

Global Market Outlook

November 2020

Das Wichtigste in Kürze

- Aktien:
Übergewicht reduziert auf nahezu neutral
- Staatsanleihen:
Short-Positionierung leicht erhöht
- Risikoumfeld:
weiterhin ruhiges Fahrwasser
- Ausgewähltes Thema:
Rollrenditen als Risikoprämie

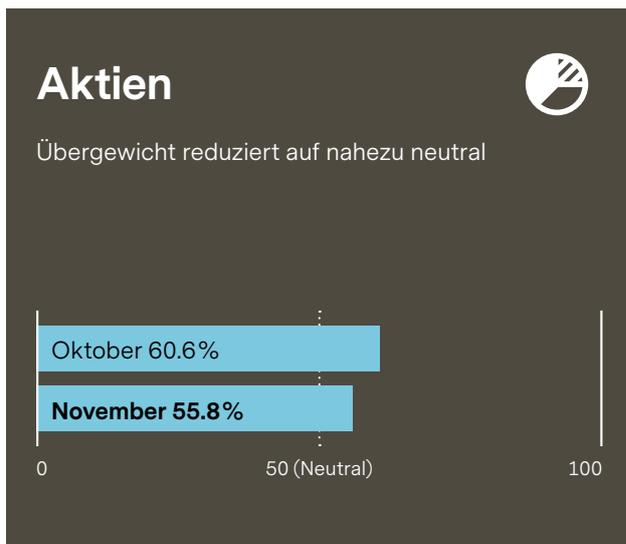
US-Wahlen, Corona und die Konjunktur

Am aktuellen Rand steht mit der US-Präsidentenwahl ein wegweisendes politisches Ereignis ins Haus. Weiterhin blicken die Investoren auch auf die übrigen bekannten Treiber der Unsicherheit an den Märkten: die Covid-19-Pandemie und die gegen ihre Ausbreitung ergriffenen Maßnahmen, deren Auswirkungen auf das Konjunkturszenario sowie den drohenden ungeordneten Brexit.

Im Oktober war die Marktstimmung wiederum geprägt von der Entwicklung der Covid-19-Pandemie. Angesichts der hohen Dynamik des Infektionsgeschehens trafen viele europäische Länder erneut Maßnahmen zur Einschränkung des öffentlichen Lebens. Diese dürften wie bereits im Frühjahr viele Sektoren der Wirtschaft stark belasten, was von den Aktienmärkten – insbesondere den europäischen – negativ aufgenommen wurde. Währenddessen erteilte US-Präsident Donald Trump dem von den Demokraten geforderten weiteren milliardenschweren Konjunkturpaket, um das Regierung und Kongress lange zögerungen hatten, eine erste Abfuhr. Dies schürte Befürchtungen, dass die Erholung der US-Wirtschaft den guten Oktoberdaten zum Trotz ins Stocken geraten werde.

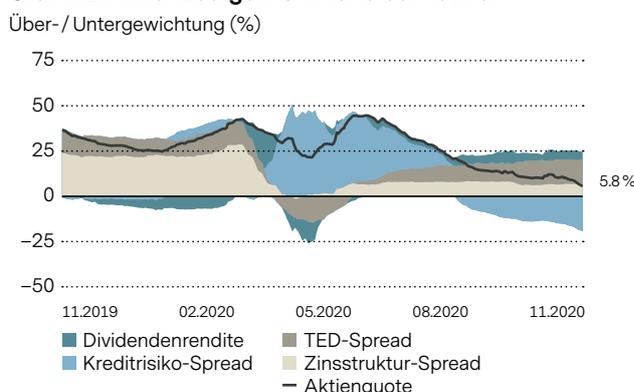
Zudem lasten auch die mühseligen Verhandlungen zwischen der Europäischen Union und Großbritannien auf dem Risikoappetit der Marktteilnehmer. Im Fokus ihres Streits um ein Freihandelsabkommen stehen die «Spielregeln» für einen Binnenmarktzugang. Derweil bestätigte die Europäische Zentralbank, an ihrer derzeitigen Geldpolitik und dem Leitzins von 0% festzuhalten.

