

White Paper Risikomanagement 2021:
Asset Allocation Strategy
Zusammenfassung

Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?

Michael Herzum, Sandra Ebner, Sven Schömer

The background of the entire page is a world map rendered in various shades of blue. A white, rounded rectangular box is positioned in the upper-middle section of the page, containing a paragraph of text.

Die Investmentwelt post Corona wird sich von der Welt zuvor spürbar unterscheiden. Dieses White Paper untersucht die Verschiebungen in makroökonomischen Trends und liefert Analysen und Empfehlungen für sich daraus ergebende Investmentimplikationen.

Inhalt

1	Einleitung	04
2	Die Investmentwelt vor Corona	06
3	Die Weltwirtschaft in der Pandemie: Langjährige Trends beginnen sich zu verschieben	09
4	Investieren in der Post-Corona-Welt	13
4.1	Höhere US-Zinsen und weniger Diversifikation	14
4.2	Historische Analyse: Anlageklassen in Inflationsregimen	16
4.3	Schlussfolgerungen im Portfoliokontext	19
4.4	Investmentimplikationen einer neuen Weltordnung	21
4.5	Anlageklassen: Einschätzungen und Empfehlungen	21
5	Fazit	24

1 Einleitung

1 Einleitung

Corona hat das private und das berufliche Leben stark verändert. Nicht alles, aber manches davon wird von Dauer sein. Vieles spricht dafür, dass die Pandemie auch das Kapitalmarktumfeld nachhaltig beeinflussen wird.

Die Investmentwelt post Corona wird sich von der Welt zuvor spürbar unterscheiden, insbesondere von den Jahren nach der Finanzmarktkrise 2008/2009. Denn langjährige makroökonomische Trends haben begonnen sich zu verschieben. Insbesondere könnte die Pandemie der Katalysator sein, der der Weltwirtschaft zum Ausbruch aus dem Regime von schwachem Wirtschaftswachstum und Disinflation verhilft. Die digitale und die grüne Transformation der Ökonomien stehen dabei im Zentrum. Beides wäre auch ohne Corona gekommen, entscheidend ist die nun viel größere Dynamik.

Der sich anbahnende Wechsel im Makroregime hat wichtige langfristige Implikationen für Investoren. Denn er verändert den Ausblick für Anlageklassen, Investmentstile und Regionen, aber auch für die Diversifikation von Multi-Asset-Portfolios. Die USA nehmen einmal mehr eine Vorreiterrolle ein: Hier zeichnet sich der Wandel am deutlichsten ab. Aber über die internationalen Kapitalmärkte sind die Verschiebungen auch für europäische Investoren sichtbar, selbst wenn Europa bei seinem Strukturwandel letztlich in Tempo und Ausmaß hinter den USA zurückbleiben wird.

Welche langjährigen makroökonomischen Trends werden sich konkret verändern? Welche Implikationen ergeben sich daraus für die Kapitalmärkte, und wie sollten Investoren ihr Portfolio anpassen? Das sind die Fragen, die in dem dieser Kurzfassung zugrunde liegenden White Paper behandelt werden.

Die wichtigsten makroökonomischen Ableitungen für Investoren: Neben dem höheren nominalen Wirtschaftswachstum sind dies ein beschleunigter technologischer Wandel, eine Förderung der Investitionstätigkeit, eine höhere Produktivität, mehr Staatsausgaben sowie ein etwas höherer US-Zins.

In der Folge beschreiben wir die wesentlichen Investmentimplikationen post Corona innerhalb der Anlageklassen sowie im Multi-Asset-Kontext. Wir liefern Analysen und Empfehlungen, wie Investoren das Drehbuch für ihre Portfolios ändern sollten. Im Zentrum steht ein klassisches Aktien-Renten-Portfolio, das wir durch Allokation und Selektion an das neue Umfeld anpassen.

Nachfolgend finden Sie die wesentlichen Punkte des White Papers als Zusammenfassung. Union Investment stellt das eigentliche White Paper („Langversion“) unter www.die-risikomanager.de zur Verfügung.



2 Die Investmentwelt vor Corona

2 Die Investmentwelt vor Corona

Um die Veränderungen, die die Corona-Pandemie auch in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten angestoßen hat, einordnen und wirklich verstehen zu können, sollten wir zunächst einen Blick in den Rückspiegel werfen.

Denn das Kapitalmarktumfeld zwischen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 und dem scharfen Corona-Einbruch im Frühjahr 2020 war in vielerlei Hinsicht ein besonderes. Die Investmentwelt war geprägt von verschiedenen übergeordneten Trends, die sich teilweise überlagerten und gegenseitig bedingten:

- Eine Outperformance des Finanzmarktes gegenüber der realen Wirtschaft
- Fallende Renditen am Rentenmarkt bis (teilweise) weit in den negativen Bereich
- Eine Dominanz von Technologie-Aktien
- Eine persistente und deutliche Outperformance des Investmentstils Growth gegenüber Value und von qualitativ hochwertigen defensiven Aktien
- Eine erhebliche Outperformance des US-Aktienmarktes gegenüber sämtlichen anderen entwickelten Regionen
- Eine negative Korrelation zwischen Aktien- und Bondkursen

„Wall Street“ schlägt „Main Street“

Ein geringes Wirtschaftswachstum bei einer gleichzeitig anhaltend niedrigen Inflationsrate: Die sogenannte „säkulare Stagnation“ war

eines der bestimmenden Narrative an den Kapitalmärkten seit der Finanzkrise.

In Europa war diese Entwicklung besonders ausgeprägt. So fiel das Wachstum durch die aus der Finanzmarktkrise resultierende Eurokrise sogar noch verhaltener aus als in den USA. Ähnliches galt für die Inflationsrate: Sie sank unter das Teuerungsniveau der Vorkrisenzeit und verharrte auf diesem niedrigen Level.

Über die Gründe für die säkulare Stagnation haben Ökonomen in den vergangenen Jahren intensiv diskutiert. Am plausibelsten erscheint aus unserer Sicht, dass eine vergleichsweise schwache Investitionsneigung gepaart mit einem deutlichen Anstieg der weltweiten Sparquote das Wirtschaftswachstum nachhaltig bremste.

Diese ausgeprägte Nachfrageschwäche erklärt aus unserer Sicht viele makroökonomische Phänomene des vergangenen Jahrzehnts, zum Teil sogar aus dem Zeitraum vor der Finanzkrise seit der Jahrtausendwende: niedrige Zinsen, niedrige Inflation, geringes Produktivitätswachstum, Vermögenspreisinflation.

