

Aus der Balance

Wie institutionelle Investoren ihre gemischten Portfolios auf die erhöhte Inflation einstellen können



- Die steigende Inflation lässt den Ertrag von Aktien-Renten-Portfolios real und nominal sinken
- Zugleich erhöht sich das Risiko, weil die Volatilität von Aktien und Renten sowie die Korrelation zunimmt
- Beimischungen anderer Assetklassen wie Rohstoffe und Anpassungen innerhalb von Aktien und Renten können das Portfolio widerstandsfähiger machen

Unsichere Zeiten mit erhöhter Inflation

„In einem wankenden Schiff fällt um, wer still steht und sich nicht bewegt“ – dieses Zitat wird dem Frankfurter Publizisten Carl Ludwig Börne¹ zugeschrieben. Auch Investoren tun gut daran, entsprechend zu handeln. Denn wenn sich die Welt so schnell und einschneidend wie aktuell verändert – als Stichworte seien die Corona-Pandemie und der Krieg in der Ukraine genannt – dann können die Anlagestrategien von gestern Ertrag kosten und zu einem erhöhten Risiko führen.

Die Finanzmärkte zeichnen sich derzeit durch große Volatilität aus. Sie sind dabei ein Seismograf aktueller Geschehnisse, stets versuchen die Marktteilnehmer deren Bedeutung für die Zukunft zu interpretieren. Mit Unsicherheit gehen starke Schwankungen einher. Schon die Corona-Pandemie hat für hohe wirtschaftliche Einbußen und beginnend ab etwa November 2020 für eine Rückkehr der Inflation gesorgt. Welche ökonomischen Wirkungen die russische Invasion haben wird, lässt sich derzeit noch nicht vollends absehen. Sicher ist, dass der Krieg und die Sanktionen gegen Russland die Weltwirtschaft belasten und die ökonomische Unsicherheit erhöhen. Kurzfristig steigen vor allem (erneut) die Preise von Energie- und anderen Rohstoffen, was die ohnehin hohe Teuerungsrate weiter anfacht. Die Notenbanken befinden sich deshalb in einem Spannungsfeld von hoher Inflation und schwächerem Wirtschaftswachstum. Sie haben sich entschieden, gegen die Preissteigerungen vorzugehen: So hat die US-Notenbank Fed im März zum ersten Mal seit 2018 die Leitzinsen erhöht, weitere Schritte dürften in Kürze folgen. Auch die Europäische Zentralbank wird wohl in der zweiten Jahreshälfte handeln.

Für Investoren ist die gestiegene Inflation von hoher Relevanz. Seit Jahresbeginn haben sich in Mischportfolios sowohl auf der Aktien- als auch auf der Rentenseite Verluste ergeben: Bei Anleihen sorgten die gestiegenen Zinserwartungen für fallende Kurse, die Bewertungen von Aktien gerieten wegen der steigenden Anleiherenditen unter Druck. Entsprechend war die Korrelation zwischen den Assetklassen sehr hoch, es gab in reinen Aktien-Renten-Portfolios kaum Diversifikation und die Schwankungsbreite (Volatilität) legte zu. Mischportfolios gerieten wegen veränderter Rendite- und Risikoeigenschaften aus der Balance.

Inflation auf Rekordniveau

Die Inflation ist nicht nur für Aktien und Anleihen, sondern über alle Anlageklassen hinweg ein bestimmender makroökonomischer Faktor. In den USA lag sie im März bei 8,5 Prozent – der höchste Wert seit rund 40 Jahren. Auch im Euroraum ist die Inflation mit 7,4 Prozent auf Rekordniveau: Nie seit der Einführung des Euro war die Teuerungsrate höher. Die Gründe dafür sind vielfältig: In der Corona-Pandemie gab es stimulierende Fiskalimpulse auf der Nachfrageseite sowie Lockdown-bedingte Veränderungen in der Konsumstruktur (mehr Güter, weniger Dienstleistungen). Die Öffnungen der Wirtschaften, die anziehende Konjunktur und Lieferkettenprobleme hatten gleichzeitig Knappheiten bei Rohstoffen und bestimmten Gütern zur Folge. Dieser

¹ Carl Ludwig Börne (1786-1837) gilt als Wegbereiter der literarischen Kritik und des Feuilletons in Deutschland.

Mix ließ die Preise weiter steigen. Besonders stark von dieser Entwicklung betroffen war die Energie. Der Krieg in der Ukraine ist nun das zweite disruptive Ereignis innerhalb von zwei Jahren, das die Preise für Öl, Gas und weitere Rohstoffe nach oben treibt.

Zwar gehen wir davon aus, dass sich die derzeit sehr hohe Inflation im Laufe des Jahres 2022 wieder etwas beruhigen wird. Einen Rückgang der Teuerung auf ein Niveau nachhaltig unter zwei Prozent wie in der Zeit zwischen der Finanzkrise und der Corona-Pandemie erachten wir aber als sehr unwahrscheinlich. Die höhere Inflation dürfte kein kurzfristiges Phänomen bleiben: Vieles spricht dafür, dass der Krieg den Übergang in eine neue Normalität und damit auch ein neues Inflationsregime weiter beschleunigt.