Prägend für die Risikoneigung der Investoren dürfte in erster Linie der Ausgang der US-Wahlen am 3. November sein. Zum Zeitpunkt der Erstellung des vorliegenden Global Market Outlook steht noch kein eindeutiges Ergebnis fest. Für den Rest des Jahres ist davon auszugehen, dass das Augenmerk der Investoren auf dem Wechselspiel zwischen einschränkenden und konjunkturstimulierenden Maßnahmen seitens der Regierungen und Zentralbanken und dem noch mit vielen Fragezeichen behafteten Austritt Großbritanniens aus der EU bleiben wird.



Anfang November liegt das Aktien-Übergewicht im globalen GLOCAP-Musterportfolio (50% Aktien, 50% Cash) bei 5.8% und damit sehr nahe bei der Neutralgewichtung. Sein Rückgang zum Vormonat ist auf einen erneut höheren negativen Beitrag des Kreditrisiko-Spreads zurückzuführen. Die positiven Beiträge der übrigen Instrumentalvariablen – Zinsstruktur-Spread, TED-Spread und Dividendenrendite – blieben nahezu unverändert zum Vormonat, wobei der TED-Spread weiterhin dominiert, die gute Liquiditätsversorgung am Kapitalmarkt anzeigend.

Grafik 1: Aktienübergewicht nahe bei neutral



Die Grafik stellt die Aktienübergewichtung (schwarze Linie) eines globalen Portfolios in Euro dar, das sich an einer neutralen Allokation von 50% Aktien und 50% Cash orientiert. Fremdwährungen werden abgesichert. Die Beiträge der einzelnen Triebkräfte (Zinsstruktur-Spread, TED-Spread, Kreditrisiko-Spread und Dividendenrendite), welche in Summe die aktive Aktienallokation ergeben, werden ebenfalls dargestellt. Stand: 02.11.2020.

Quelle: Vescore

Für die aktuelle Aktienallokation ist der Zinsstruktur-Spread weiterhin von untergeordneter Bedeutung, während er bis Ende Februar noch ein wesentlicher Treiber der Übergewichtung war. Er leitet sich her aus der Differenz zwischen den lang- und kurzfristigen Zinssätzen von Staatsanleihen und dient als Indikator für langfristige Konjunkturerwartungen. Der leichte Anstieg des Zinsstruktur-Spreads am aktuellen Rand ist angesichts der gegenwärtigen ökonomischen Situation eher auf wachsende Sorgen vor Inflation oder zunehmender Staatsverschuldung zurückzuführen als auf konjunkturelle Zuversicht.

Grafik 2: Trendwende beim Zinsstruktur-Spread?



Die Grafik stellt den Zinsstruktur-Spread dar, der die Konjunkturerwartungen der Marktteilnehmer durch die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen widerspiegelt. Ein hoher Zinsstruktur-Spread geht typischerweise einher mit positiven Konjunkturerwartungen, während eine flache Zinskurve eher trübe Aussichten der Marktteilnehmer reflektiert. Dargestellt ist ein gewichteter Durchschnitt der Zinsstruktur-Spreads der wichtigsten Industrieländer (blaue Linie) und der Durchschnitt dieser Instrumentalvariable (schwarze Linie). Stand: 02.11.2020.

