


**White Paper Risikomanagement 2022:
Asset Allocation Strategy**

Das Ende der Stabilität: Investieren in einer volatileren Welt

Philipp Brugger, Sandra Ebner, Sven Schömer, Jörg Schmidt,
Dr. Maximilian Brauers, Barbara Pohlmann

The background features a world map in shades of blue, overlaid with various financial data points and line graphs in green, yellow, and purple. The data points are scattered across the map, representing different regions and their corresponding values.

Die Zeit der Great Moderation ist vorbei.
Welche Implikationen ergeben sich in dem
neuen Regime der Great Transformation
für die Kapitalmärkte, und welche Lösungen
bieten sich Investoren in diesem Umfeld?

Die Autoren und Autorinnen des White Papers Risikomanagement 2022



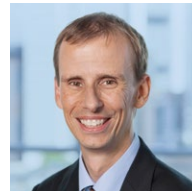
Philipp Brugger
Senior Investment Advisor
bei Union Investment



Sandra Ebner
Senior Economist
bei Union Investment



Sven Schömer
Multi Asset Strategie
bei Union Investment



Jörg Schmidt
Head of Multi Management &
Portfolio Construction
bei Union Investment



Dr. Maximilian Brauers
Mitglied der Geschäftsleitung
von Union Investment
Institutional Property



Barbara Pohlmann
Senior Portfolio Manager
bei Union Investment

Für weitere Informationen und Rückfragen
zu dieser Publikation schreiben Sie uns gerne
unter institutional@union-investment.de



zum Inhaltsverzeichnis

Inhalt

1	Einleitung	05
2	Die Weltwirtschaft im Phasenwechsel: Auf Stabilität folgt Volatilität	08
2.1	Von der Great Inflation über die Great Moderation zur Great Transformation	10
2.2	Die Zukunft der Volatilität: mehr Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilität	16
3	Schwankungen voraus: Die Reaktion des Kapitalmarkts	24
3.1	Historische Analyse: Anlageklassen in Volatilitätsregimen	25
3.2	Eigenschaften unterschiedlicher Volatilitätsregime	29
3.3	Strukturell höhere Inflation als zusätzlicher Gegenwind	33
3.4	Analyse des Opportunitätenraums	36
4	Investieren in einer volatilen Welt	37
4.1	Multi-Manager-Strategien als Alpha-Quelle in einem Umfeld erhöhter Volatilität	39
4.2	Alternative Investments als weitere Diversifikationsquelle	54
4.3	Weitere Strategiealternativen in einem Umfeld höherer Volatilität	67
5	Fazit	68

1 Einleitung

1 Einleitung

Der russische Angriffskrieg in der Ukraine liefert, nach der Coronapandemie, die endgültige Bestätigung: Die Zeit der Great Moderation ist vorbei.

Die Ära, die seit Mitte der 1980er Jahre die Weltwirtschaft prägte, hatte sich im Maßstab langer Zyklen durch eine enorme Stabilität ausgezeichnet. Global betrachtet blieben – abgesehen von der Finanzkrise 2008/2009 – größere negative, realwirtschaftliche Schocks aus.¹ Im Gegenteil: Das Ende des Kalten Krieges sorgte für eine bis dahin nicht gekannte Phase der politischen und wirtschaftlichen Beständigkeit, die sich in global steigendem Wohlstand niederschlug. Dieser Umstand sorgte – trotz gerade zuletzt mäßigen wirtschaftlichen Wachstums – auch an den Kapitalmärkten für einen Jahrzehnte andauernden Boom, der mit vergleichsweise geringen Schwankungsbreiten einherging.

Doch beginnend mit der Coronapandemie herrscht nun endgültig ein neues Regime vor, das wir als Great Transformation bezeichnen.² Damit unterscheidet sich auch die Investmentwelt von jener zuvor spürbar, insbesondere von den Jahren nach 2009. Bereits in unserem White Paper Risikomanagement 2021³ haben wir einige Gründe für diese These formuliert: Langjährige makroökonomische Trends verschieben sich, die digitale und die grüne Trans-

formation der Ökonomien stehen dabei im Zentrum. Hinzu kommt eine durch den Ukraine-Krieg nochmals beschleunigte Blockbildung in der Welt.