Bestimmende Faktoren für den Wandel sind eine aktivere, preistreibend wirkende Industriepolitik vieler Länder im Zuge des Großmachtwettbewerbs zwischen den USA und China und zwischen Russland und dem Westen. Globale Lieferketten werden neu strukturiert und mit höheren Lagerbeständen als Puffer versehen. Außerdem ist die Fiskalpolitik vielerorts expansiver als zuvor, zudem tolerieren Notenbanken höhere Teuerungsraten oberhalb ihres Inflationsziels. Die grüne Transformation und der Wunsch nach Energiesicherheit stärken die Nachfrage nach bestimmten Rohstoffen. Auch die Alterung vieler Gesellschaften führt zu einer anziehenden Nachfrage nach arbeitsintensiven Dienstleistungen, was Löhne und Preise steigen lassen wird. Mittelfristig besteht das Risiko nicht mehr wie in den vergangenen Jahren in einer Deflation, sondern in höherer Inflation: Wir erwarten strukturell Teuerungsraten oberhalb der Zwei-Prozent-Marke und halten Phasen mit einem kurzzeitigen Überschießen der Inflation – so wie derzeit – für wahrscheinlicher als ein Unterschließen.

In geopolitisch unsicheren Zeiten mit erhöhter Inflation müssen Investoren ihr Portfolio entsprechend ausrichten. Im White Paper zur Risikomanagement-Konferenz aus dem vergangenen Jahr² haben wir Empfehlungen für Multi-Asset-Portfolios institutioneller Investoren ausgesprochen, die bereits auf der Einschätzung einer mittelfristig erhöhten Inflationsrate in den USA basierten. Die Folgen des Ukraine-Konflikts verstärken die oben genannten strukturellen Gründe für eine mittelfristig höhere Inflation. Auch erweisen sich die preistreibenden Effekte der Corona-Pandemie als hartnäckiger.

Inflation wird langsam zurückgehen

Das Risiko für eine gewisse Persistenz von hoher Inflation ist durch die Entwicklungen in den vergangenen 12 bis 18 Monaten gestiegen. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Inflationsraten erheblich langsamer zurückgehen werden, bis sie das prognostizierte, moderat erhöhte Niveau erreichen. Folglich haben wir unsere Analysen nochmals vertieft. In diesem Paper diskutieren wir, wie institutionelle Investoren ihre Mischportfolios auf eine strukturell höhere Inflation einstellen und sie gegen temporäre Inflationsspitzen absichern können. Kurzum: Wie können Portfolios wieder in die Balance kommen?

² White Paper Risikomanagement 2021: Asset Allocation Strategy – [Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?](#)

Fokus auf US-Anlagen

Historische Analyse: Ertrag und Risiko in Inflationsregimen

Wie sollte eine an das veränderte Umfeld angepasste, optimale Vermögensallokation aussehen? Um dies zu beantworten, analysieren wir zunächst die historische Entwicklung von Aktien, Renten und klassischen Mischportfolios mit 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Rentenpapieren seit 1973 in verschiedenen Inflationsregimen. Der Fokus liegt dabei auf US-Anlagen: zum einen aufgrund der Tatsache, dass die Entwicklung in den USA schon weiter fortgeschritten ist als in Europa, zum anderen aufgrund der besseren Verfügbarkeit historischer Daten. Neben dem nominalen und realen Ertrag untersuchen wir auch Korrelationseigenschaften und die Volatilität als einfaches Maß für das Risiko. Schließlich setzen wir die Rendite und das Risiko ins Verhältnis. Die historischen Muster bieten einen gewissen Anhaltspunkt, um das Verhalten der Anlageklassen unter dem Einfluss zunehmender Inflation zu verstehen.

Wir definieren fünf verschiedene Inflationsregime:

- unter 1 Prozent: Geringe Inflation und Deflationsnähe.
- 1 bis 2 Prozent: Unterer Bereich des *inflation sweet spots*. In diesem Bereich der Inflation haben sich die Kapitalmärkte, insbesondere Aktienanlagen, historisch betrachtet am besten entwickelt.
- 2 bis 3 Prozent: Oberer Bereich des *inflation sweet spots*.
- 3 bis 5 Prozent: Erhöhte Inflation.
- Über 5 Prozent: Überschießen der Inflation.