Quelle: Vescore

	02. NOVEMBER	01. OKTOBER
Aktienübergewichtung	5.8%	10.6%
Beitrag des Zinsstruktur-Spreads	7.0%	6.5%
Beitrag des TED-Spreads	13.6%	13.5%
Beitrag des Kreditrisiko-Spreads	-19.0%	-13.4%
Beitrag der Dividendenrendite	4.2%	4.1%

Die Tabelle zeigt die Beiträge der Instrumentalvariablen zur Aktienübergewichtung am Monatsanfang.
 Quelle: Vescore

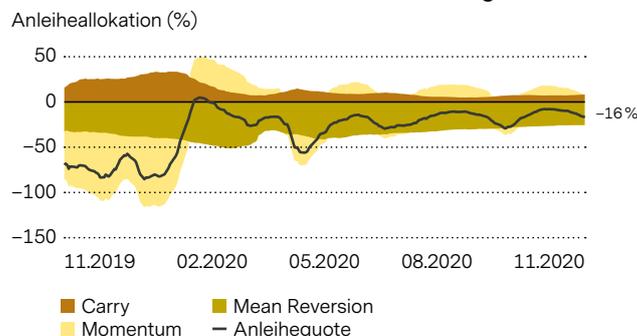


Die Allokation eines globalen Anleiheportfolios sank gegenüber dem Vormonat leicht und weist per Anfang November einen Wert von -16% auf, was einer Duration von -1.2 Jahren entspricht. Die im Portfolio gehaltene Positionierung in globalen Staatsanleihen setzt sich aus den Beiträgen der einzelnen Modelltypen Carry, Mean Reversion und Momentum zusammen. Während die absoluten Veränderungen der Teilmodelle Carry und Mean Reversion mit einem Zuwachs von jeweils 1 Prozentpunkt positiv ausfielen, verringerte sich das Gewicht des Teilmodells Momentum um 10 Prozentpunkte. Das bestimmende Modell für die Short-Positionierung bleibt das Mean-Reversion-Modell mit einem Beitrag von -25% , während das Carry-Modell nun 9% beiträgt und das Momentum-Modell 0%.

Globale Anleihen schlossen den Monat Oktober uneinheitlich: In der Eurozone legten 10-jährige Staatsanleihen rund 1% zu, während sie in den angelsächsischen Ländern um 0.5% nachgaben und in den USA sogar um 1.0%. Daher konnten globale Anleihen auch nur bedingt ihre Wirkung als Risikopuffer gegen die in der zweiten Monathälfte fallenden Aktienmärkte entfalten. Die US-Anleihenurse sanken über den gesamten Monat hinweg. Obwohl sich die Republikaner und die Demokraten vorerst nicht auf ein weiteres Konjunkturstützungs paket einigen konnten, blieb die Hoffnung auf weitere Fiskalmaßnahmen groß mit Blick auf den laut Umfragen möglichen Wahlerfolg des Demokraten Joe Biden. Damit würde das

Angebot an Staatsanleihen wachsen, die mittelfristigen Inflationsaussichten würden steigen und die Zinsen am langen Ende angehoben werden. In Europa dominierte die anschwellende Zahl von Corona-Infektionen das Marktgeschehen. Nahezu über den gesamten Kontinent hinweg waren zunehmende Krankheits- und Todesfälle zu beobachten, sodass mehrere Regierungen erneut Lockdowns unterschiedlicher Ausprägung ausriefen und bestehende Schutzmaßnahmen ausweiteten. Mit der Verschlechterung der wirtschaftlichen Perspektiven wuchs das Interesse für europäische Staatsanleihen.

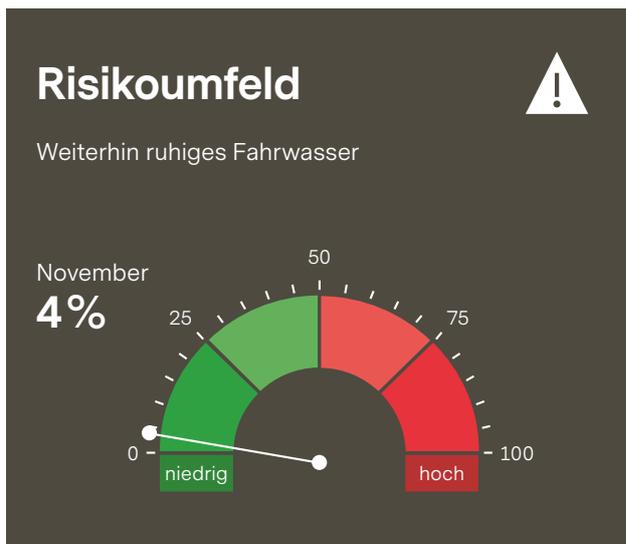
Grafik 3: Modell hält an Short-Positionierung fest



