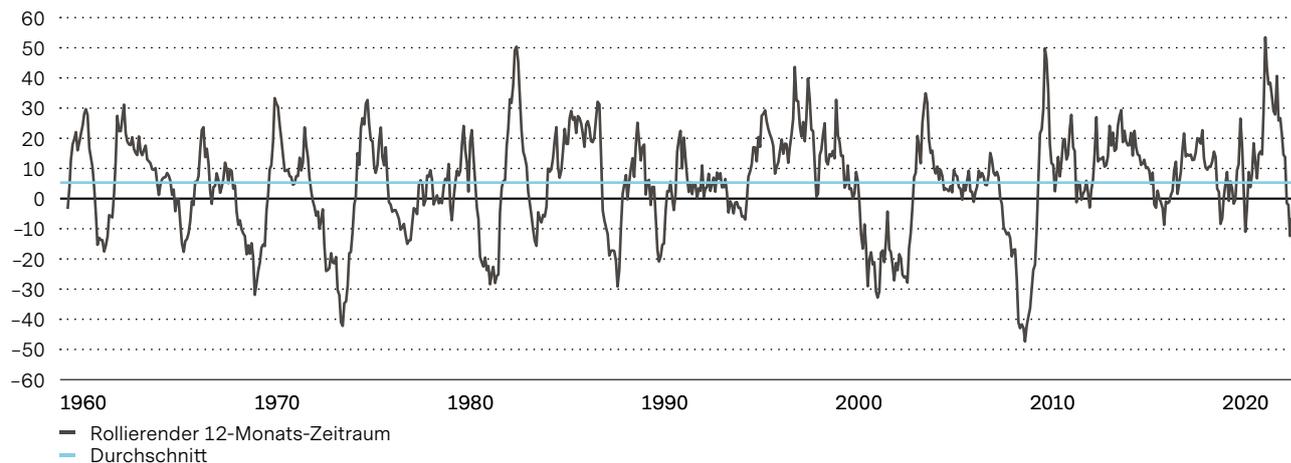
Das systematische und aktive Management von Risikoprämien ist ein langfristiger Ansatz, da Risikoprämien parallel zum Konjunkturzyklus schwanken. Seit 1986 weisen Aktien eine Überschussrendite von fünf bis sechs Prozent p. a. auf, wenn auch mit einer Schwankungsbreite zwischen -40 und +60 Prozent (siehe Grafik 8). Ähnlich sieht es mit der Überschussrendite für Anleihen aus, die für den gleichen Zeitraum drei bis vier Prozent beträgt, allerdings bei geringerer Schwankungsbreite (siehe Grafik 9). Nach unseren Schätzungen ist über die nächsten fünf Jahre für europäische Aktien ein Überschussrenditepotenzial von vier bis fünf Prozent zu erwarten. Für den gleichen Zeitraum ist für US-Aktien eine Rendite von drei bis vier Prozent möglich, da sie in puncto wirtschaftliche und politische Fragmentierung weniger Risiken und dank der höheren Glaubwürdigkeit der Zentralbank einen vorhersehbareren Inflationsverlauf aufweisen.<sup>11</sup>

## b. Höhere Volatilität: Höhere Flexibilität durch Trendfolge

Solange Zentralbanken die Zinsen erhöhen, um die Inflation zu bekämpfen, wird eine höhere Volatilität dazugehören, da inflationsinduzierte Straffungszyklen dazu neigen, mit geldpolitischer und makroökonomischer Unsicherheit einherzugehen. Dieser Prozess, der unserer Einschätzung nach zwischen ein und zwei Jahren dauern dürfte, wird konstante Vorhersagekraft und reaktive Modellsignale erfordern, die in der Lage sind, volatile Marktbewegungen rasch in Portfoliorenditen umzuwandeln. Strategien wie Trendfolgemodelle können für dieses Unterfangen hilfreich sein. Trendfolgemodelle kaufen steigende und verkaufen fallende Anlagen – basierend auf der Annahme, dass der Markt dazu neigt, sich in Trends zu bewegen, die sich mit der Zeit wiederholen. Da diese Modelle keine Trends vorhersagen und der Frage, warum sie eintreten, gleichgültig gegenüberstehen, basieren sie rein auf Marktpreisdaten und technischen Indikatoren wie Trendlinien. Indem diese Strategien auf der Welle des Trends reiten, sind sie potenziell in der Lage, grosse Kursbewegungen am Markt auszunutzen und grössere Verluste zu vermeiden, was die nach Sharpe Ratios gemessene risikobereinigte Rendite verbessert. Die Bedingungen für den Erfolg dieser Strategie sind