Abbildung 1: Historische Wertentwicklung von Anlageklassen in verschiedenen Inflationsregimen

	US-Inflation				
	< 1%	1% - 2%	2% - 3%	3% - 5%	> 5%
Nominale Wertentwicklung p.a. in %					
US-Aktien	-3,9	15,2	16,4	13,5	6,7
US-Renten	5,8	6,4	5,9	8,8	7,2
60/40-Portfolio	-0,2	11,7	12,0	11,6	6,9
Reale Wertentwicklung p.a. in %					
US-Aktien	-3,9	13,7	13,8	9,7	-1,9
US-Renten	5,9	4,9	3,4	4,9	-1,4
60/40-Portfolio	-0,2	10,2	9,5	7,8	-1,8
Volatilität p.a. in %					
US-Aktien	14,1	14,8	14,8	15,8	15,3
US-Renten	4,3	5,0	5,3	5,2	5,5
60/40-Portfolio	8,1	9,0	9,2	9,6	9,7
Rendite-Risiko-Verhältnis					
US-Aktien	-0,28	1,03	1,11	0,86	0,44
US-Renten	1,37	1,27	1,12	1,67	1,30
60/40-Portfolio	-0,02	1,30	1,30	1,19	0,71
Korrelation					
US-Aktien vs. US-Renten	-0,22	-0,21	0,04	0,14	0,28

Quelle: Bloomberg, Datastream, Zeitraum: 31. Januar 1973 bis 31. Dezember 2021.

Wertentwicklung

US-Aktien zeigten bei geringer Inflation (unter einem Prozent) historisch die schwächste Wertentwicklung. Ein Grund dafür ist, dass solche Phasen oft mit einem schwachen Wirtschaftsumfeld einhergingen. Die folgende Konjunkturphase mit anziehenden Wachstums- und Inflationsraten schufen dagegen beste Rahmenbedingungen für Aktien: 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. Deshalb war die Performance bei hohen Inflationsraten im Durchschnitt weniger stark positiv.

Beim Blick auf die **US-Staatsanleihen** fällt hingegen auf, dass sie nominal in allen Inflationsregimen einen positiven Gesamtertrag (*total return*) lieferten. Dieser setzt sich aus Kurseffekten (Duration), Kupon und dem Roll-down-Effekt zusammen. Bei steigender und schließlich hoher Inflation entstehen so zwar Verluste über die Duration. Diese federt der dann höhere Kupon aber zunehmend ab. Auch real verzeichnen sie meist eine positive Performance verzeichnen. Allerdings sind hier die historischen Beobachtungen nicht 1:1 in die aktuelle Zeit übertragbar. In den 1970er-Jahren, als die Inflation zuletzt auf ähnlichen Niveaus verharrte wie heute, fand der Renditeanstieg von einem deutlich höheren Ausgangsniveau statt. Die Durationsverluste wurden durch die laufende Rendite zu einem großen Teil kompensiert. Die Situation ist heute herausfordernder, denn die nominale Rendite lag bei Einsetzen der Inflation auf historisch niedrigen Niveaus. Eine vergleichbare Performance wie vor 50 Jahren ist damit – trotz ähnlichem Inflationsregime – heute nicht zu erwarten.

Es zeigt sich zudem, dass das 60-40-Portfolio bei sehr niedriger Inflation aufgrund seiner hohen Aktienquote (siehe oben) vergleichsweise schlecht abschneidet. Außerdem wird deutlich, dass die durchschnittliche Rendite insbesondere ab einer Inflation von mehr als 3 Prozent zurückgeht.

Analyse der realen Renditen

Gerade in einem Umfeld höherer Inflation ist jedoch die „Kaufkraftperspektive“ entscheidend. Deshalb haben wir auch die realen durchschnittlichen Renditen analysiert, wobei sich diese als Differenz der nominalen Rendite und der realisierten Inflation ergeben.

Es wird deutlich, dass in der historischen Analyse die reale Wertentwicklung mit steigender Inflation stark rückläufig ist. In der Tendenz hatte die nominale Sicht diesen Zusammenhang bereits gezeigt – in der realen Betrachtung sind die Ertragseinbußen aber quantitativ deutlich schwerwiegender. Besonders augenfällig wird diese Entwicklung im Fall des Überschießens der Inflation (> 5 Prozent). Der Grund: Im Durchschnitt der untersuchten historischen Fälle lag die Teuerung bei 8,7 Prozent, sodass selbst der noch hohe nominale Ertrag von der drastischen Preissteigerung überlagert wurde.

Volatilität und Korrelation

Neben der Rendite untersuchen wir auch das Risiko, gemessen an der Schwankung der Wertentwicklung, in den unterschiedlichen Inflationsregimen. Es fällt auf, dass das Risiko bei Aktien und Staatsanleihen mit zunehmender Inflation steigt. Bei Staatsanleihen gewinnt in einer inflationären Phase die Reaktion der Geldpolitik an Bedeutung, wodurch mehr ökonomische Unsicherheit entsteht. Für die Marktteilnehmer wird es zunehmend schwieriger, den Preis des Geldes – also die Höhe des Zinses – richtig zu bewerten, was sich in einer erhöhten Volatilität ausdrückt. Die wirtschaftliche Unsicherheit sollte auch der Grund für das höhere Risiko der Anlageklasse Aktien sein.