Die Grafik stellt die Anleihequote eines globalen Portfolios in Euro dar. Die Modellallokation wird, basierend auf den kurzfristigen Prognosemodellen Carry, Mean Reversion und Momentum, berechnet. Stand: 02.11.2020.
Quelle: Vescore

ANLEIHEALLOKATION	GESAMT	BEITRAG CARRY	BEITRAG MEAN REVERSION	BEITRAG MOMENTUM
Global	-16%	9%	-25%	0%
Deutschland	1%	1%	-1%	1%
Frankreich	-1%	1%	-4%	2%
Italien	3%	1%	-1%	3%
Großbritannien	-6%	1%	-6%	-1%
Schweiz	0%	1%	-2%	1%
USA	-5%	2%	-4%	-3%
Kanada	-7%	1%	-7%	-1%
Japan	-1%	1%	0%	-2%

Die Tabelle zeigt die Anleihequote eines globalen Portfolios in Euro (Spalte „Gesamt“) aufgeteilt auf einzelne Länder. Zusätzlich wird der Beitrag der kurzfristigen Prognosemodelle Carry, Mean Reversion und Momentum zur gesamten Anleiheallokation aufgelistet. Stand: 02.11.2020.
Quelle: Vescore

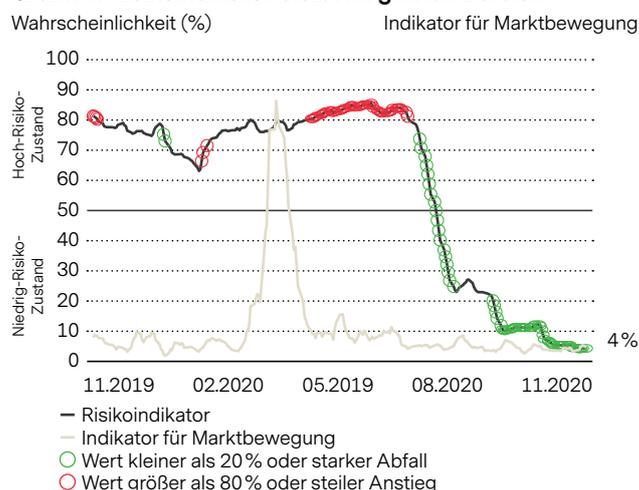


Der Risikoindikator zeigt weiterhin ruhiges Fahrwasser an. Die aggregierte Wahrscheinlichkeit für einen zukünftigen Hoch-Risiko-Zustand an den Märkten der Industrieländer sank gegenüber dem Vormonat erneut: von 9% im Oktober auf 4% im November. Der Risikoindikator analysiert das aktuelle Marktumfeld und zeigt an, ob das künftige Risiko hoch oder gering ist. Hierfür vergleicht er die kurzfristigen Renditen, welche zuletzt niedrig waren, mit den langfristigen, welche den starken Rückgang der Märkte im ersten Quartal berücksichtigen.

Die geringere Wahrscheinlichkeit für einen künftigen Hoch-Risiko-Zustand an den entwickelten Märkten ist auf die Anlageklassen Aktien und Währungen zurückzuführen: Die Risikoeinschätzung für die Aktienmärkte sank auf aktuell 4%, jene für die Währungsmärkte auf 2%, während die Einschätzung für die Anleihemärkte konstant blieb bei 7%.