### Grafik 8: US-Aktien-Risikoprämie (rollierende 12-Monats-Renditen, 1960 – 2022)

Risikoprämie US-Anleihen in %

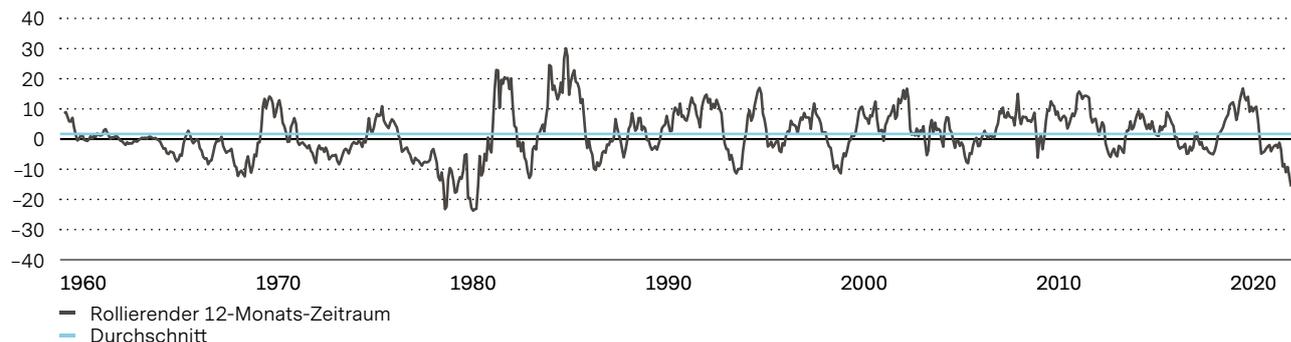


Die Grafik zeigt die Risikoprämie für US-Aktien, die berechnet wird als Differenz zwischen der rollierenden 12-Monats-Rendite von US-Aktien und US-Kurzfristzinsen. Für Aktien wurden bis zum 31.12.1987 Shiller-Daten des US-Aktienmarktes, nach diesem Zeitpunkt die Gesamtrenditen des S&P 500 verwendet. Für die US-Kurzfristzinsen wurden bis zum 31.12.1974 dreimonatige Schatzwechsel, für den Zeitraum danach der USD-Ein-Monats-LIBOR verwendet.

Quelle: econ.yale.edu/~shiller/data.htm, FRED, Refinitiv Datastream, Vontobel Asset Management.

### Grafik 9: US-Anleihen-Risikoprämie (rollierende 12-Monats-Renditen, 1960 – 2022)

Risikoprämie US-Anleihen



Die Grafik zeigt die Differenz zwischen der rollierenden 12-Monats-Rendite 7- bis 10-jähriger US-Treasuries und den US-Kurzfristzinsen. Für Anleihen wurden bis zum 31.12.1979 Shiller-Daten des US-Aktienmarktes, nach diesem Zeitpunkt die Gesamtrenditen 7- bis 10-jähriger US-Treasuries verwendet. Für die US-Kurzfristzinsen wurden bis zum 31.12.1974 dreimonatige Schatzwechsel, für den Zeitraum danach der USD-Ein-Monats-LIBOR verwendet.

Quelle: econ.yale.edu/~shiller/data.htm, FRED, Refinitiv Datastream, Vontobel Asset Management.

<sup>10</sup> Der TED-Spread bildet Liquiditätsversorgung und Systemrisiken ab. Der Term-Spread ist ein Gradmesser der Konjunkturaussichten, während der Kreditrisiko-Spread das Refinanzierungsumfeld für Unternehmen reflektiert. Die Dividendenrendite steht stellvertretend für die Bewertung am Aktienmarkt. Zusammengefasst ergeben diese Variablen einen umfassenden Eindruck des aktuellen Konjunkturmehrfeldes.

<sup>11</sup> Schätzungen per 30.9.2022. Quelle: Vontobel Asset Management.

## «Solange die Zentralbanken die Zinsen erhöhen, wird Volatilität Teil des Spiels sein, da inflationsbedingte Straffungszyklen mit geldpolitischer und makroökonomischer Unsicherheit Hand in Hand gehen.»