Die Aktien-Renten Korrelation nimmt zu

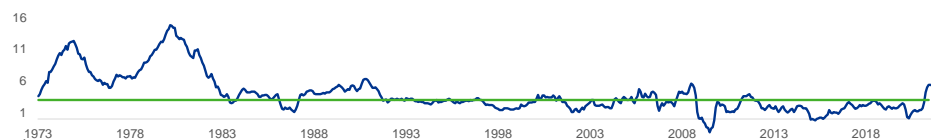
Beide Komponenten der Mischportfolios werden also mit steigender Inflation volatil. Doch das ist nicht der alleinige Grund für die insgesamt zunehmende Schwankungsbreite der Mischportfolios. Mit einer höheren Teuerungsrate verändert sich auch die Korrelation zwischen Staatsanleihen und Aktien. Die negative Korrelation zwischen beiden Anlageklassen war in der Vergangenheit der zentrale Grund für die Diversifikation in gemischten Portfolios. Sie 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.

Warum verändert sich die Beziehung zwischen Aktien und festverzinslichen Papieren in unterschiedlichen Inflationsregimen? Zentral für die Entwicklung der Korrelation ist die Frage, vor welchem wirtschaftlichem Hintergrund sich die Kapitalmärkte bewegen. Steigen die Anleiherenditen in Erwartung eines sich verbessernden Wirtschaftsausblicks, ist der Renditeanstieg „gutartig“: Den höheren Anleiherenditen stehen dann perspektivisch auch höhere Umsätze und Gewinne der Unternehmen gegenüber. „Bösartig“ ist ein Renditeanstieg am Rentenmarkt, wenn die Marktteilnehmer eine nachhaltig höhere Inflation erwarten. In diesem Fall müssen sich die Notenbanken dem noch laufenden Inflationsauftrieb selbst bei schlechteren Wachstumsaussichten mit einer Straffung der Geldpolitik entgegenstellen. Risiko-Assets geraten dadurch ebenfalls unter Druck, die Korrelation zwischen Aktien und Rentenkursen wird positiv.

Dieser Zusammenhang lässt sich anhand einer historischen Korrelationsanalyse zeigen. Dazu betrachten wir die Entwicklung der US-Verbraucherpreise ab 1973 und vergleichen, wie sich im selben Zeitraum die Korrelation zwischen US-Aktien und US-Staatsanleihen entwickelt hat.

Abbildung 2: Inflationsentwicklung in den USA und Korrelation von US-Aktien und -Anleihen

US-Inflation, jährliche Veränderungsrate in Prozent



Korrelation Aktien vs. Staatsanleihen*



Quelle: Bloomberg, Union Investment; Stand: 31. März 2022.

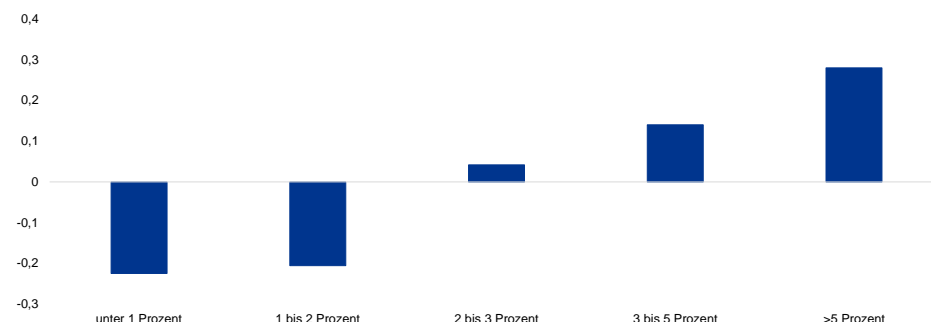
Es wird deutlich, dass die Korrelation ab den 1970er-Jahren bis etwa zum Jahr 2000 überwiegend positiv war und dann ins Negative drehte. Auch am aktuellen Rand ist die Korrelation wieder positiv, was mit der erhöhten Inflationsrate korrespondiert.

Ahnliche Entwicklung in Deutschland

Dieser Zusammenhang gilt nicht nur in den USA, sondern auch in Deutschland: So hat sich die Korrelation des Dax und deutschen Rentenpapieren in den vergangenen rund 30 Jahren im Einklang mit der Inflationsrate entwickelt. Wie in den USA bedeuten auch hierzulande hohe Inflationsraten eine positive Korrelation und niedrige entsprechend eine negative.

Die Beziehung von Inflationsrate und Korrelation zwischen Aktien und Rentenpapieren wird noch deutlicher, wenn wir für die USA die durchschnittliche Korrelation in den fünf verschiedenen Inflationsregimen betrachten.

Abbildung 3: Durchschnittliche Korrelation von US-Staatsanleihen und US-Aktien in unterschiedlichen Inflationsregimen

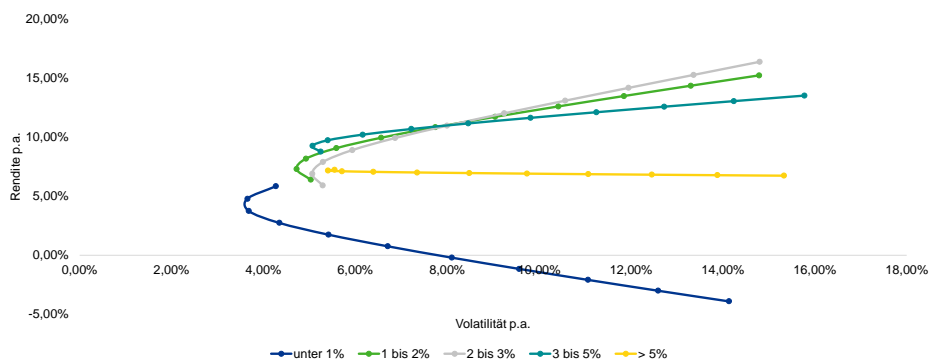


Quelle: Bloomberg, Union Investment; Stand: Dezember 2021.