Welche Auswirkungen hatte dieses Umfeld auf die Preise an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft? Die immer weiter fallenden Anleiherenditen, die sich im Einklang mit den Leitzinsen abwärts bewegten, verhalfen Finanzanlagen in der Breite zu einem kräftigen Preisanstieg. Die Preise in der Realwirtschaft



für zum Beispiel Güter oder Arbeit legten dagegen nur moderat zu, viele Rohstoffpreise gaben sogar nach. Die „Wall Street“ hatte sich in gewisser Weise von der „Main Street“ entkoppelt, der Finanzmarkt die reale Wirtschaft hinter sich gelassen.

Technologie und die USA dominieren

Bei vielen Aktien – insbesondere im Euroraum – war die positive Wertentwicklung allerdings nicht (durchgehend) auf sprudelnde Gewinne der Firmen zurückzuführen. Vielmehr gaben die immer niedrigeren Zinsen und Anleiherenditen Rückenwind für die Bewertungen. Euroraum-Aktien haben zwischen 2009 und 2020 einen Wertzuwachs von 93 Prozent erzielt. Davon kamen 40 Prozent von den Dividenden. Das Gewinnwachstum war sogar negativ mit minus 14 Prozent. Mehr als die Hälfte des Wertzuwachses kam dementsprechend durch höhere Bewertungen zustande (67 Prozent).

Etwas anders sah das Bild in den USA aus: Hier wurde im Aggregat der überwiegende Teil der

Wertentwicklung tatsächlich durch höhere Gewinne gedeckt. Allerdings ist diese Betrachtung verzerrt. Denn die hohe Profitabilität und der große Anteil des Technologiesektors am US-Markt kaschieren, dass auch viele US-Firmen eine nur schwache Geschäftsentwicklung aufwiesen. Die Gewinne des Technologiesektors sind hingegen zwischen 2009 und Ende 2020 durch den strukturellen Trend der Digitalisierung, die häufig gut skalierbaren Geschäftsmodelle und eine zunehmende Marktmacht um enorme 143 Prozent gestiegen.

Hohe Diversifikation

Ein mit Blick auf Aktien-Renten-Portfolios sehr günstiger Trend war zudem die negative Korrelation von Aktien- und Rentenkursen. Kursverluste bei Aktien-Investments wurden durch Gewinne bei den Renten abgefedert. Multi-Asset-Portfolios haben viele Jahre doppelt profitiert: erstens von den hohen Erträgen bei beiden Anlageklassen, zweitens von einer hohen Diversifikation. Die Portfolios waren zugleich ertragreich und robust.



3 Die Weltwirtschaft in der Pandemie

3 Die Weltwirtschaft in der Pandemie: Langjährige Trends beginnen sich zu verschieben

Im Mittelpunkt unseres White Papers steht die These, dass Corona zu einem neuen Wachstumsregime führen wird. Die Gründe: die Beschleunigung des technologischen Wandels auf der Angebotsseite sowie das höhere wirtschaftliche Aktivitätslevel des Staates auf der Nachfrageseite.

Allerdings verändert sich nicht nur das Wachstumsregime, sondern es ändern sich auch die internationalen Wirtschaftsbeziehungen.

Die wichtigsten Fragen: Welche Auswirkungen hat diese Gemengelage für Wachstum und Zins, und wie entwickelt sich vor diesem Hintergrund die Inflation?

Das Ende der Nachfrageschwäche

Wie viele Krisen zuvor hat auch die Corona-Pandemie zu einer schnelleren Verbreitung neuer Technologien geführt. Speziell an der Pandemie ist der Zwang zum Social Distancing, der in zahlreichen Sektoren die Digitalisierung dramatisch beschleunigt hat. Das Ergebnis ist ein höheres Produktivitätswachstum. Sichtbar wird dies etwa im E-Commerce und in der Telemedizin. Doch auch im verarbeitenden Gewerbe dürfte die Krise für eine beschleunigte Verbreitung von Automatisierungstechnologien sorgen. Schon unter normalen Umständen nutzen Unternehmen die Erholungsphase nach Rezessionen häufig dafür, Investitionen in neue, arbeitssparende Technologien zu tätigen. Die Erholung von der Pandemie scheint diesem Muster in größerem Stil zu folgen.

Der Effekt dürfte in den USA stärker ausfallen als in Europa. Die US-Arbeitsmärkte sind flexibler, auch verbreiten sich neue digitale Technologien in Europa schleppender als in den USA. Positiv allerdings: Die Erkenntnis, dass Europa hohen Nachholbedarf in der Digitalisierung seiner Volkswirtschaft und Verwaltung hat, setzt sich in der Breite durch, und auch die EU adressiert das Problem mit dem Wiederaufbaufonds.

Das Tempo in den Vereinigten Staaten ist aber ungleich höher: Die USA haben mit dem im März 2021 verabschiedeten American Recovery Act „Druck auf den Kessel“ gebracht, um die Wirtschaft möglichst schnell auf den ursprünglichen Wachstumspfad zurückzuführen. Im Vergleich dazu wird der Aufschwung in der EU nach Auslaufen reiner Stabilisierungsprogramme deutlich weniger unterstützt.

Es spricht somit einiges dafür, dass die USA aus dem bisherigen Wachstumsregime ausbrechen werden. Im Falle Europas ist die Entwicklung offener. Die wichtigsten Gründe dafür sind der weniger stark ausgeprägte Effekt auf das Produktivitätswachstum, die nicht vorhandene kurzzeitige Überhitzung der Wirtschaft und die



immer noch vorsichtiger Fiskalpolitik als auf der anderen Seite des Atlantiks.

Eine Neuordnung der globalen Wirtschaftsbeziehungen

Wir erwarten im Zuge der Corona-Pandemie auch nachhaltige Veränderungen der internationalen Wirtschaftsbeziehungen. Zahlreiche Entwicklungen haben sich bereits vor dem Ausbruch von Covid-19 abgezeichnet. Die Krise hat sie beschleunigt – und in bestimmten Fällen auf eine neue Eskalationsstufe gehoben.

Der Trend zur Deglobalisierung¹ begann bereits nach der Finanz- und Wirtschaftskrise. Einer der wichtigsten Treiber hinter dieser Entwicklung war der wirtschaftliche Aufstieg Chinas. Dieser schlug sich innerhalb Chinas einerseits in steigenden Löhnen und folglich auch in höheren Lohnkosten nieder. Andererseits trug er zu einer steigenden Bedeutung des chinesischen Konsums bei, relativ zu der zuvor stark dominierenden Investitionstätigkeit. Die Folge war ein schwächeres Wachstum der chinesischen Importnachfrage, insbesondere nach Rohstoffen.