Als Reaktion auf diese Entwicklungen erwarten wir – insbesondere in den USA – einen Investitionsboom, der zumindest der (die Kapitalmärkte nach wie vor dominierenden) US-Wirtschaft mittelfristig zum Ausbruch aus der Phase von schwachen Wachstumsraten und (zu) geringer Inflation verhilft. Für Europa hingegen, das nun zusätzlich mit einer Energiekrise konfrontiert ist, ist der Pfad unklarer denn je.⁴ Der weitere Weg wird dies- wie jenseits des Atlantiks in jedem Fall mit einer deutlich gesteigerten Volatilität einhergehen. Was sind Ursachen und Treiber für diese erhöhte Makrovolatilität? Welche Implikationen ergeben sich daraus für die Kapitalmärkte, und welche Lösungen bieten sich Investoren in diesem Umfeld? Diese Fragen werden im vorliegenden White Paper behandelt.

In Kapitel 2 beschreiben wir zunächst die zentralen Charakteristika der Great Moderation und die Ursachen für die enorme politische und

¹ Zur weiteren Einordnung der verschiedenen Schocks siehe Fußnote 6.

² Die Bezeichnung wurde in der Wirtschaftsgeschichte und -soziologie bereits anderweitig verwendet. Der ungarisch-österreichische Wirtschaftssoziologe Karl Polanyi bezeichnete mit der Great Transformation in seinem gleichnamigen Buch von 1944 den tiefgreifenden Wandel der westlichen Gesellschaftsordnung im 19. und 20. Jahrhundert. Auch in den vergangenen Jahren griffen Historiker die von Polanyi entwickelten Theorien auf und wendeten diese auf aktuelle Entwicklungen an. Wir beziehen uns bei der Bezeichnung nicht auf diesen theoretischen Unterbau, sondern schreiben begrifflich passend den Kanon aus Great Inflation und Great Moderation fort.

³ Vgl. unser White Paper Risikomanagement 2021: [Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?](#)

⁴ Eine Überprüfung unserer These zum Investitionsboom findet sich in unserem [anGEDACHT „Das Ende der Wachstumschwäche“](#) aus dem September 2022.



wirtschaftliche Stabilität der vergangenen Jahrzehnte. Der Fokus liegt dabei auf der US-Wirtschaft, die in dieser Phase die Entwicklungen rund um den Globus maßgeblich geprägt hat. Im Anschluss blicken wir nach vorne und liefern Gründe, warum wir von einer längerfristig erhöhten Makrovolatilität ausgehen. Eine Erkenntnis: Wir erwarten mehr Wachstums- und Inflationszyklen und eine schnellere und tiefere Entkoppelung der großen Wirtschaftsräume.

Kapitel 3 liefert Argumente für unsere These, dass erhöhte Makrovolatilität zu erhöhter Kapitalmarktvolatilität führt. Wir analysieren die historische Entwicklung verschiedener Anlageklassen in unterschiedlichen Volatilitätsregimen. Im Zentrum stehen Renditen und die Korrelationen als Maß für Diversifikation.

Schließlich erläutern wir, welche Potenziale das erwartete Umfeld für das aktive Management bietet.

In Kapitel 4 geben wir Empfehlungen für das Investieren in einer volatileren Welt. Dabei bestätigen wir unsere Asset-Allocation-Bausteine aus dem vergangenen Jahr und erweitern diese um eine Strategy Allocation. Durch Multi-Manager-Strategien und den gezielten Fokus auf Alpha-Generierung können Diversifikationsvorteile im Umfeld höherer Schwankungsbreiten wiederhergestellt werden. Abgerundet wird das Kapitel mit einer Betrachtung von Alternative Investments (inklusive Immobilien). Wie sich zeigt, kann die Einbeziehung von nicht öffentlich gehandelten, teilweise weniger liquiden Assets ebenfalls diversifizierend wirken.



2 Die Weltwirtschaft im Phasenwechsel: Auf Stabilität folgt Volatilität

2 Die Weltwirtschaft im Phasenwechsel: Auf Stabilität folgt Volatilität

Im vergangenen Jahr haben wir analysiert, wie die Coronapandemie das Kapitalmarktumfeld nachhaltig verändert. Langfristige makroökonomische Trends haben begonnen sich zu verschieben und damit den Grundstein für den Ausbruch aus dem zuvor vorherrschenden Makroregime aus schwachem Wirtschaftswachstum und Disinflation gelegt.