Bei einer niedrigen Inflation von bis zu 2 Prozent sorgt die negative Korrelation für eine Diversifikation im Multi-Asset-Portfolio. Ab 2 Prozent kehrt sich die Korrelation im Schnitt jedoch um und wird positiv: Die Kurse von Aktien und Staatsanleihen laufen dann zunehmend in die gleiche Richtung.

Mit steigender Inflation nimmt die Diversifikation im Portfolio folglich ab. Anhand dieser Erkenntnis können wir nun der Frage nachgehen, wie sich Risiko und Rendite im Aktien-Renten-Portfolio in verschiedenen Inflationsregimen entwickeln.

Abbildung 4: Rendite und Risiko im Aktien-Renten-Portfolio in verschiedenen Inflationsregimen



Hinweis: Die Farben stehen für die unterschiedlichen Inflationsregime. Im jeweils rechten Endpunkt der Linien besteht das Portfolio aus 100 Prozent Aktien und 0 Prozent Staatsanleihen, im linken Endpunkt verhält es sich andersherum. Die Punkte dazwischen stehen für 10-Prozent-Schritte. Beispiel: Im jeweils zweiten Punkt von rechts gesehen besteht das Portfolio aus 90 Prozent Aktien und 10 Prozent Staatsanleihen. Quelle: Union Investment; Stand: Dezember 2021.

Die Grafik verdeutlicht die abnehmende Diversifikation im Aktien-Renten-Portfolio, denn ab 3 Prozent Inflation (türkise und insbesondere gelbe Linie) wird die zusätzliche Risikonahme über Aktien im Portfolio bei einer steigenden Inflation nicht mehr adäquat durch eine höhere Rendite kompensiert. Auf Abbildung 4 bezogen heißt das: Die Kurve wird ab diesem Inflationsniveau flacher, mehr Aktien im Portfolio bedeuten dann vor allem mehr Risiko, aber nur noch wenig mehr Rendite. Bei einer überschießenden Inflation höher als 5 Prozent ist die Kurve vollends flach: Mehr Aktien erhöhen die Rendite gar nicht mehr, sondern nur noch das Risiko.

In dieser Grafik lässt sich auch die Performance jenes Portfolios ablesen, das hierzulande den Standard vieler institutioneller Investoren darstellt und aus 20 Prozent Aktien und 80 Prozent Staatsanleihen besteht (auf den Kurven jeweils der dritte Punkt von links).

Zwischenfazit

Mischportfolios aus der Balance

Eine höhere Inflation bringt Mischportfolios aus der Balance, sowohl mit Blick auf den Ertrag als auch das Risiko. Eine höhere Teuerung lässt die nominale Rendite in Aktien-Renten-Portfolios sinken, dieser Effekt fällt in realer Betrachtung noch deutlicher aus. Zugleich sorgt eine höhere Inflation für mehr Risiko im Portfolio, weil einerseits die Volatilität von Aktien- und Rentenpapieren steigt und andererseits die Korrelation der Assets ansteigt. In Summe verschlechtern sich die Portfolioeigenschaften, was sich in einem weniger vorteilhaften Rendite-Risiko-Verhältnis ausdrückt. Die Verschlechterung erfolgt dabei sowohl über den Rendite- als auch den Risikokanal.

Zurück in die Balance: Beimischung weiterer (Sub-)Assetklassen

Investoren müssen also auf die veränderten Marktgegebenheiten reagieren. Eine Option: jene (Sub-)Assetklassen in das Portfolio aufnehmen, die von einer steigenden Inflation profitieren – oder deren Preisanstiege letztlich eine Mitursache für Inflation sind, wie im Fall der Rohstoffe. Entscheidend für die Auswahl ist die Frage, wie Wertanlagen auf Inflation reagieren und wie sich ihre Korrelationseigenschaften verändern. Wir beleuchten diese Aspekte anhand der historischen Daten in den fünf Inflationsregimen.