Zudem haben im vergangenen Jahrzehnt zahlreiche Naturkatastrophen wie beispielsweise das Erdbeben vor der japanischen Küste, das 2011 die Katastrophe von Fukushima auslöste, gezeigt, wie schockanfällig hocheffiziente globale Liefernetzwerke sind. In vielen Fällen hatten Unternehmen bereits reagiert und versucht, Risiken zu reduzieren. Covid-19 war gleichwohl für globale Lieferketten der größte anzunehmende Schock. Es ist deshalb

wahrscheinlich, dass die Pandemie den Umbau der Liefernetzwerke noch einmal beschleunigen wird.

Politische Entwicklungen

Schließlich hat die Pandemie einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf den Konflikt zwischen China und den USA. Schon vor Corona befanden sich die beiden Nationen in einem strategischen Wettbewerb, doch die Pandemie hat die Dynamik in diesem Konflikt deutlich verschärft.

Künftig werden die USA Unternehmensinteressen im Zweifel den Interessen der nationalen Sicherheit unterordnen. Konkret bedeutet das, dass die USA in strategisch wichtigen Wirtschaftsbereichen ein Decoupling von China anstreben werden, um Versorgungssicherheit zu gewährleisten. Das wird vor allem die Lieferketten von Schlüsselprodukten und -industrien betreffen. Halbleiter, kritische Mineralien (wie etwa seltene Erden), Batterien und Pharmaprodukte werden ganz oben auf der Liste stehen. Primäres Ziel der US-Regierung ist, die Lieferketten für die Technologien der Zukunft vorzugsweise im eigenen Land aufzubauen.

Die Zukunft der Inflation

Das neue Wachstumsregime, das wir in den USA erwarten, hat auch Auswirkungen auf die Inflation. Ein Ende der strukturellen Unterauslastung sollte die disinflationären Tendenzen der vergangenen Dekaden beenden und vor

¹ Eine Entwicklung, in der der globale Güterhandel langsamer wächst als die globale Wirtschaftsleistung.



allem jenseits des Atlantiks für wieder „normale“ Inflationsraten sorgen. Damit dürften konstante Teuerungsraten weit unterhalb des Inflationsziels der US-Notenbank von zwei Prozent pro Jahr der Vergangenheit angehören. Dem neuen Normalzustand dürften eher Inflationsraten etwas oberhalb dieses Ziels entsprechen.

Für den Euroraum sind wir weniger optimistisch: Zwar sprechen einzelne strukturelle Treiber für etwas mehr Inflation in der Zukunft (siehe Abbildung 1). Die unserer Meinung nach wichtigste Grundvoraussetzung für eine strukturell höhere Inflation – die Überwindung der strukturellen Nachfrageschwäche – dürfte im Euroraum jedoch gedämpfter ausfallen.

Abbildung 1 **Einfluss makroökonomischer Treiber auf die Inflation**

Einschätzung der Stärke und Richtung des Einflusses

	2009–2020		5 Jahre +	
	USA	Europa	USA	Europa
Produktionslücke (Zyklus)	--*	--	+	○
Fiskalpolitik	-	--	+	○
Grüne Transformation	○	+	+	+
Industriepolitik	○	○	+	+
Ungleichheit	--	-	○ / +	○
Wettbewerb	+	-	-	○
Geldpolitik	○	-	+	○
Digitalisierung/Technologie	-	-	--	-
Globalisierung	○	○	+	+
Demografie	-	-	○ / +	○ / +

Quelle: Union Investment. * Mit Ausnahme 2018 bis 2019.

4 Investieren in der Post-Corona-Welt

4 Investieren in der Post-Corona-Welt

Wir gehen von substanziellen Verschiebungen bei Assetklassen, Investmentstilen und Regionen aus – und auch bei der Diversifikation von Multi-Asset-Portfolios.

4.1 Höhere US-Zinsen und weniger Diversifikation

In den vergangenen Jahrzehnten gab es bei den Zinsen nur eine Richtung: abwärts. Das von uns erwartete strukturell höhere Wachstum impliziert nun allerdings auch strukturell höhere Zinsen.

Wir gehen für die nächsten zehn Jahre in den USA von einem Anstieg des neutralen US-Leitzinses (Federal Funds Rate) um 0,7 Prozentpunkte in den Bereich von dann 3,5 Prozent aus. Damit wird sich auch die gesamte US-Zinsstrukturkurve nach oben verschieben.

Allerdings wird der Anstieg bei den langfristigen Staatsanleiherenditen aus zwei Gründen gebremst: Erstens dürfte der Impuls für höhere Renditen am US-Rentenmarkt für einen Zufluss an internationalem Kapital sorgen, womit der Renditeanstieg in den USA einen natürlichen Deckel erhält. Zweitens stehen auch die langfristigeren Zinsen weiter unter dem Einfluss der Geldpolitik. Denn es wird allgemein erwartet, dass die US-Notenbank ihren Bestand an Staatsanleihen bis zum jeweiligen Laufzeitende auf der Bilanz halten und damit marktverträglich agieren wird.

Weniger Diversifikation in gemischten Portfolios

Mit einer strukturell etwas höheren Inflation über der Zwei-Prozent-Marke bildet sich ein neues Inflationsregime heraus, in dem ein kurzzeitiges Überschießen wahrscheinlicher ist als Deflationstendenzen.

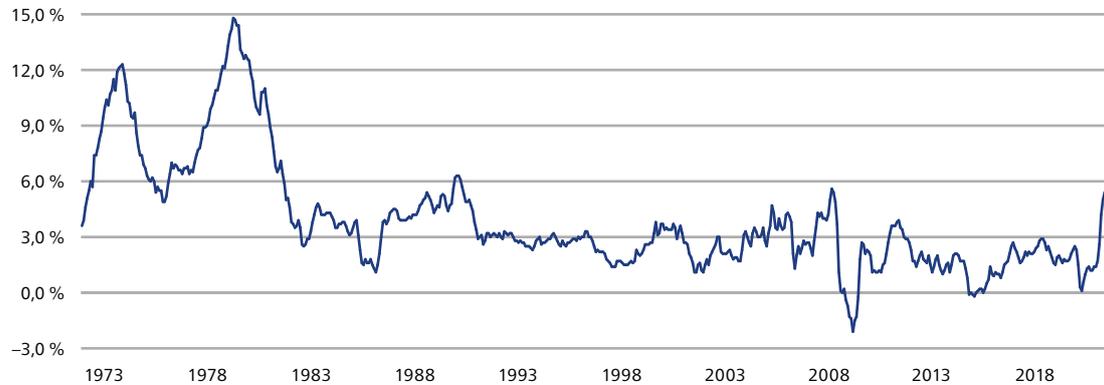
Diese Entwicklung ist vor allem im Kontext von Multi-Asset-Portfolios relevant – denn die Korrelation von Aktien und Renten ändert sich, je nach vorherrschendem Inflationsregime. Seit dem Ende der 1990er Jahre wies die Kursentwicklung von Aktien- und Renten-Investments eine negative Korrelation auf. In Zeiten fallender Aktienkurse legten die Bondkurse zu und federten ein Multi-Asset-Portfolio ab. Die Diversifikation im Portfolio war hoch. Diese negative Korrelation von Aktien und Bonds