Im nächsten Jahrzehnt erwarten wir einen weiter an Dynamik zulegenden technologischen Wandel, eine nachhaltige Veränderung in der Wirtschaftsphilosophie und eine beschleunigte Neuordnung der globalen Wirtschaftsbeziehungen. Der russische Angriffskrieg in der Ukraine hat diese Entwicklungen zum Teil noch verstärkt: Energiesicherheit wird zum kategorischen Imperativ, grüne Transformation ist das Leitbild, und die Blockbildung

zwischen den USA und China manifestiert sich endgültig. Anders ausgedrückt: Aus Perspektive der Ökonomie und der Kapitalmärkte darf man die Ereignisse und Entwicklungen der vergangenen Jahre nicht länger als Einzelphänomene begreifen und interpretieren. Sie fügen sich vielmehr zusehends zu einem größeren Bild zusammen, zu einer – im Maßstab langer Zyklen – grundlegend veränderten Phase der Weltwirtschaft.



2.1 Von der Great Inflation über die Great Moderation zur Great Transformation

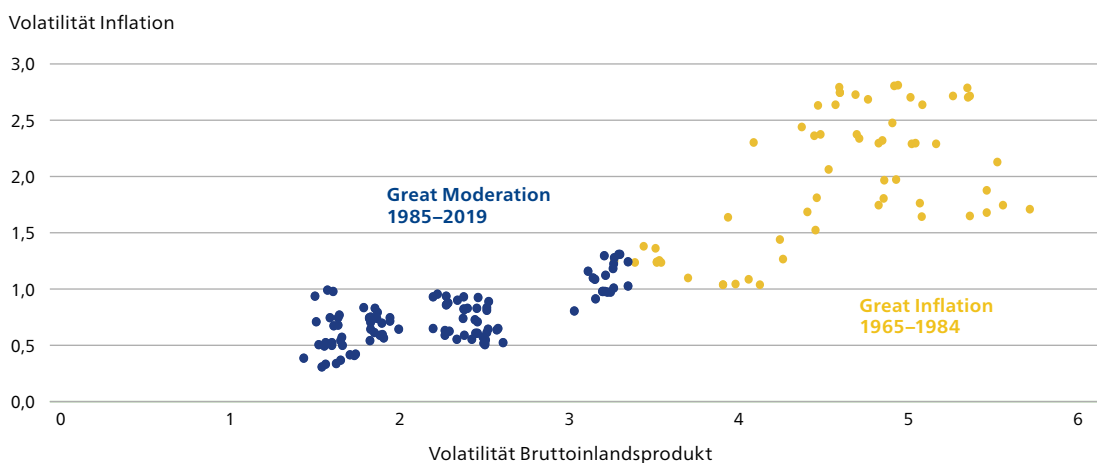
Die wichtigsten makroökonomischen Ableitungen aus den Grundmustern dieser neuen Phase sind: ein höheres reales Wachstum, ein höherer gleichgewichtiger Realzins sowie eine höhere Inflation – in dieser Kombination insbesondere in den USA.⁵

Wir gehen aber auch davon aus, dass dieses neue von uns als Great Transformation bezeichnete Wachstumsregime deutlich volatil sein wird als jenes der vergangenen fast vier Jahrzehnte. Denn die Ära der Great Moderation, die ab 1985 die Great Inflation ablöste und sich durch sehr geringe Wachstums- und Inflationsvolatilität auszeichnete, ist endgültig Geschichte. Zwar wurde von einigen Protagonisten das Ende dieser Epoche bereits 2008

mit dem Ausbruch der Finanzkrise ausgerufen. Im Nachhinein können wir jedoch zweifelsfrei feststellen, dass die zentralen Charakteristika der Great Moderation durch die Finanzkrise nur unterbrochen wurden. Tatsächlich sank die Wachstumsvolatilität in den Jahren vor dem Ausbruch der Pandemie sogar noch weiter ab, und die Inflationsvolatilität kehrte auf die niedrigen Vorkrisenniveaus zurück (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1 **Great Moderation: Niedrige Wachstums- und Inflationsvolatilität**

Volatilität von Inflation und Bruttoinlandsprodukt in den USA zwischen 1965 und 2019*



* Über 20 Quartale rollierende Standardabweichungen.

Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Union Investment. Stand: 31. Dezember 2019.

⁵ Die ausführliche Begründung für diese Erwartungen sowie daraus abgeleitete Anlageempfehlungen finden sich in unserem White Paper Risikomanagement 2021. Aus heutiger Sicht bestätigen wir unsere These insbesondere für die USA. Hier sorgen auch die umfangreichen Fiskalpakete für einen Investitions- und Produktivitätsschub. In Europa dürften wichtige Zukunftsinvestitionen in den digitalen und grünen Wandel aufgrund der Energiekrise zunächst reduziert werden. Die langfristigen Auswirkungen auf Wachstum und Zinsen sind damit offener. Details dazu finden sich in unserem anGEDACHT „Das Ende der Wachstumsschwäche“ aus dem September 2022.

Über die großen Treiber, die diese Entwicklung begünstigt haben, besteht Einigkeit. Sie lassen sich in drei Kategorien einteilen:

- Glückliche Umstände
- Vorteilhafte strukturelle Veränderungen
- Verlässliche (Geld-)Politik

Weniger klar ist, wie groß der Beitrag der einzelnen Treiber zum deutlichen Rückgang der Wachstums- und Inflationsvolatilität nach 1984 gewesen ist. Da wir jedoch im späteren Verlauf unserer Analyse darlegen werden, dass wir bei allen drei Treibern nachhaltige Verschiebungen erwarten, ist die relative Wichtigkeit für uns nur bedingt relevant. Trotzdem gilt: Wenn wir zukunftsgerichtete Hypothesen aufstellen wollen, ist ein genauer Blick auf die Vergangenheit unverzichtbar.

Glückliche Umstände

Warum ist die Weltwirtschaft ab 1985 so wenig schwankungsanfällig gewesen, vor allem im Vergleich zur Periode von 1965 bis 1984? Eine plausible Erklärung lautet: glückliche Umstände. Offensichtlich ist, dass die makroökonomischen Schocks während der Great Moderation – abgesehen von der Finanzkrise – vergleichsweise harmlos ausgefallen sind, vor allem, wenn wir sie mit den großen Ölpreisschocks der 1970er Jahre vergleichen.⁶ Die Ölpreise waren zwar ab 1985 in Summe kaum weniger volatil. Im Unterschied zu den 1970er Jahren zeigte sich die Volatilität jedoch regelmäßig in beide Richtungen.

Wichtiger dürfte indes sein, dass es während der Great Moderation keine substantiellen Angebotsverknappungen gab. Die Notwendig-

keit für Anpassungsprozesse auf der Nachfrageseite war dadurch deutlich geringer.⁷ Außerdem ist die Stabilisierung des Outputs für Notenbanken im Falle von Nachfrageschocks tendenzieller einfacher, da kein Zielkonflikt zwischen Output und Inflation besteht. Anders ist es im Falle von Angebotschocks, bei denen die Zentralbanken (wie aktuell) genau zwischen der Stabilisierung des Wachstums und der Inflationsbekämpfung abwägen müssen.

Der mit Abstand wichtigste Schock dieser Epoche war jedoch das Ende des Kalten Krieges. Geopolitische Unsicherheiten waren zwar nicht völlig verschwunden. Aber die Tatsache, dass es mit den USA nur noch eine unangefochtene globale Führungsmacht gab, veränderte die Natur geopolitischer Risiken deutlich. Die Gefahr von global eskalierenden Krisen war in den vergangenen 30 Jahren so gut wie nicht existent. Dadurch sanken vor allem auch die Risiken der internationalen Arbeitsteilung – eine Entwicklung, die den Grundstein für zahlreiche strukturelle Veränderungen gelegt hat.

Vorteilhafte strukturelle Veränderungen

Eine weitere Erklärung für die Charakteristika der Great Moderation beruht auf drei parallelen Entwicklungen: Erstens gab es Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen, die es vor allem Unternehmen, aber auch Haushalten ermöglicht haben, flexibler auf wirtschaftliche Vorgänge zu reagieren. Deregulierung (von Industrien und Finanzmärkten), mehr Wettbewerb auf Güter- und Arbeitsmärkten, aber auch das starke Wachstum des globalen Handels und der Wegfall von Kapitalverkehrs-

⁶ Zwar gab es auch während der Great Moderation weitere Schocks – etwa die Asienkrise Ende der 1990er Jahre, die Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende und 9/11. Global und realwirtschaftlich betrachtet hatten diese Ereignisse aber weit geringere Auswirkungen als die Ölpreisschocks der 1970er Jahre oder die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009.