Auch die Märkte der Schwellenländer werden als ruhig eingeschätzt mit einem um 2% auf 12% gestiegenen Risikoindikator. Im Laufe des Oktobers stieg dieser jedoch graduell auf 17%, was einzig auf die Komponente der Währungsmärkte zurückzuführen ist. Die Risikoeinschätzung für diese erreichte – unter dem Einfluss der deutlichen Abwertung der türkischen Lira – in der Spitze 44%. Per Monatsende liegt sie bei 29%. Die Wahrscheinlichkeit für einen Hoch-Risiko-Zustand an den Aktien- und Anleihemärkten der Schwellenländer beträgt je niedrige 3%.

Grafik 4: Risikoindikator bleibt im grünen Bereich



Die Grafik stellt den Verlauf der Wahrscheinlichkeit eines risiko-reichen Marktumfeldes der Industrieländer in der nahen Zukunft dar (schwarze Linie). Die aggregierte Wahrscheinlichkeit wird in drei Marktsegmenten ermittelt: Aktien, Anleihen und Währungen in Industrieländern. Besondere Ausprägungen werden grün oder rot gekennzeichnet. Grün verdeutlicht ein ruhiges und rot ein unruhiges Marktumfeld. Die uninformierte Einschätzung des zukünftigen Marktumfeldes ist bei 50% abgetragen (schwarze Linie). Im Hintergrund wird ein aggregierter Indikator für die realisierten Marktbewegungen in den drei Marktsegmenten (beige Linie) abgebildet. Stand: 02.11.2020.

Quelle: Vescore

Ausgewähltes Thema



Rollrenditen als Risikoprämie

Unsere systematische Rohstoff-Strategie ohne Agrargüter wählt monatlich anhand der Form der Futures-Kurven im Metall- und Energiebereich die acht Rohstoffe mit den höchsten Rollrenditen aus. Rollrenditen zeigen an, ob Rohstoffe am Markt ausreichend vorhanden sind (negative Rollrenditen) oder ob Knappheit herrscht (positive Rollrenditen). Eine Allokation vorwiegend in Rohstoffen mit positiven Rollrenditen bringt zwei Vorteile:

1. Die Preise der entsprechenden Rohstoffe dürften aufgrund des unterversorgten Marktes künftig steigen.
2. Beim Rollen des auslaufenden Future-Kontrakts in den nächsten lassen sich positive Renditen abschöpfen.

2020: nur wenige Rohstoffe mit positiver Rollrendite

Dieses Jahr erweisen sich Rohstoffe mit positiven Rollrenditen als Mangelware. Eine Ausnahme bildet Palladium, dessen Rollrenditen strukturell bedingt seit langem positiv sind. Deshalb war Palladium in den letzten Jahren permanent ein Baustein der Rohstoff-Strategie. Sie profitierte auch im laufenden Jahr kräftig von dieser Auswahl (PA1 Comdty: +14.8% Preisanstieg und +4.6% Rollrenditen). Die Unterversorgung im Markt ist den immer strengeren Emissionsvorgaben für die Automobilbranche geschuldet sowie der Tatsache, dass sich die Förderung von Palladium nicht beliebig ausweiten lässt.

In der ersten Jahreshälfte wies auch Kupfer infolge zahlreicher Minenschliessungen positive Rollrenditen am vorderen Ende der Kurve auf. Die Strategie profitierte in den vergangenen Monaten deutlich von der Auswahl dieses Industriemetalls (HG1 Comdty: +9.2% Preisanstieg und +6.5% Rollrenditen seit Jahresbeginn).