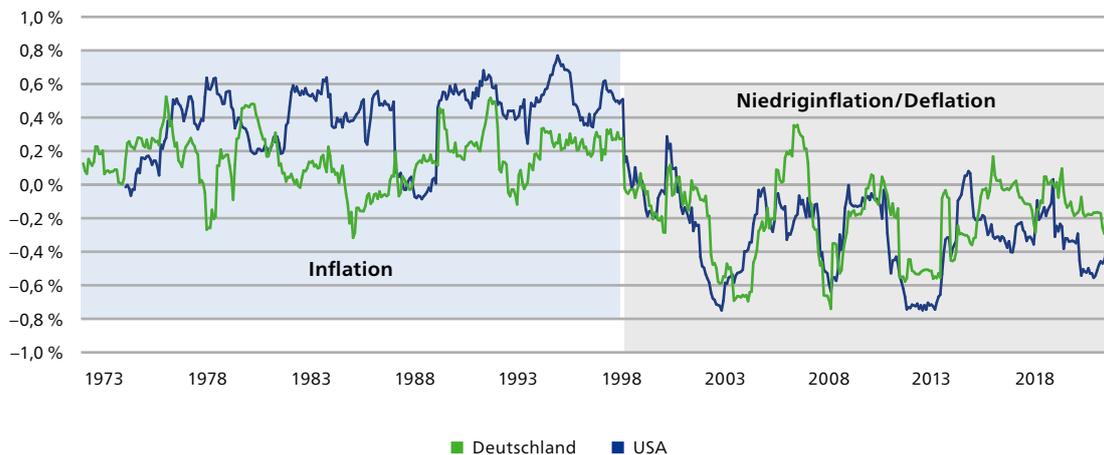
Abbildung 2

Asset Allocation: Hohe Diversifikation von Aktien und Renten seit Ende der 1990er Jahre – auch in Deutschland

US-Inflation, jährliche Veränderungsrate in Prozent



2-Jahres-Korrelation Aktien vs. Staatsanleihen*



Quelle: Bloomberg, Datastream, Union Investment. * MSCI USA bzw. DAX, Bloomberg US-Treasury-Index bzw. REXP.

stand im Einklang mit dem schwachen Nachfrage- und Inflationsumfeld der säkularen Stagnation der vergangenen Jahrzehnte. Jede Hoffnung auf ein Überwinden der Stagnation erhöhte die Nachfrage nach Aktien zulasten von Anleihe-Investments – und umgekehrt.

Mit dem Ende der Nachfrageschwäche und dem Übergang in ein neues Inflationsregime erwarten wir, dass sich die negative Korrelation abschwächen wird. Aktien-Renten-Portfolios werden folglich in den nächsten Jahren eine geringere Diversifikation aufweisen. Sie stellen Investoren somit vor neue Herausforderungen.

4.2 Historische Analyse: Anlageklassen in Inflationsregimen

Wie sollte eine an das veränderte Umfeld angepasste optimale Vermögensallokation aussehen? Um uns einer Antwort zu nähern, analysieren wir zunächst die historische Entwicklung der Anlageklassen seit 1973 in verschiedenen Inflationsregimen.

Der Fokus liegt deshalb auf der Inflation, weil das erwartete Ende der Disinflation in den USA den deutlichsten Trendbruch mit direkten Auswirkungen auf die Anlageklassen darstellt. Die historischen Muster vermitteln einen guten Anhaltspunkt, um das Verhalten der Anlageklassen unter dem Einfluss steigender Preise zu verstehen.

Dazu unterscheiden wir fünf unterschiedliche Inflationsregime:

- **unter 1 Prozent:** geringe Inflation und Deflationsnähe
- **1 bis 2 Prozent:** unterer Bereich des Inflation Sweet Spots²
- **2 bis 3 Prozent:** oberer Bereich des Inflation Sweet Spots
- **3 bis 5 Prozent:** erhöhte Inflation
- **über 5 Prozent:** Überschießen der Inflation

Ausgangspunkt sind die US-Verbraucherpreise, denen wir die Entwicklung verschiedener Anlageklassen und Investmentstile gegenüberstellen (siehe Abbildung 3).

Fixed Income

US-Staatsanleihen lieferten in allen Inflationsregimen einen vergleichsweise hohen Gesamtertrag (Total Return). Inflationsgeschützte US-Anleihen (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS) zeigten hingegen eine deutlich stärkere Sensitivität gegenüber der Teuerung: Je höher die Inflation, desto besser entwickelten sich – entsprechend ihrer Konstruktion – TIPS. Unternehmensanleihen konnten vor allem im Inflation Sweet Spot zwischen ein und drei Prozent ihre Vorteile ausspielen. Darüber und darunter ließ die Wertentwicklung deutlich nach. Dies gilt insbesondere für High-Yield-Anleihen, die in Phasen geringer Inflation (unter ein Prozent) einen negativen Gesamtertrag aufwiesen.

Aktien

Bei geringer Inflation (unter ein Prozent) zeigten Aktien historisch die schwächste Wertentwicklung. Eine zu geringe Teuerung ging oft mit einem wirtschaftlich schwachen Umfeld einher. In der folgenden Konjunkturphase mit anziehenden Wachstums- und Inflationsraten befand sich diese Anlageklasse hingegen in

² In diesem Bereich der Inflation haben sich die Kapitalmärkte, insbesondere Aktienanlagen, historisch betrachtet am besten entwickelt.



Abbildung 3 **Historische Entwicklung von Anlageklassen in verschiedenen Inflationsregimen****Durchschnittliche Wertentwicklung (in US-Dollar oder Lokalwahrung)**