Daniel Seiler, PhD  
Head of vescore

starke direktionale Kursbewegungen, die auf fundamentalen Faktoren basieren und stark und langanhaltend genug sind, um Wirkung zu entfalten. Diese Strategie kauft und verkauft, sobald ein Trend bereits begonnen hat oder beendet ist. Das heisst, dass ihr ein Teil der anfänglichen Rendite entgeht und beim Einsetzen eines Abwärtstrends kleinere Verluste entstehen. Bei erratischer Volatilität an den Märkten sind Trendfolgestrategien daher weniger profitabel.

Während Brian Hurst, Yoa Hua Ooi und Lasse Pedersen in einer simulierten Renditeanalyse (2017) gezeigt haben, dass Trendfolgestrategien robuste Renditen in vielen verschiedenen Märkten und auch bei steigenden und fallenden Zinsen, Rezessionen, Stagflation und Expansion verzeichnen, ist ihre Performance in von hoher Inflation und/oder überdurchschnittlicher Volatilität geprägten Umfeldern besonders hervorzuheben. Zwischen 1920 und 1929 brachten solche Strategien 20,8 Prozent über dem risikofreien Zinssatz ein. Diese Zeit war geprägt von geldpolitischer Straffung, mit der die Spekulationstätigkeit an den Aktienmärkten eingedämmt werden sollte, die der «Great Depression» vorausging. Auch in den 1970er Jahren, der Zeit der «Great Inflation», brachten sie 27,4 Prozent ein. In beiden Fällen erzielten die Strategien eine Sharpe Ratio von über 1.<sup>12</sup> Diese Erkenntnisse deuten darauf hin, dass Trendfolgestrategien heute wieder erneutes Potenzial besitzen, als attraktive Alpha-Quelle in systematischen Anlageansätzen unter dem neuen Regime zu agieren – vorausgesetzt, ihre Mechanismen sind gut im algorithmischen Aufbau verankert.

### c. Höhere Korrelationen: Bessere Risikosteuerung durch präzise Volatilitätssteuerung und intelligentes Risikomanagement

Da Zinserhöhungen Aktien und Anleihen aufgrund der negativen Auswirkungen auf den Abzinsungsfaktor, der auf ihre für die Zukunft prognostizierten Cashflows angewendet wird, gleichermaßen beeinflussen, bewegen sich diese beiden Anlageklassen meist gemeinsam, wenn es zu einer geldpolitischen Straffung kommt (nähere Einzelheiten siehe S. 15). Höhere Korrelationen verringern das Diversifikationspotenzial zwischen verschiedenen Anlageklassen und erhöhen daher das Portfoliorisiko, was mit der Zeit zu volatileren Renditen führt. Im Falle absoluter Risikoziele – etwa maximal möglicher Verluste – ist die Reduzierung des Marktexposures unter von hoher Korrelation geprägten Marktregimen die einzige Möglichkeit, Anlegerziele zu erreichen. In konventionellen Portfolios ist dies allerdings langfristig mit Renditeeinbussen verbunden. Im Gegensatz dazu können moderne systematische Anlagestrategien dennoch attraktive Renditen erzielen, indem sie flexible Exposure-Management als Instrument der Volatilitätssteuerung nutzen.

Da dynamisches Exposure-Management die erhöhte Marktvolatilität um eine zusätzliche Komplexitätsebene erweitert, sind intelligente Risikomanagement-Tools erforderlich, um die Renditeverläufe so reibungslos wie möglich zu gestalten und mit der Zeit das Risiko-Rendite-Profil des Portfolios zu optimieren. Traditionelle Volatilitätsprognosemethoden wie Volatilitätsschätzungen über 21 oder 252 Tage weisen aufgrund ihrer Rückwärtsgewandtheit häufig zwei Schwächen auf, die einem effizienten Portfoliomanagement im Weg stehen:

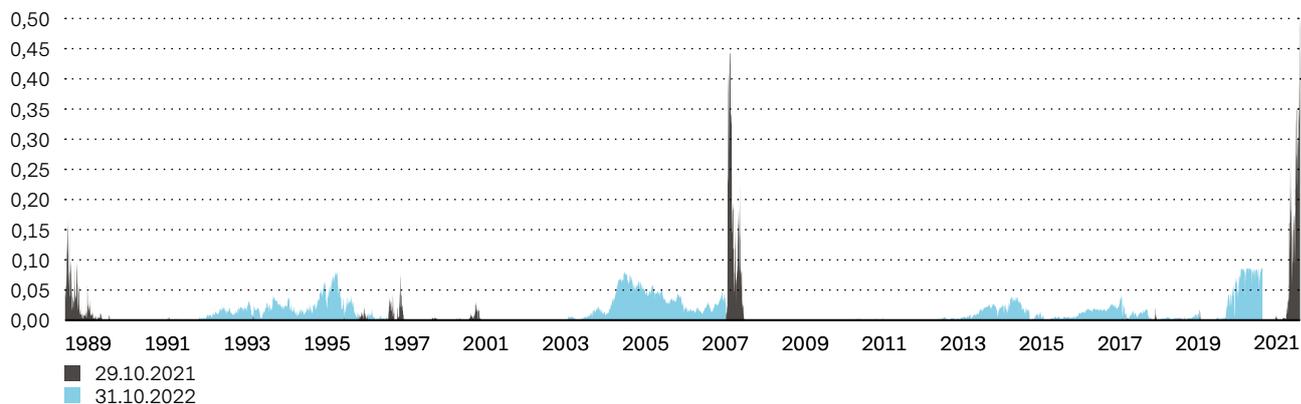
- Starke Ausrichtung auf vergangene negative Extremereignisse, was dazu verleitet, überhöhte Schätzungen für längere Zeiträume einzurechnen, was die Risikofähigkeit des Portfolios begrenzt.
- Plötzlicher Gedächtnisverlust führt zu plötzlichen Spitzen im Portfoliorisiko, was das Risiko eines vor-schnellen Wiedereinstiegs im Markt erhöht.

Um als intelligent eingestuft zu werden, müssen Tools zur Volatilitätsschätzung sich in ruhigen Marktphasen langsam bewegen und in Stressphasen anpassungsfähig sein, was die genannten Schwächen behebt. Um das zu erreichen, verbindet das State-Dependent Risk Measurement (SDRM) von Vescore Volatilitätsclustering der jüngeren Vergangenheit mit Erfahrungswerten, indem das aktuelle Risikoumfeld mit früheren Fällen verglichen wird (siehe Grafik 10). Durch die Identifikation und Gewichtung vergleichbarer früherer Perioden leitet das Tool für die aktuelle Portfoliozusammensetzung eine zukunftsgerichtete Volatilitätsschätzung ab und schreitet ein, wenn Volatilitätsrestriktionen überschritten werden. Im gegenteiligen Fall ist das Portfolio völlig frei, das gesamte Renditepotenzial seines Exposures auszuschöpfen. Diese Art der Risikosteuerung kann langfristig die risikobereinigte Rendite verbessern.

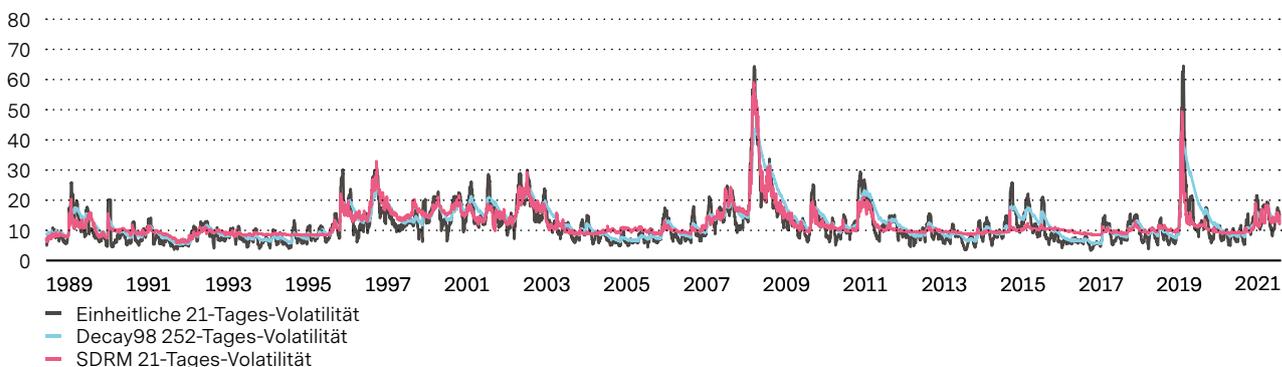
<sup>12</sup> Brian Hurst, Yoa Hua Ooi und Lasse Pedersen, A Century of Evidence on Trend-Following Investing, Journal of Portfolio Management (2017). Die Renditen sind vor Abzug aller Kosten und Gebühren ausgewiesen.