Abbildung 5: Wertentwicklung und Korrelationen ausgewählter (Sub-)Assetklassen und Investmentstile nach Inflationsregimen*

	US-Inflation				
	< 1%	1% - 2%	2% - 3%	3% - 5%	> 5%
Nominale Wertentwicklung p.a. in %					
Infrastrukturaktien vs. Aktien Gesamtmarkt	0,0	0,6	2,1	3,5	1,0
REITs vs. Aktien Gesamtmarkt	-3,4	1,7	5,1	2,9	2,6
Value vs. Growth	-6,8	-4,9	-0,8	-0,2	2,5
Nominale Wertentwicklung p.a. in %					
TIPS	2,3	5,1	5,7	7,0	10,8
Gold	4,5	5,0	6,2	4,9	21,8
Rohstoffe (Index)	-26,4	-4,6	9,1	15,4	20,2
Reale Wertentwicklung p.a. in %					
TIPS	2,3	3,6	3,2	3,2	2,2
Gold	4,5	3,4	3,7	1,1	13,1
Rohstoffe (Index)	-26,4	-6,1	6,6	11,6	11,5
Gewichtete Trefferquote für Outperformance der Inflation in %					
TIPS	76	80	87	93	74
Gold	68	62	70	54	69
Rohstoffe (Index)	0	23	81	90	76
Korrelationen					
Aktien vs. Renten	-0,22	-0,21	0,04	0,14	0,28
Aktien vs. Rohstoffe	0,42	0,39	0,14	0,05	0,07
Staatsanleihen vs. TIPS	0,74	0,61	0,54	0,22	0,02

Quelle: Bloomberg, Datastream, durchschnittliche hist. Wertentwicklung von 31.01.1973 bis 31.12.2021, außer Infrastruktur-Aktien (ab 31.01.02), Value vs. Growth (ab 31.12.74), weitere Annahmen in RMK-Studie 2021

Die Wertentwicklung von breiten **US-Aktien-Indizes** in verschiedenen Inflationsregimen und die Gründe dafür haben wir bereits oben diskutiert.

Sinnvolle Beimischungen

Eine Möglichkeit, mit fokussierten Sektor-Engagements von höheren Inflationsraten zu profitieren sind etwa globale **Infrastruktur-Aktien**. Sie entwickelten sich mit steigender Inflation zunehmend besser als der Gesamtmarkt, da die Einnahmen von Infrastruktur-Unternehmen zum Teil inflationsgeschützt sind.

Als ein weiterer Sektor stehen **US-Immobilieninvestments** (*Real-Estate-Investment-Trusts*, **REITs**) ins Auge. Immobilieninvestments tolerieren nach oben hin etwas mehr Inflation als der breite Aktienmarkt. Ein plausibler Grund ist der bessere Inflationsschutz der Zahlungsströme, der etwa durch eine mögliche Kopplung der Mieten an die Teuerung erzielt werden kann. Beim Blick auf die **Investmentstile** zeigt sich: **Value** performt historisch nur bei hoher Inflation besser als der **Growth-Stil**, der über die weiter in der Zukunft liegenden Zahlungen durationssensitiver ist und von steigenden Zinsen mehr getroffen wird, was im Umfeld niedriger Inflation wiederum zu Outperformance führt.

Inflationsgeschützte US-Anleihen (*Treasury Inflation-Protected Securities*, **TIPS**) entwickelten sich – entsprechend ihrer Konstruktion – umso besser, je höher die Inflation ausfiel. Auch in der realen Betrachtung lieferten sie über alle Inflationsregime hinweg konstante Erträge.

Ähnlich wie TIPS profitierte auch **Gold** insbesondere in Zeiten überschießender Teuerung. Hintergrund ist, dass die Wirtschaftssubjekte in diesen Phasen zunehmend das Vertrauen in die Währung verlieren. Allerdings sorgte Gold im Durchschnitt auch in allen anderen betrachteten Inflationsregimen für positive Erträge.

Rohstoffe können ebenfalls einen guten Inflationsschutz bieten. In der Rückschau entwickelten sich diese 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 über dieses Niveau, schnitten Rohstoffe jedoch immer besser ab – wobei ihre Preissteigerung selbst ein Grund für eine anziehende Teuerung ist. Bei Inflationsraten im oberen Bereich des *sweet spots* oder leicht darüber entwickelten sich die übrigen Rohstoffsektoren besser als die Edelmetalle.

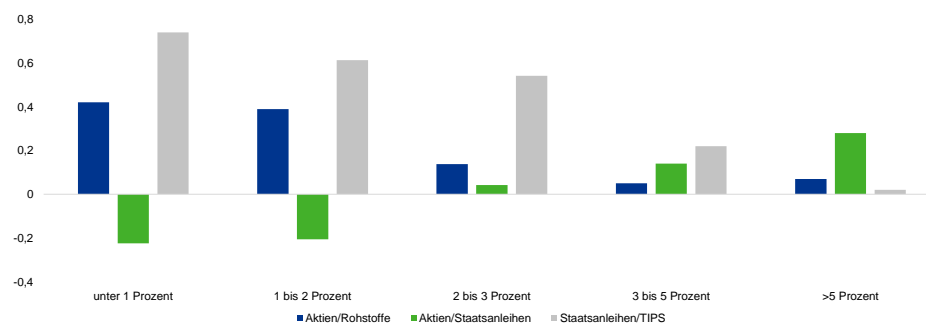
Gefragte Metalle

Doch nicht nur die historischen Daten sprechen für Rohstoffe als Inflationsschutz, sondern auch strukturelle Entwicklungen: Der nachhaltige Umbau der Wirtschaft, der mehr Elektromobilität sowie Energieeffizienz und alternative grüne Technologien erforderlich macht, wird perspektivisch die Nachfrage nach ausgewählten Industriemetallen stärken. Vor allem jene Metalle sind gefragt, die für neue Kapazitäten in der Erzeugung, dem Transport und der Speicherung von Strom benötigt werden. Dies trifft etwa auf Kupfer, Aluminium, Nickel und Lithium zu.