in Prozent pro Jahr

Anlageklasse	Inflationsregime				
	weniger als 1 Prozent	1 bis 2 Prozent	2 bis 3 Prozent	3 bis 5 Prozent	über 5 Prozent
US-Staatsanleihen	5,8	6,6	5,9	9,2	7,5
US-Inflationsindexierte Anleihen (TIPS)	2,3	5,1	5,7	7,1	11,0
US-Unternehmensanleihen (Investment Grade)	4,0	8,4	8,8	10,1	5,6
US-Unternehmensanleihen (High Yield)	-1,0	9,5	13,1	10,5	4,4
MSCI USA	-3,9	14,7	16,4	12,6	6,1
MSCI Emerging Markets	-11,8	5,2	19,6	20,2	20,7
Zyklische Aktien	-5,3	16,2	20,6	13,7	4,9
Defensive Aktien	-3,7	12,9	13,6	16,3	9,2
Zyklische vs. defensive Aktien (relativ)	-2,0	3,3	6,1	-2,3	-3,8
Infrastruktur-Aktien (global)	-8,0	12,2	19,7	18,2	-3,9
Infrastruktur-Aktien (global) vs. MSCI ACWI (relativ)	0,0	1,2	2,1	6,0	6,8
US-Immobilien-Aktien (REITs)	-7,1	16,5	21,7	16,3	9,6
US-Immobilien-Aktien (REITs) vs. MSCI USA (relativ)	-3,2	1,8	5,4	3,7	3,5
Aktien-Investmentstile Value vs. Growth (relativ)	-6,8	-4,7	-0,8	0,0	2,7
Aktien-Investmentstile Small vs. Large Caps (relativ)	-1,0	-0,4	1,8	-0,3	5,5
Rohstoff-Index	-26,4	-5,2	9,1	14,4	19,8
Energierohstoff-Index	-47,1	-17,1	11,1	27,5	13,3
Industriemetall-Index	-21,8	-0,1	15,8	25,8	11,0
Edelmetall-Index	1,1	4,6	6,9	5,2	24,7
Gold	4,5	4,9	6,2	5,2	22,4
Kasse (US-Dollar)	0,4	2,2	3,3	5,8	8,7

Quelle: Bloomberg, Datastream; Zeitraum: ab 31. Januar 1973, außer US IG (30. Juni 1973) HY (31. Januar 1980), Infrastruktur-Aktien (31. Januar 2002), Value vs. Growth (31. Dezember 1974), weitere Annahmen/Quellen im Anhang.

der besten aller Welten: Eine Überhitzung der Wirtschaft war noch kein Thema, folglich war auch eine deutliche Straffung der Geldpolitik noch nicht nötig. In einem Korridor zwischen ein und drei Prozent befand sich die Inflation für Aktien im Sweet Spot. Stieg die Teuerung weiter, übten die durch die Notenbank initiierten Zinserhöhungen allerdings über die Bewertungsseite Druck auf die Aktien aus. Folglich war die Performance bei hohen Inflationsraten im Durchschnitt weniger stark positiv.

Unter den Branchen entwickelten sich zyklische Sektoren im Sweet Spot besser als defensive. Hintergrund ist das Wachstumsumfeld, das konjunktursensitive Zykliker begünstigte. Die Analyse zeigt zudem, dass sich die Energiebranche in der Vergangenheit besonders als Inflationsschutz eignete. Im Kontrast dazu wies der Technologiesektor bei hoher Inflation die schwächste Performance auf. Aus unserer Sicht spielte hier die vergleichsweise hohe Duration der oftmals weit in der Zukunft liegenden Zahlungsströme der Tech-Konzerne eine zentrale Rolle.

Als weitere Sektoren stechen US-Immobilieninvestments (Real-Estate-Investment-Trust, REITs) und Infrastruktur-Aktien heraus. Immobilieninvestments tolerieren nach oben hin etwas mehr Inflation als der breite Aktien-

markt. Ein plausibler Grund ist der bessere Inflationsschutz der Zahlungsströme. Auch globale Infrastruktur-Aktien entwickelten sich mit steigender Inflation zunehmend besser als der Gesamtmarkt, da auch die Einnahmen von Infrastruktur-Unternehmen zum Teil inflationsgeschützt sind.

Beim Blick auf die Investmentstile zeigt sich: Value performt historisch nur bei starker Inflation besser als Growth. Beim Size-Faktor sind die Abweichungen gering. Tendenziell profitieren kleinere Unternehmen etwas stärker von einer anziehenden Inflation als große Firmen.

Rohstoffe

Steigende Rohstoffpreise sind oft der Grund für höhere Inflationsraten, weshalb die historische Analyse den Zusammenhang überzeichnen könnte (umgekehrte Kausalität). Dennoch zählen wir Rohstoffe zu jenen Assets, die einen gewissen Inflationsschutz bieten können. In der Rückschau entwickelten sich Rohstoffe im Umfeld von niedriger Inflation negativ. Im unteren Bereich des Sweet Spots von ein bis zwei Prozent, der oft in der Frühphase des Konjunkturzyklus erreicht wird, war die Wertentwicklung ebenfalls leicht negativ. Stieg die Inflation darüber, schnitten Rohstoffe jedoch immer besser ab.



4.3 Schlussfolgerungen im Portfoliokontext

Wir untersuchen die Auswirkungen von höherer Inflation im Multi-Asset-Kontext und leiten daraus Lösungen für Investoren ab, sowohl im Bereich der Allokation von Assetklassen als auch bei der Auswahl der Sub-Assetklassen. Ziel ist, die Portfolios hinsichtlich der Rendite, aber auch im Hinblick auf das Rendite-Risiko-Verhältnis zu verbessern.

Nach der bereits beschriebenen Veränderung der Aktien-Renten-Korrelation analysieren wir weitere exemplarische Korrelationsbeziehungen. Abbildung 4 zeigt, dass die Korrelation zwischen Aktien und Rohstoffen mit steigender Inflationsrate abnimmt. Rohstoffe können also im Multi-Asset-Portfolio bei höheren Teuerungs-raten den Diversifikationsverlust bei Aktien und Renten zu einem gewissen Grad abfedern.

Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Staatsanleihen und inflationsgeschützten US-Anleihen (TIPS). Letztere entkoppeln sich bei steigender Inflation zunehmend von den nominalen Staatsanleihen. Damit leisten sie bei höherer Teuerungsrate ebenfalls einen guten Beitrag zur Portfolio-Diversifikation.

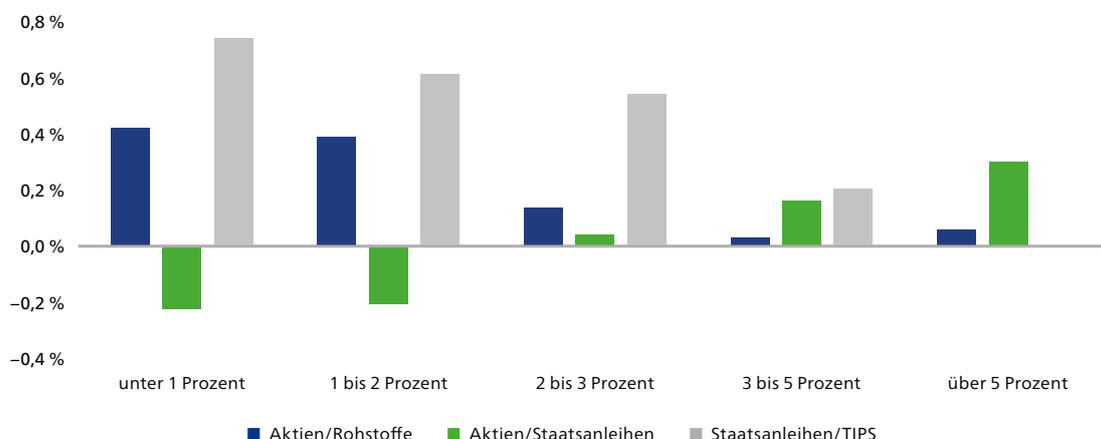
Wie lassen sich diese Erkenntnisse im Portfolio-kontext anwenden? Dazu betrachten wir exemplarisch ein klassisches US-Aktien-Renten-Port-

folio (mit 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Staatsanleihen). Wir analysieren die Inflationseigenschaften dieses Portfolios und zeigen auf, wie Investoren das Portfolio auf das Ende der Disinflation einstellen können.