### Grafik 10: Vescor's State-Dependent Risk Management bietet Zukunftsprognosen zum erwarteten Volatilitätsniveau

Ähnlichkeitsgewichtung in %

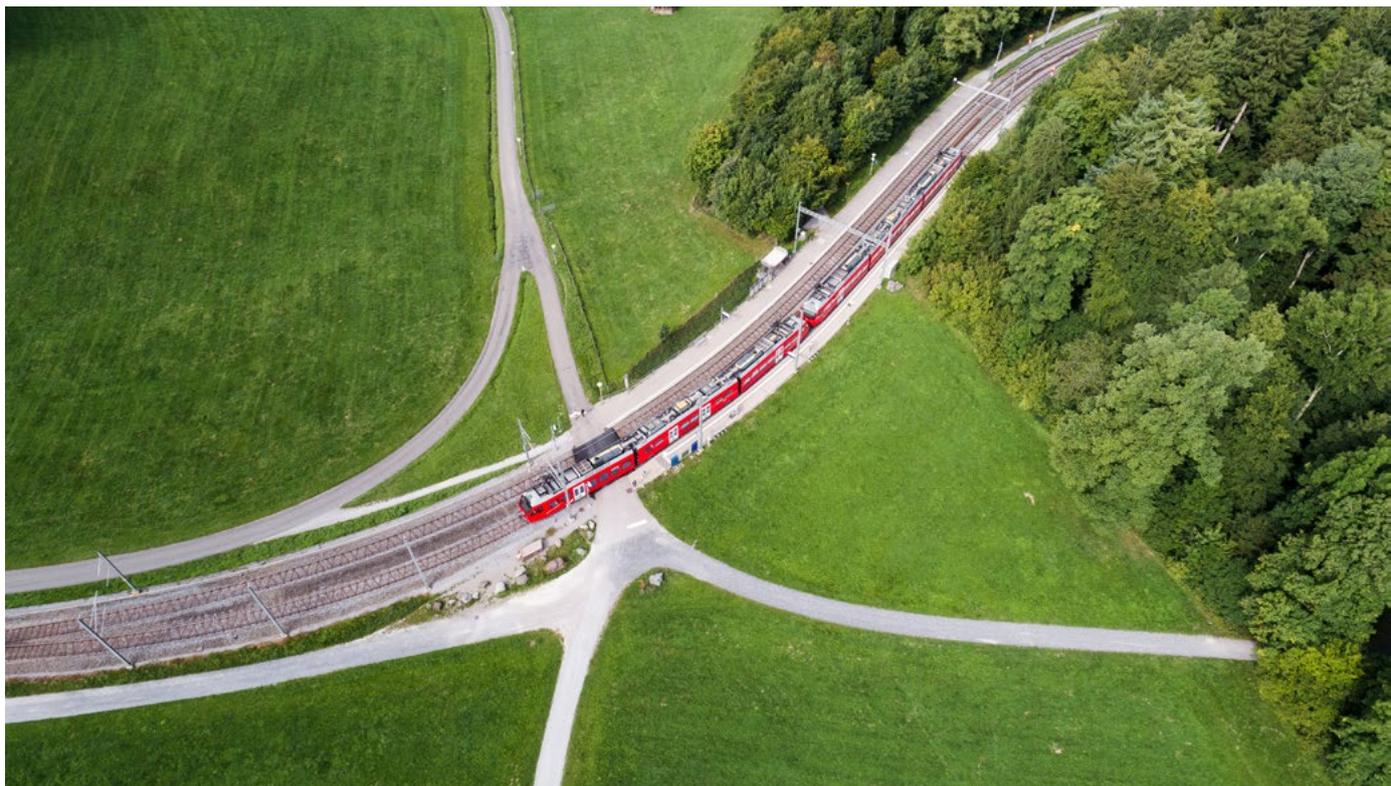


Volatilität p. a. in %



SDRM (State-Dependent Risk Measurement) misst die erwartete Volatilität für die nächsten 21 Tage, indem frühere Zustände anhand ihrer Ähnlichkeit zum heutigen Zustand gewichtet werden. Das bedeutet, dass ein früherer Zustand umso höher gewichtet wird, je ähnlicher er dem heutigen ist. Sollte eine vorher festgelegte Volatilitätsschwelle (abhängig von der aktuellen Allokation) überschritten werden, wird die Volatilität reduziert, indem das Risikoengagement des Portfolios reduziert wird. Die Grafik oben zeigt die Ähnlichkeitsgewichtung per 31.10.2022. Die Grafik unten stellt traditionelle Volatilitätsschätzungen und mit SDRM berechnete Schätzungen für einen 1/N-Aktienindex gegenüber.