Aufbau des Portfolios in Zeiten erhöhter Inflation

Wir haben nun Wertanlagen identifiziert, die sich in Zeiten erhöhter Inflation für die Beimischung in das Portfolio eignen. Aber wie genau sollte das Portfolio aufgebaut sein? Für eine Antwort sind die Korrelationsbeziehungen der Assets in den verschiedenen Inflationsregimen entscheidend.

Abbildung 6: Korrelation verschiedener Sub-Assetklassen in unterschiedlichen Inflationsregimen



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

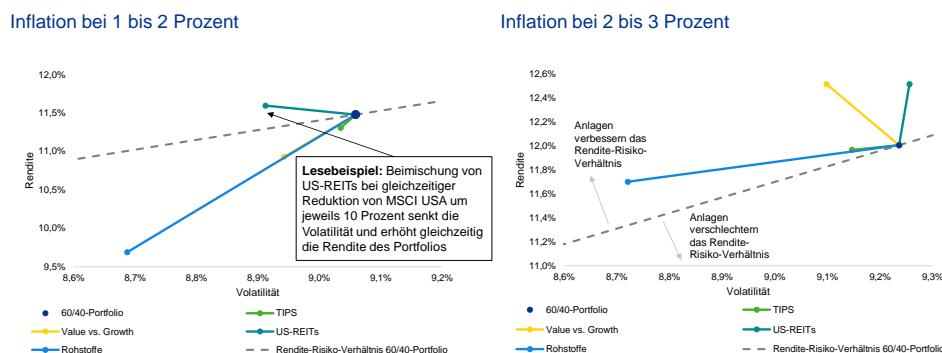
Nicht nur die Korrelation von Aktien und Staatsanleihen verändert sich bei steigender Inflation. Auch zwischen anderen (Sub-)Assetklassen gibt es Verschiebungen. Beispielsweise koppeln sich TIPS durch ihre Konstruktion zunehmend von klassischen Staatsanleihen ab, wenn die Inflation steigt. Die

Effekte strategischer Umstellungen

Korrelation von Aktien und Rohstoffen nimmt ebenfalls mit steigender Teuerungsrate ab. Aus diesem Grund liefern Rohstoffe – neben den sehr aussichtsreichen Renditeerwartungen – in Zeiten erhöhter Inflation auch einen wichtigen Beitrag zu einer besseren Diversifikation in Multi-Asset-Portfolios.

Beimischungen im Portfolio können also die Risikostreuung verbessern. Welche Wirkungen ergeben sich daraus für Rendite und Volatilität? Auch dies hängt von der Höhe der Inflationsrate ab. Abbildung 7 zeigt beispielhaft die Auswirkungen strategischer Umstellungen in einem 60-40-Portfolio bei einer Inflation von 1 bis 2 und bei 2 bis 3 Prozent.

Abbildung 7: Strategische Portfolioumstellungen in verschiedenen Inflationsregimen

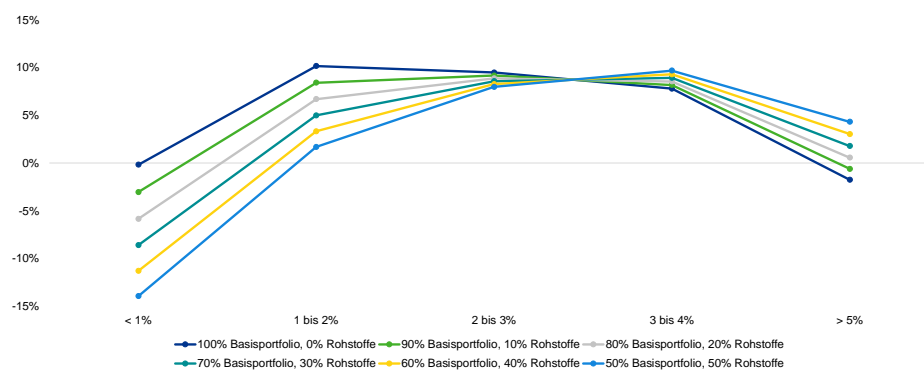


Quelle: Bloomberg, Union Investment. Hinweis: Es werden ausgehend von einem 60-40-Portfolio US-Staatsanleihen bzw. -Aktien reduziert und dafür jeweils eine (Sub-)Assetklasse hinzugefügt. Bei TIPS sind es 10 Prozent US-Staatsanleihen, bei US-REITs und Value vs. Growth sind es jeweils 10 Prozent Aktien. Bei Rohstoffen werden jeweils 5 Prozent Staatsanleihen und 5 Prozent Aktien entnommen. Daten bis August 2021.