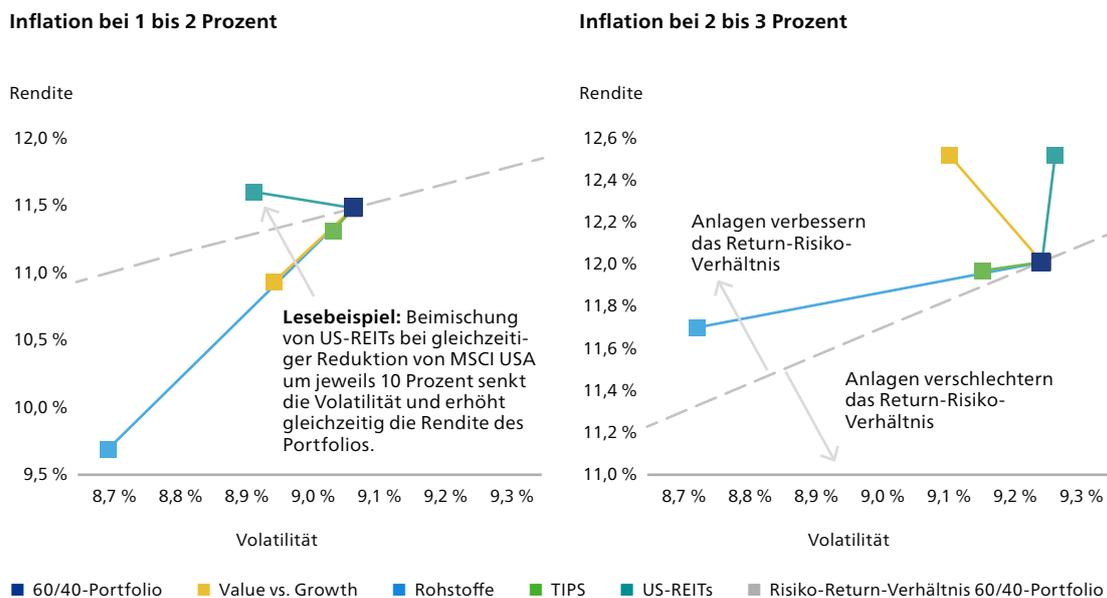
Das klassische 60/40-Portfolio erzielt laut unserer Untersuchung den höchsten Ertrag und das beste Rendite-Risiko-Verhältnis im Sweet Spot der Inflation zwischen ein und drei Prozent. Zudem fällt auf, dass die Volatilität mit der Inflation steigt. Im nächsten Schritt berechnen wir, wie Investoren das Portfolio für ein Umfeld steigender Inflation optimieren können.

- Ersetzen wir im Basisportfolio zehn Prozent der US-Staatsanleihen durch zehn Prozent TIPS, erhalten wir – wie zu erwarten – insbesondere in einem Umfeld mit einer Inflation von mehr als fünf Prozent eine Verbesserung im Rendite-Risiko-Verhältnis. Im Sweet Spot hat

Abbildung 4 **Korrelation verschiedener Sub-Assetklassen in unterschiedlichen Inflationsregimen**



Quelle: Bloomberg, Union Investment; Stand: August 2021. Bei Aktien, Staatsanleihen und TIPS liegen US-Indizes zugrunde.

Abbildung 5 **Auswahl strategischer Portfolioumstellungen in verschiedenen Inflationsregimen**

Quelle: Bloomberg, Union Investment; Hinweis: Es werden jeweils entweder 10 Prozent US-Staatsanleihen (TIPS) oder Aktien (US-REITs, Value vs. Growth) oder 5 Prozent Staatsanleihen und 5 Prozent Aktien (Rohstoffe) entnommen und dafür jeweils eine der anderen genannten Sub-Assetklassen beigemischt.

die Beimischung zwar fast keine Auswirkung auf das Rendite-Risiko-Profil, ist aber trotzdem empfehlenswert. Denn die Kosten der Strategie sind gering, der Nutzen bei einem Überschießen der Inflation hingegen hoch.

- Auch die Aktienanlage des Portfolios können Investoren durch die Hinzunahme weiterer Sub-Assetklassen besser auf höhere Inflationsraten ausrichten. So haben wir innerhalb der Aktien-Allokation jeweils zehn Prozent in US-REITs oder Schwellenländertitel umgeschichtet. Zudem analysieren wir, wie sich die Gewichtung unterschiedlicher Investmentstile auswirkt. Konkret haben wir innerhalb der 60 Prozent Aktien-Allokation jeweils zehn Prozent mehr Defensives vs. Zyklischer oder Value vs. Growth beigemischt.

Es zeigt sich, dass die Umstellungen bei erhöhter und hoher Inflation die Rendite und das

Rendite-Risiko-Verhältnis verbessern. Einzelne Umschichtungen liefern sogar mehr Rendite bei einem geringeren Risiko. Besonders die Beimischung von US-REITs sowie die höhere Gewichtung von kleineren Unternehmen stechen positiv hervor.

Eine weitere Verbesserung bringt die Beimischung von Infrastruktur-Aktien. Werden im erwarteten Inflationsszenario zwischen zwei und drei Prozent zehn der 60 Prozent US-Aktien durch globale Infrastruktur-Aktien ersetzt, steigen sowohl die absolute Rendite als auch das Rendite-Risiko-Verhältnis. Positiv wirkt hier die Bindung der Umsätze vieler Infrastruktur-Unternehmen an die Teuerung.³

Auch Rohstoffe eignen sich, um die Chancen höherer Inflation zu nutzen und sich gleichzeitig gegen das Risiko einer überschießenden Teuerung abzusichern.

³ Aufgrund der deutlich kürzeren verfügbaren Historie werden die Infrastruktur-Aktien nicht in der obigen Abbildung dargestellt.