Quelle: Vontobel Asset Management.



# Fazit

**Die Märkte bewegen sich in Richtung eines neuen Regimes. Entsprechend wird das neue Jahrzehnt sich deutlich vom vergangenen unterscheiden, insbesondere, weil die Inflation einen Strukturbruch der Realzinsen verursacht. Obwohl sich an der Art der Überschussrenditequellen nichts ändern wird, sind Änderungen ihres risikofreien Basiszinses sowie der Korrelationen und Volatilitätsniveaus unvermeidlich. Das hat wichtige Auswirkungen auf die Art und Weise, wie erfolgreiche Anlagestrategien Realrenditequellen erschliessen und Risiken steuern werden. Solange die veränderten Marktbedingungen berücksichtigt werden, verspricht die Entwicklung der Anlagekurse weiterhin grossen Mehrwert für jene Anleger, die bereit sind, überkommene Annahmen hinter sich zu lassen und sich dem neuen Gesicht der Märkte in 2023 und darüber hinaus zu stellen.**

#### Wichtige rechtliche Hinweise

Dieses Dokument wurde von einer Gesellschaft der Vontobel-Gruppe («Vontobel») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt und genehmigt. Die hierin enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren an Personen in Ländern dar, in denen ein solches Angebot, eine solche Aufforderung, ein solcher Kauf oder Verkauf nach den Wertpapiergesetzen des jeweiligen Landes unzulässig wäre. Es wird keine Zusage gegeben, dass die hier besprochenen Wertpapiere, Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger geeignet sind. Die geäußerten Meinungen entsprechen dem Stand von November 2022 und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es liegt im alleinigen Ermessen des Lesers, sich auf die Informationen in diesem Dokument zu verlassen.

Einige der bereitgestellten Informationen können Prognosen oder andere zukunftsgerichtete Aussagen über künftige Ereignisse oder die künftige finanzielle Leistung von Ländern, Märkten und/oder Anlagen enthalten. Bei den Prognosen handelt es sich um Meinungen, die auf unserer internen/externen Analyse beruhen; sie sind nicht garantiert, und die tatsächlichen Ergebnisse können erheblich abweichen. Die hierin enthaltenen Projektionen, Prognosen oder Schätzungen beruhen auf einer Vielzahl von Schätzungen und Annahmen. Es kann nicht garantiert werden, dass die Schätzungen oder Annahmen in Bezug auf die zukünftige finanzielle Leistung von Ländern, Märkten und/oder Investitionen sich als richtig erweisen, und die tatsächlichen Ergebnisse können erheblich abweichen. Die Aufnahme von Projektionen oder Prognosen ist nicht als Hinweis darauf zu verstehen, dass Vontobel die Projektionen oder Prognosen als verlässliche Vorhersagen zukünftiger Ereignisse betrachtet, und sie sollten nicht als solche betrachtet werden. Diversifikation und/oder Asset Allocation garantieren weder einen Gewinn noch schliessen sie das Risiko von Anlageverlusten aus. Der Leser muss die Relevanz, Genauigkeit und Angemessenheit dieser Informationen selbst beurteilen und die unabhängigen Untersuchungen durchführen, die er für den Zweck einer solchen Beurteilung für notwendig oder angemessen hält. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen beruhen auf den besten Informationen, die zu dem im Dokument angegebenen Datum verfügbar waren. Obwohl wir davon ausgehen, dass die bereitgestellten Informationen auf zuverlässigen Quellen beruhen, können wir keine Verantwortung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen, einschliesslich derjenigen, die von Handels- und Statistikdiensten oder anderen Drittquellen stammen oder auf diesen basieren.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber J.P. Morgan übernimmt keine Gewähr für deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Der Index wird mit Genehmigung verwendet. Der Index darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von J.P. Morgan nicht kopiert, verwendet oder verbreitet werden. Copyright 2022, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

**Quelle:** Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Marke und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen (zusammen «Bloomberg»). BARCLAYS® ist eine Marke und Dienstleistungsmarke der Barclays Bank Plc (zusammen mit ihren verbundenen Unternehmen, «Barclays»), die unter Lizenz verwendet wird. Bloomberg oder die Lizenzgeber von Bloomberg, einschliesslich Barclays, sind Inhaber aller Eigentumsrechte an den Bloomberg Barclays Indizes. Weder Bloomberg noch Barclays billigen oder unterstützen dieses Material, noch garantieren sie die Richtigkeit oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen, noch geben sie eine ausdrückliche oder stillschweigende Garantie für die daraus zu erzielenden Ergebnisse, und im größtmöglichen gesetzlich zulässigen Umfang übernehmen sie keine Haftung oder Verantwortung für Verletzungen oder Schäden, die in diesem Zusammenhang entstehen.