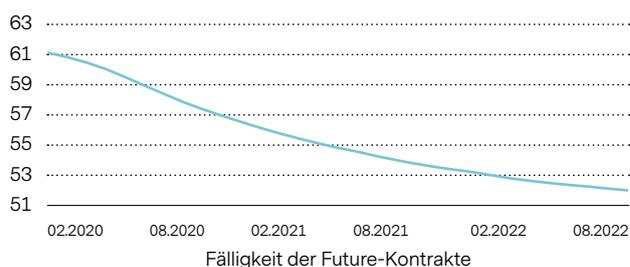
Monatliches Rebalancing erfasst Veränderungen schnell

Die Form der Futures-Kurven der einzelnen Rohstoffe kann sich sehr schnell ändern. Daher ist es von Vorteil, dass die systematische Rohstoff-Strategie die Rollrenditen regelmässig analysiert. Anfang Jahr wies zum Beispiel die Futures-Kurve von Rohöl (WTI) aufgrund der positiven Wirtschaftsaussichten noch deutlich positive Rollrenditen auf. Folglich wählte die Strategie die maximale Allokation von 50% im Energiesektor. Als die Pandemie von China auf die westliche Welt übergriff, drehte die Rohöl-Futures-Kurve und zeigte deutlich negative Rollrenditen (Grafik 5). Die Strategie reagierte sofort auf die Veränderung und reduzierte das Gewicht im Energiesektor innert kürzester Zeit auf das Minimum von 25% zugunsten der Edelmetall-Allokation. Im Vergleich dazu kam der Bloomberg Commodity ex-AL Capped Index mit einem Energiegewicht von 45% während der Talfahrt des Ölpreises in der ersten Jahreshälfte massiv unter Druck.

Grafik 5: 2020 zerfällt der Rohölpreis und die Form der Futures-Kurve ändert rapide

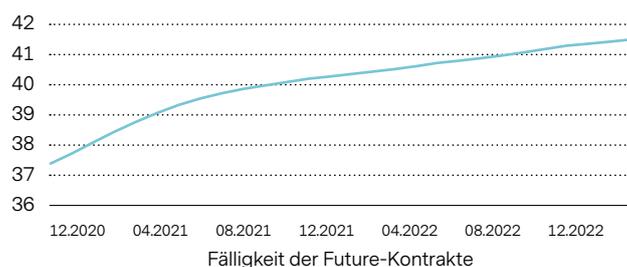
USD per Barrel

Positive Rollrenditen bei Rohöl (WTI), Stand 31.12.2019



USD per Barrel

Negative Rollrenditen bei Rohöl (WTI), Stand 28.10.2020



Quelle: Bloomberg, Vontobel

Glossar

GLOCAP

Global Conditional Asset Pricing (GLOCAP) ist ein Vescore-eigenes Aktien-Allokationsmodell. Aktive Abweichungen von der Neutralposition (50% Cash, 50% Aktien) werden aufgrund einer Einschätzung des ökonomischen Umfeldes eingegangen. Dabei werden die langfristigen Konjunkturerwartungen (Zinsstruktur-Spread), die Stabilität des Finanzsystems und die Liquiditätspräferenzen (TED-Spread), das Vertrauen der Marktteilnehmer in Unternehmen (Kreditrisiko-Spread) sowie die fundamentale Aktienbewertung (Dividendenrendite) ausgewertet und quantifiziert. Die Summe der Beiträge dieser Signalgeber spiegelt die aktive Aktienüber- bzw. -untergewichtung wider. Der Zinsstruktur-Spread wird über die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen der wichtigsten Industrieländer gemessen. Der TED-Spread wird als Differenz zwischen den Zinssätzen für USD-, JPY- und EUR-Anlagen am Eurogeldmarkt und der jeweils zugehörigen Staatsanleihe mit gleicher Laufzeit gemessen. Der Kreditrisiko-Spread wird über den Zinsaufschlag von Unternehmensanleihen mit niedrigerem Rating gegenüber erstklassigen Titeln gemessen. Die globale Dividendenrendite misst das aggregierte Verhältnis von Dividende zu Preis an den Aktienmärkten und zeigt die fundamentale Bewertung am Aktienmarkt auf.