⁷ Vorübergehende Angebotsausfälle konnten beispielsweise durch die Freigabe von strategischen Ölreserven kompensiert werden. Diese führten zahlreiche Länder als Folge der Ölkrisen in den 1970er Jahren ein.

kontrollen dürften allesamt dazu beigetragen haben, dass Schocks vergleichbarer Größe eine geringere Wirkung auf Wachstum und Inflation entfaltet haben als in früheren Zeiten.

So wurden beispielsweise durch die Integration zahlreicher Schwellenländer in das globale Handelssystem weite Teile des verarbeitenden Gewerbes aus den Industrieländern in diese Weltregionen verlagert. Generell ist das verarbeitende Gewerbe deutlich schwankungsanfälliger (beziehungsweise zyklischer) als der Dienstleistungssektor. Die Verlagerungen trugen dazu bei, dass der Anteil der schwankungsanfälligeren Wachstumskomponenten in den entwickelten Volkswirtschaften sank, mit entsprechend dämpfender Wirkung auf die Wachstumsvolatilität. Gleichzeitig ist die strukturell preisdämpfende Wirkung der Globalisierung auf Güterpreise hinlänglich bekannt. Sie hat darüber hinaus aber auch zu einer geringeren Volatilität der Importpreise beigetragen.

Zweitens liefert ein Blick auf die Quellen der geringeren Wachstumsvolatilität interessante Einblicke. Neben der geringeren Volatilität des Konsums von langlebigen Wirtschaftsgütern und der Investitionen ist vor allem die Entwicklung der Lagerkomponente⁸ von Bedeutung. Hier ist nicht nur die Schwankungsanfälligkeit deutlich gesunken. Auch das Vorzeichen der Korrelation zwischen dem Wachstumsbeitrag der Lagerinvestitionen und dem BIP-Wachstum ohne Lagerinvestitionen hat von leicht positiv auf deutlich negativ gewechselt: Die Lagerhaltung wirkte während der Great Moderation tendenziell antizyklisch und damit volatilitätsdämpfend – in der Great Inflation wirkte sie eher zyklisch und damit volatilitätserhöhend.

Die Gründe für diese Umkehr sind vielfältig. Zunächst haben Fortschritte im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien deutlich effizientere Produktions- und

Lieferprozesse ermöglicht. Bessere Informationen über die Endnachfrage und die Produktion gepaart mit deutlich sinkenden Transportkosten haben zu hocheffizienten globalen Lieferketten geführt, die nach dem Prinzip „just in time“ funktionierten. Dies verringerte nicht nur das absolute Ausmaß der Lagerhaltung, sondern erleichterte auch die Anpassungsprozesse im Falle von Nachfrageschwankungen. Denn je später geordert werden kann, umso geringer ist im Zweifelsfall das Risiko von Fehleinschätzungen in Bezug auf die erwartete Endnachfrage.

Drittens dürfte die Great Moderation einen sich selbst verstärkenden Effekt ausgelöst haben. In einem relativ stabilen Umfeld mit strukturell fallenden Güterpreisen und der vermeintlichen Gewissheit, dass Produktionskomponenten jederzeit verfügbar sind, stellen Lagerbestände einen Kostenfaktor dar, den es aus Unternehmenssicht zu minimieren gilt. Das Potenzial der Lagerkomponente, für Wachstumsvolatilität zu sorgen, hat dadurch insgesamt deutlich nachgelassen.

Verlässliche (Geld-)Politik

Zu guter Letzt dürfte auch die Geldpolitik einen Beitrag zur Great Moderation geleistet haben. Nämlich einerseits in der Art und Weise, wie Geldpolitik in dieser Zeit betrieben wurde, und andererseits auch in Bezug auf den Einfluss, den die Geldpolitik auf die Inflations- und Wachstumserwartungen der Wirtschaftssubjekte ausübte.