Die in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse sind kein verlässlicher Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Hinweis: Simulierte und/oder hypothetische Wertentwicklungen (sei es durch Modellierung oder ähnliches) sind kein Indikator für zukünftige, tatsächliche Ergebnisse. Solche Simulationen sind hypothetisch, und es kann nicht zugesichert werden, dass die dargestellten Prognosen und/oder Ergebnisse erreicht werden. Es wird keine Zusicherung hinsichtlich der Angemessenheit der darin getroffenen Annahmen oder der Genauigkeit oder Vollständigkeit von Modellierungen oder Ähnlichem gegeben. Es sollten stets die mit solchen Simulationen verbundenen Einschränkungen berücksichtigt werden, und keine hypothetische Analyse kann die Auswirkungen finanzieller Risiken im tatsächlichen Handelsumfeld vollständig berücksichtigen. Weder die Vermögensaufteilung noch die Diversifizierung sichern einen Gewinn oder schützen vor Verlusten in fallenden Märkten. Indizes werden nicht verwaltet; es werden keine Gebühren oder Kosten berücksichtigt; und man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Vontobel behält sich das Recht vor, jederzeit und ohne Vorankündigung Änderungen und Korrekturen an den hierin enthaltenen Informationen vorzunehmen. Jegliche unbefugte Weitergabe, Nutzung oder Verbreitung dieses Dokuments, ganz oder teilweise, ist untersagt und dieses Dokument darf nicht reproduziert, kopiert oder anderen zur Verfügung gestellt werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht zur Weitergabe an oder zur Nutzung durch natürliche oder juristische Personen in Ländern bestimmt, in denen eine solche Weitergabe oder Nutzung gegen geltendes Recht oder Vorschriften verstossen würde oder in denen Vontobel oder mit ihr verbundene Unternehmen verpflichtet wären, sich in dem betreffenden Land oder der betreffenden Region zu registrieren. Vontobel gibt keine Zusicherung, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zur Verwendung an allen Orten oder durch alle Leser geeignet sind.

**In den Vereinigten Staaten:** Vontobel Asset Management, Inc. ist bei der U.S. Securities and Exchange Commission als Anlageberater gemäss dem Investment Advisers Act von 1940 in seiner aktuellen Fassung in den USA registriert. Die Registrierung als Investment Advisor bei der U.S. Securities and Exchange Commission bedeutet nicht, dass damit ein bestimmtes Niveau an Fähigkeiten oder Fachwissen verbunden ist. Die Beratungsdienstleistungen für die hier erörterten Strategien werden über eine Participating Affiliate Struktur zwischen Vontobel Asset Management, Inc., Vontobel Asset Management AG und Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd. angeboten. Gegebenenfalls können bestimmte Investment-Mitarbeiter als assoziierte Personen betrachtet werden und unterliegen daher den SEC-Anforderungen als Teil der Participating Affiliate-Struktur.

**In Kanada:** Vontobel ist im Zusammenhang mit unserer Anlage- und Geschäftstätigkeit gemäß den folgenden Bestimmungen tätig: Vontobel Asset Management Inc. stützt sich auf die International Adviser Exemption in den Provinzen Alberta, British Columbia, Saskatchewan, Ontario und Quebec und auf die Investment Fund Manager Exemption in Ontario und Quebec. Die Vontobel Asset Management AG macht von der Investment Fund Manager Exemption in den Provinzen Ontario und Quebec Gebrauch.

**Vereinigtes Königreich:** Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management SA, London Branch, mit Sitz in Third Floor, 22 Sackville Street, London W1S 3DN, genehmigt. Vontobel Asset Management SA, London Branch, ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und unterliegt einer begrenzten Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA). Einzelheiten über den Umfang der FCA-Regulierung sind auf Anfrage bei Vontobel Asset Management SA, London Branch, erhältlich.