Bei einer Inflation von bis zu 2 Prozent verbessert nur die Beimischung von US-REITs das 60-40-Portfolio: Die Rendite steigt bei gleichzeitig geringerem Risiko. Andere (Sub-)Assetklassen verschlechtern in diesem Inflationsregime das Rendite-Risiko-Verhältnis. Bei einer erhöhten Inflation von 2 bis 3 Prozent verbessern dagegen alle dargestellten Beimischungen das Portfolio. Rohstoffe lassen zwar die Rendite sinken, reduzieren aber das Risiko überproportional stark. Value-Aktien können in diesem Inflationsregime dagegen die Rendite erhöhen und zugleich die Volatilität senken. Damit zeigt sich: Bei höherer Inflation sorgen die Beimischungen für eine klare Verbesserung des Portfolios, sowohl mit Blick auf die Rendite als auch das Risiko.

Klar ist aber auch, dass dieser „Inflationshedge“ auf Kosten der erzielten Rendite geht, wenn die Inflation doch geringer ausfällt als erwartet. Abbildung 8 zeigt die Auswirkungen einer Beimischung von Rohstoffen in Zehn-Prozent-Schritten von 0 Prozent (60-40-Portfolio) bis 50 Prozent in den fünf Inflationsregimen, wobei aus Aktien und Renten proportional zugunsten der Rohstoffe umgeschichtet wird.

Abbildung 8: Reale Erträge von Multi-Asset-Portfolios nach Inflationsregimen



Hinweis: Das Basisportfolio besteht aus 60% US-Aktien und 40% US-Staatsanleihen. Diesem wird in Zehn-Prozent-Schritten ein breites Rohstoff-Investment beigemischt. Aktien- bzw. Renten werden entsprechend anteilig entnommen. Quelle: Union Investment, Stand: Dezember 2021.

In Zeiten erhöhter Inflation vermindert die Beimischung von Rohstoffen den Einbruch des realen Ertrags. Dies gilt ab einer Inflationsrate von 3 Prozent und darüber hinaus. Liegt die Inflation unter 3 Prozent, wirkt sich die Beimischung von Rohstoffen dagegen nachteilig auf den realen Ertrag aus. Folglich müssen Investoren bei geringerer Inflation eine geringere Wertentwicklung in Kauf nehmen, wenn sie Rohstoffe zur Absicherung des Portfolios vor erhöhter Inflation nutzen wollen.

Fazit: Neuausrichtung der Mischportfolios notwendig

Wir haben gezeigt, dass Mischportfolios aus Aktien- und Rentenpapieren in Zeiten erhöhter Inflation einen deutlich geringeren nominalen Ertrag erzielen. Real fällt dieser Rückgang noch gravierender aus. Investoren sollten deshalb Anpassungen im Portfolio vornehmen. Innerhalb der Assetklassen sind im Umfeld von erhöhter Inflation eine höhere Auslenkung zu Infrastrukturaktien und Immobilienaktien (REITs) sinnvoll gewesen, da sie in dieser Zeit überdurchschnittliche Erträge erzielten. Im Rentenbereich empfehlen wir eine stärkere Gewichtung von inflationsindexierten Anleihen (TIPS) zu Lasten von nominalen Staatsanleihen. Sie erhöhen die Robustheit bei einem Überschießen der Inflation und helfen, den realen Ertrag des Portfolios zu erhalten.

Rohstoffe können Beitrag leisten

Darüber hinaus sollten Investoren mit den Rohstoffen genau jene Assetklasse beimischen, deren Preisanstieg zur Inflation beiträgt. Für ausgewählte Industriemetalle spricht perspektivisch ohnehin der nachhaltige Umbau der Wirtschaft. Die Korrelation von Aktien und Rohstoffen fällt bei steigender Inflation. Daher können Rohstoffe einen wichtigen Beitrag in einem Multi-Asset-Portfolio zur Diversifikation leisten. Gold hat sich als Inflationsabsicherung bewährt, aber erst bei sehr hohen Inflationsraten von über fünf Prozent. Wir empfehlen daher eine breite Beimischung von Rohstoffen.

Die veränderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen machen Anpassungen der Investmentstrategie unumgänglich, weil Portfolios in Schiefelage geraten. Investoren sollten folglich auf die steigende Inflation reagieren, um ihre Portfolios in unsicheren Zeiten widerstandsfähiger zu machen und damit wieder in die Balance zu bringen.

Kontakt

Herausgeber: Union Investment Institutional GmbH
 Weißfrauenstraße 7
 60311 Frankfurt am Main
 Deutschland
 Telefon: +49 69 2567-7652
 Telefax: +49 69 2567-1010
institutional@union-investment.de
www.institutional.union-investment.de
www.union-investment.com

Research: Michael Herzum, CFA
Michael.Herzum@union-investment.de
 +49 69 2567-1191

Sven Schömer
Sven.Schoemer@union-investment.de
 +49 69 2567-2219

Text: Christopher Krämer
Christopher.Kraemer@union-investment.de
 +49 69 2567-8106

Janis Blaum
Janis.Blaum@union-investment.de
 +49 69 2567-3303

Titelbild: mirkocomedia / Adobe Stock

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 steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers 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- bzw. Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Union Investment können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: **21.04.2022**, soweit nicht anders angegeben.