4.4 Investmentimplikationen einer neuen Weltordnung

Neben den Verschiebungen bei Wirtschaftswachstum und Inflation müssen Investoren auch die Neuordnung der globalen Wirtschaftsbeziehungen bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen. Die Veränderungen beginnen sich zwar gerade erst abzuzeichnen. Aus unserer Sicht können Investoren aber bereits heute von den Trendbrüchen durch eigens konstruierte Themen-Investments profitieren.

Als professioneller Investor stellen wir dazu etwa Baskets von Einzeltiteln zusammen, die im Ganzen einem Fonds beigemischt werden können. Ein Beispiel: Die Pandemie hat den Umbau globaler Liefernetzwerke noch einmal beschleunigt. Unser Investment profitiert von

dieser Neuordnung sowie von der Digitalisierung und Automatisierung von Wertschöpfungsketten und Produktionsprozessen. Ein international diversifizierter Aktien-Basket aus 49 Einzeltiteln ermöglicht den Zugang zu diesem Thema.⁴

4.5 Anlageklassen: Einschätzungen und Empfehlungen

Mit dem erwarteten höheren US-Zins- und Renditeniveau empfehlen wir, den Fixed-Income-Anteil (Staats- und Unternehmensanleihen) in einem Multi-Asset-Portfolio in Gänze zu verringern. Im verbleibenden Teil sind aufgrund der höheren laufenden Verzinsung US-Staatsanleihen jenen aus Kerneuropa vorzuziehen. Als günstiger Schutz gegen überschießende Teuerungsraten ist zudem die Beimischung von inflationsindexierten Anleihen (TIPS) anzuraten.

Für Unternehmensanleihen und weitere Spread-Anlagen ergibt sich folgendes Bild: Mit den höheren US-Zinsen erwarten wir, dass sich der Anlagenotstand abschwächen sollte. Die Nachfrage nach Spread-Produkten wie Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen (IG und HY) und Schwellenländer-Bonds wird folglich etwas geringer, zumal Aktien und

Rohstoffe im Vergleich höhere Erträge liefern sollten. Trotz des geringeren Rückenwindes gehen wir aber davon aus, dass die Anlageklasse Credit auch in den kommenden Jahren einen auskömmlichen Ertrag erwirtschaften wird.

Mit Blick auf die regionale Allokation empfehlen wir Credit-Investoren, Positionen in euro-

⁴ Die ausgewählten Unternehmen gehören den Sektoren IT, Industriewerte, Gesundheit, Immobilien und Grundstoffe an. Den Investments in die 49 Einzeltitel (Long) wird ein Short-Basket gegenübergestellt, der die Faktor-Risiken auf der Long-Seite minimiert. So wird das eigentliche Investment-Thema nicht von externen Einflüssen überlagert.



päischen Unternehmensanleihen zunächst zu halten. Nachdem sich das höhere Rendite-niveau bei US-Papieren eingestellt hat, sollte in US-Credit umgeschichtet werden. Dabei dürfte sich zudem lohnen, stärker auf High Yield zu setzen. Neben der geringeren Duration und den damit vergleichsweise geringeren zu erwartenden Kursverlusten sprechen zwei weitere Gründe für HY-Papiere: zum einen ihre bessere Performance im Sweet Spot der Inflation, zum anderen sind ihre Ausfallraten in einem Umfeld höheren Wirtschaftswachstums geringer.

Empfehlung 1: Weniger Fixed Income im Multi-Asset-Portfolio. Sukzessive mehr US-Duration und -Credit. High Yield vor Investment Grade

Aktien

Die Anlageklasse Aktien profitiert in dem neuen Makroregime von der strukturellen Verschiebung zu einem höheren nominalen Wirtschaftswachstum. Dies sollte den gewissen Gegenwind aus steigenden Bondrenditen überkompensieren.

Das kräftigere Wirtschaftswachstum unterstützt die Ertragskraft der Unternehmen – die (nominalen) Gewinne steigen. Nachdem in den Jahren vor der Corona-Pandemie die Wertentwicklung vor allem in Europa in hohem Maße aus Bewertungsausweitungen resultierte, erwarten wir in den nächsten Jahren einen Wechsel: Die Gewinne übernehmen als Treiber. Unternehmen bieten sich zudem wieder mehr Investitionsmöglichkeiten. Für Investoren könnte das bedeuten, dass Dividenden und Aktienrückkäufe im Mittel geringer ausfallen als in der Zeit vor der Corona-Pandemie.

Auch bei weiteren langjährigen Trends scheinen sich die Gewichte allmählich zu verschieben: Wir erwarten das Ende der Growth-Outperformance. In einem Umfeld mit einem strukturell höheren nominalen Wachstum schaffen es immer mehr Unternehmen, auskömmlich zu wachsen. Die Knappheit des Faktors „Wachstum“ nimmt ab, eine Prämie für Growth ist damit weniger gerechtfertigt. Value und die Aktienmärkte außerhalb der USA gewinnen an Attraktivität, zumindest in der relativen Sicht.

Empfehlung 2: Stile und Regionen stärker ausbalancieren

Auf der Ebene der Sektoren sind zudem Aktien von Infrastruktur-Unternehmen ein geeignetes Instrument, um am grünen und digitalen Strukturwandel zu partizipieren. Die staatlichen Infrastrukturprogramme in vielen Ländern geben ebenso Rückenwind wie der Inflationsschutz, der sich aus der Bindung von Cashflows an die Teuerung ergibt.

Empfehlung 3: Infrastruktur-Aktien in der Aktienanlage stärken

Rohstoffe

Die Anlageklasse Rohstoffe sollte in den kommenden Jahren zu den klaren Gewinnern zählen: Die Gründe dafür sind vor allem die höheren Investitionen durch die beschleunigte Digitalisierung, die grüne Transformation und der Aufbau getrennter Wirtschaftssphären von USA und China.

All diese Faktoren dürften zu regelmäßigen Engpässen bei einzelnen Rohstoffen führen.



Hinzu kommt, dass allein die Dekarbonisierung sehr hohe Investitionen nach sich ziehen wird. Die für das zusätzliche Angebot nötigen „Anreizpreise“ sprechen zudem für neue Superzyklen bei einzelnen Rohstoffen – bei Kupfer ist dies bereits jetzt der Fall.

Was werden die Rohstoffe der Zukunft sein? Energie bleibt ein kritischer Faktor. Der globale Verbrauch wächst stetig. Allerdings steht eine große Energiewende bevor, bei der fossile Brennstoffe an Bedeutung verlieren werden. Die Energierohstoffe der Zukunft werden jene sein, die für eine nachhaltige Stromerzeugung unverzichtbar sind. Denn die Dekarbonisierung der Energiegewinnung führt zu

einem Boom der Elektrifizierung. Vor allem jene Metalle sind gefragt, die für neue Kapazitäten in der Erzeugung, den Transport und die Speicherung von Strom benötigt werden. Dies trifft etwa auf Kupfer, Aluminium, Nickel und Lithium zu.