**Singapur:** Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft. Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd. mit Sitz in 1901 Gloucester Tower, The Landmark 15 Queen's Road Central, Hongkong, genehmigt. Dieses Dokument ist nicht als Aufforderung an die Öffentlichkeit oder ein Mitglied der Öffentlichkeit in Singapur zu verstehen, Finanzinstrumente direkt oder indirekt zu zeichnen oder zu kaufen. **Hongkong:** Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Aufsichtsbehörde in Hongkong, einschliesslich der Securities and Futures Commission in Hongkong, geprüft oder genehmigt. Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd. mit Sitz in 1901 Gloucester Tower, The Landmark 15 Queen's Road Central, Hongkong, für die Verwendung in Hongkong genehmigt. Wir empfehlen Ihnen daher, Vorsicht walten zu lassen und im Falle von Zweifeln bezüglich des Inhalts unabhängigen professionellen Rat einzuholen. **Australien:** Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management Australia Pty Limited (ABN 80 167 015 698), Inhaberin der australischen Finanzdienstleistungslizenz Nr. 453140, genehmigt, und diese Gesellschaft trägt die Verantwortung für seinen Inhalt. Weitere Informationen für Anleger mit Sitz in Australien finden Sie unter: Vontobel Asset Management Australia Pty Ltd., Level 20, Tower 2, 201 Sussex St, NSW-2000 Sydney, Australien. Die Informationen in diesem Dokument wurden nicht speziell für Anleger in Australien erstellt. Sie können (i) Verweise auf Beträge in anderen als australischen Dollars enthalten, (ii) Finanzinformationen enthalten, die nicht in Übereinstimmung mit australischen gesetzlichen Bestimmungen oder Praktiken erstellt wurden, (iii) mögliche Risiken im Zusammenhang mit Anlagen in Fremdwährungen nicht abdecken und (iv) australische Steuerfragen nicht berücksichtigen. **Deutschland:** Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management SA, Niederlassung München, Sitz Leopoldstraße 8-10, 80802 München und von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) genehmigt und unterliegt einer eingeschränkten Regulierung durch die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Einzelheiten zum Umfang der Regulierung sind auf Anfrage bei der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung München, erhältlich. **Italien:** Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management SA, Milan Branch, Sitz Piazza degli Affari 3, I-20123 Mailand, Italien (Telefon: 026 367 344) genehmigt. Vontobel Asset Management SA, Milan Branch, ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und unterliegt einer begrenzten Regulierung durch die italienische Nationalbank und die CONSOB. Einzelheiten über den Umfang der Regulierung durch die italienische Nationalbank und die CONSOB sind auf Anfrage bei Vontobel Asset Management SA, Milan Branch, erhältlich. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Aufsichtsbehörde, einschliesslich der italienischen Nationalbank oder der CONSOB, geprüft oder genehmigt. Dieses Dokument sollte nicht als ein Angebot an die Öffentlichkeit oder an ein Mitglied der Öffentlichkeit in Italien zur direkten oder indirekten Zeichnung oder zum Kauf von Finanzinstrumenten betrachtet werden.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung. Es ist nicht unabhängig und wurde ausschliesslich zu Informations- und Bildungszwecken erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen (zusammen «Informationen») sind nicht als Prognosen, Untersuchungen, Empfehlungen oder Anlageberatung zu verstehen. Die Leser tragen die alleinige Verantwortung für Entscheidungen, die sie auf der Grundlage der in diesem Dokument enthaltenen Informationen treffen. Sie dürfen sich nicht auf die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verlassen, wenn sie eine Anlageentscheidung oder eine andere Entscheidung treffen.

Dieses Dokument wurde nicht auf der Grundlage von individuellen Anlegerbeziehungen erstellt. Dieses Dokument stellt keine Beratung in Bezug auf Steuern, Rechnungslegung, Regulierung, Recht, Versicherung, Investitionen oder irgendeine andere Form der Beratung in Bezug auf die Zeichnung, den Kauf, das Halten oder den Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten, die Durchführung von Transaktionen oder die Verfolgung anderer Investitionsstrategien dar.

Alle Informationen in diesem Dokument werden auf der Grundlage des Wissensstandes und/oder der Markteinschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments bzw. zu dem im Dokument angegebenen Zeitpunkt bereitgestellt, ohne dass damit ausdrückliche oder implizite Zusicherungen oder Zusicherungen jeglicher Art. Vontobel haftet nicht für direkte oder indirekte Verluste oder Schäden, die sich aus den in diesem Dokument enthaltenen Informationen ergeben, einschliesslich, aber nicht beschränkt auf Ertragsverluste, oder für Verluste oder Schäden, die sich direkt oder indirekt aus der Verwendung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen ergeben.