FINCA

Der Fixed Income Allocator (FINCA) ist ein Vescore-eignes Anleihen-Allokationsmodell. Die Anleiheallokation basiert auf dem FINCA-Multimodellansatz, der als Prognoseinstrument für die Veränderungen der weltweit wichtigsten Zinskurven von Staatsanleihen und Swapkontrakten genutzt wird. Für jede Währung werden kurzfristige Prognosemodelle (Carry, Mean Reversion und Momentum) ausgewertet. Die hieraus resultierende Allokation wird anschließend ökonomisch konditioniert. Carry-Modelle richten das Portfolio dynamisch optimal auf den erwarteten Carry in der jeweiligen Währung aus. Die Carry-Rendite entsteht durch die tägliche Verkürzung der Laufzeit einer Anleihe in Kombination mit einer Zinsänderung. Dabei wird von einer konstanten oder nur leicht veränderten Zinskurve ausgegangen. Mean-Reversion-Modelle sind auf die Konvergenz der Zinsen gegen ein langfristiges Gleichgewicht ausgerichtet. Diese Konvergenz lässt sich anhand des Konjunkturzyklus oder des antizyklischen Zinssetzungsverhaltens von Zentralbanken rationalisieren. Momentum-Modelle besitzen einen trendfolgenden Charakter und nutzen insbesondere die schnelle Veränderung der Zinssätze nach politischen Entscheidungen oder Notenbankankündigungen aus.

Risikoindikator

Der Vescore-eigene Risikoindikator arbeitet in Verbindung mit unseren Aktien- und Anleihen-Allokationsmodellen GLOCAP und FINCA und fungiert als „zweiter Schiedsrichter“, um schnell zu erkennen, ob sich die Kapitalmärkte im Risk-on- oder im Risk-off-Modus befinden. Der Risikoindikator arbeitet auf der Grundlage nicht vorhersagbarer Informationen und nutzt die Stabilität der Kovarianz-Matrizen für drei Anlageklassen: Aktien, Anleihen und Währungen. Für jede Anlageklasse werden bis zu 20 verschiedene entwickelte Märkte einbezogen. Durch den Vergleich der kurz- und langfristigen Kovarianz klassifiziert der Risikoindikator die Märkte als risikoarm oder risikoreich und identifiziert so Veränderungen des Marktregimes. Der Risikoindikator reagiert schnell auf Veränderungen an den internationalen Finanzmärkten und zeigt gleichzeitig eine hohe Persistenz. Eine uninformierte Einschätzung des zukünftigen Marktumfeldes spiegelt eine Wahrscheinlichkeit von 50% wider. Wenn der Risikoindikator ein risikoarmes, wenig volatiles Umfeld (Wert < 50%) vorwegnimmt, erhöht er das Portfolio-Exposure in Aktien- und Anleihenstrategien, während der Risikoindikator dieses Exposure reduziert, wenn er ein risikoreiches, hochvolatiles Umfeld (> 50%) vorwegnimmt. Die aktive Reaktion des Risikoindikators soll die Anleger insbesondere in Zeiten von Marktstress schützen, indem er die Risiken begrenzt.

Vescore verfolgt einen auf Finanzmarktforschung basierenden, quantitativen Anlageansatz mit dem Ziel, eine langfristige attraktive, risikoadjustierte Performance zu erzielen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Dieses Marketingdokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen „Vontobel“) für institutionelle Kunden erstellt.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots.

Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel Asset Management AG („Vontobel“) weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel entbindet sich, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, von jeglicher Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder deren Fehlen ergeben. Haftungsansprüche, die gegen uns infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns gelten gemacht werden könnten, beschränken sich nach unserem Ermessen und soweit gesetzlich zulässig auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, denen dieses Dokument zur Verfügung gestellt wird, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US-Personen zur Verfügung gestellt oder diesen ausgehändigt noch in den USA verbreitet werden.

Dieses Dokument wurde von der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung München, mit Sitz in der Leopoldstrasse 8–10, 80802 München, Deutschland, genehmigt.

Vontobel Asset Management AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
T +41 58 283 71 11

Vontobel Asset Management SA
Niederlassung München
Leopoldstrasse 8–10
80802 München
Deutschland
T +49 89 211 133 0

vescore.com