Empfehlung 4: Anteil der Rohstoffe im Portfolio erhöhen

Der Fokus sollte dabei auf den Gewinnern der grünen Transformation liegen. Neben der guten Ertragsperspektive sehen wir auch den Nutzen der Portfoliodiversifikation in dem von uns erwarteten Wirtschaftsumfeld.



5 Fazit

5 Fazit

Im Rückblick dürfte die Corona-Pandemie als Initialzündung erscheinen: für Beschleunigungen und Brüche makroökonomischer Trends, die auch fundamentale Verschiebungen an den Kapitalmärkten zur Folge hatten.

Mit der Rückkehr von Wachstum und etwas höherer Inflation gehört – zumindest in den USA – die seit der Finanzkrise dominierende säkulare Stagnation der Vergangenheit an. Verantwortlich dafür ist neben der digitalen und grünen Transformation der Ökonomien auch die stark stimulierende Fiskalpolitik. Gerade in den USA setzt sich eine neue Wirt-

schaftsphilosophie durch, die die Rolle des Staates stärker ins Zentrum des Wirtschaftens rückt: Transferzahlungen, staatliche Investitionen und eine aktive Industriepolitik sollen das nominale Wachstum antreiben, die Produktivität erhöhen und gleichzeitig das Land im Großmachtwettbewerb mit China nach vorne bringen.

Abbildung 6 **Post Corona: Ein neues Kapitalmarktumfeld bildet sich**

	Vor Corona	Nach Corona (2020er)
Makro-Trends	Neoliberalismus	Starker Staat/Industriepolitik
	Monetarismus	Keynesianismus
	Austerität	Defizite
	„Fed Put“	„Fiscal Put“
	Steuersenkungen	Steuererhöhungen
	Disinflation	Ende der Disinflation
	Globalisierung	USA/China-Wettbewerb
	Just in time	Just in case
	Wall Street	Main Street
Kapitalmarkt-Trends	Bonds	Nachhaltige Rohstoffe
	MSCI Welt	Globale Infrastruktur-Aktien
	Aktien Re-Rating	Gewinnwachstum
	Carry-Faktor Fixed Income	TIPS, US-Geldmarkt
	Diversifikation	Positive Korrelation
	Long Duration Assets	Short Duration Assets
	Growth	Value & Growth
	Technologie	Technologie und Infrastruktur, Materials, Banken
	Gold	Kupfer, Nickel (Industriemetalle)

Quelle: World Bank, BofA Global Research.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Wie unsere Analyse gezeigt hat, haben diese Brüche und Verschiebungen langfristige Implikationen für Investoren: Allokation und Selektion bei Anlageklassen, Investmentstilen und Regionen bedürfen einer Neuausrichtung. Mit der geringeren Diversifikation von Aktien- und Renten-Portfolios stehen bislang erfolgreiche Strategien auf dem Prüfstand.

Bereits im White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2020⁵ hatten wir die langfristigen strukturellen Vorteile eines internationalisierten sowie um Rohstoffe, thematische Investments und Alternatives wie etwa Immobilien erweiterten Portfolios aufgezeigt. Zumindest die drei letzten Punkte gelten weiter uneingeschränkt und werden mit Blick auf die Post-Corona-Welt untermauert.

Rohstoffe haben sich bereits in der Vergangenheit bei anziehenden Wachstums- und Inflationsraten gut entwickelt. Sie liefern außerdem jene Portfoliodiversifikation, die bei den Aktien-Renten-Portfolios in dem erwarteten Umfeld etwas verloren geht. Zusätzlichen Rückenwind erhalten solche Rohstoffe, die bei der grünen Transformation der Wirtschaft gefragt sind – etwa beim Bau von Elektrofahrzeugen und Batterien. Wir empfehlen deshalb, den Rohstoffanteil im Portfolio auszubauen.

Alternatives können, neben dem Direktinvestment, auch über die Aktienposition gespielt werden: Infrastruktur-Unternehmen partizipieren am grünen und digitalen Strukturwandel und bieten gleichzeitig einen Inflationsschutz. Ähnliches gilt für US-REITs. Wir empfehlen deshalb, Core-Aktieninvestments in Richtung

dieser Themen umzuschichten. An der Neuordnung der Wertschöpfungsketten können Investoren schließlich thematisch über fokussierte Aktien-Baskets partizipieren.

Die im vergangenen Jahr empfohlene Strategie der Internationalisierung bleibt in der langfristigen, über die Konjunkturzyklen hinweggehenden Betrachtung ebenfalls gültig. Bei Anleihen liefert auch die Post-Corona-Welt klare Argumente, US- gegenüber Euro-Anleihen vorzuziehen. Aufgrund der stärker anziehenden US-Zinsen bieten dortige Papiere eine höhere laufende Rendite. High-Yield-Unternehmensanleihen entwickelten sich zudem im Umfeld eines höheren nominalen Wachstums besser als Investment-Grade-Papiere. Wir empfehlen deshalb eine stärkere Beimischung von US-High-Yield-Titeln.

Strukturell gilt das Thema Internationalisierung auch weiter für Aktien-Investments. Allerdings spricht vor allem das erwartete Ende der Growth-Outperformance für eine ausgeglichene Gewichtung der Regionen und Investmentstile.

Uns ist bewusst, dass – etwa aufgrund regulatorischer Vorgaben – nicht alle Investoren sämtlichen Empfehlungen aus dem aktuellen White Paper folgen können. Dennoch sollten Investoren umdenken: Die bislang bewährten Strategien können in der neuen Welt Rendite kosten oder das Portfolio aus der Rendite-Risiko-Balance bringen.

⁵ Vgl. unser [White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2020](#): Wege aus dem Home Bias: Welche Strategien Portfolios wirklich besser machen.



Im Rückblick dürfte die Corona-Pandemie als Initialzündung erscheinen: für Beschleunigungen und Brüche makroökonomischer Trends, die auch fundamentale Verschiebungen an den Kapitalmärkten zur Folge hatten. Die alten Strategien können in der neuen Welt Rendite kosten oder das Portfolio aus der Rendite-Risiko-Balance bringen.

www.die-risikomanager.de

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit stehen die Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung der Verfasser zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieser Kundeninformation stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von

Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen. Alle Index- beziehungsweise Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Union Investment können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 1. November 2021, soweit nicht anders angegeben.



Wir arbeiten für Ihr Investment

Herausgeber:

Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main

Tel.: 069 2567-7652
Fax: 069 2567-1616

institutional@union-investment.de

www.institutional.union-investment.de
www.union-investment.com

Stand: November 2021