Die Geldpolitik während der Great Inflation wird häufig als „Stop-go-Politik“ bezeichnet: Die Notenbanken ließen sich stark von der öffentlichen Wahrnehmung in Bezug auf Arbeitslosigkeit und Inflation treiben. In der „Go“-Phase versuchten sie, den Arbeitsmarkt

⁸ Die Veränderung der Lager geht als Größe in die Ermittlung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ein. Sinkende Lagerbestände sprechen (bei intakten Lieferketten) für einen erwarteten Nachfragerückgang und damit letztlich ein verringertes BIP.



mit lockerer Geldpolitik zu stimulieren. Sobald die öffentliche Besorgnis über zu hohe Inflationsraten in den Vordergrund trat, leitete sie mit aggressiven Zinsanhebungen die „Stop“-Phase ein. Ein zu langes Festhalten an einer zu lockeren Geldpolitik und zu kurze Straffungsphasen haben im Ergebnis zu einer zunehmend erratischen Inflationsentwicklung geführt.

Begünstigt wurde dies durch eine massive Unterschätzung der natürlichen Arbeitslosenquoten. Außerdem glaubten Notenbanken und Politik zunehmend an die Wirkungslosigkeit der Geldpolitik im Falle von kostengetriebener Inflation. Das vermeintliche Heilmittel, nämlich Lohn- und Preiskontrollen, wirkte zusätzlich destabilisierend.

Die Abkehr von der „Stop-go-Politik“ hin zu einem deutlich systematischeren Ansatz wurde Mitte der 1980er Jahre eingeläutet. Die Geldpolitik orientierte sich seither an geschätzten Zielgrößen – etwa für den natürlichen Zins und die natürliche Arbeitslosenquote – und versuchte Abweichungen vorausschauend über geldpolitische Eingriffe zu steuern.

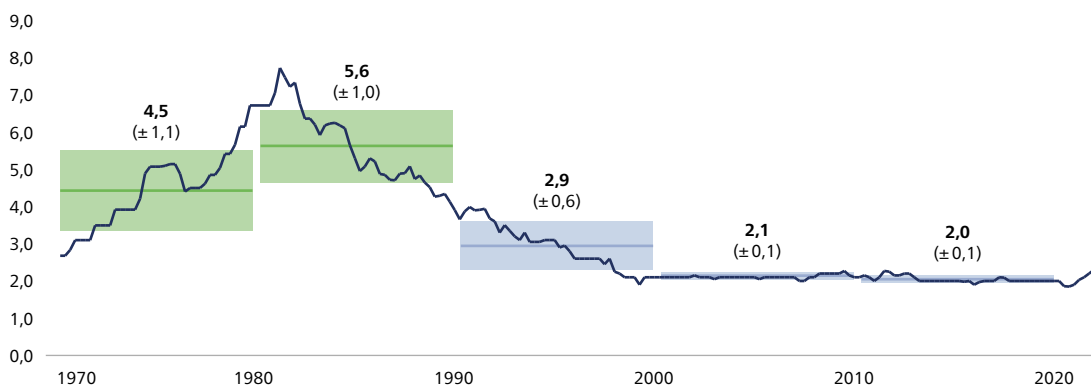
Ab 1994 wurde darüber hinaus die Kommunikationsstrategie der Notenbanken zu einem integralen Bestandteil der Geldpolitik. Vorreiter war dabei die US-amerikanische Federal Reserve. Bis zu diesem Zeitpunkt war es Konsens unter den Zentralbankern, dass die Möglichkeit, die Märkte zu überraschen, ein hohes Gut wäre, um eine möglichst schnelle und starke Wirkung auf die Finanzierungsbedingungen zu erzielen. Ab 1994 lag der Fokus der Notenbanken hingegen darauf, über eine transparentere Kommunikation Überraschungen zu vermeiden.

Während die Notenbanken zu Beginn lediglich die Entscheidung über eine Änderung der Geldpolitik bekannt gaben, wurde das Kommunikationsset über die Jahre stetig weiterentwickelt und gipfelte schließlich in der Bekanntgabe konkreter numerischer Bedingungen für Makrovariablen, die für eine Änderung der Geldpolitik erfüllt sein müssen. Die Geldpolitik wurde dadurch regelgebundener und insgesamt deutlich besser prognostizierbar.

Doch nicht nur das: Durch die zunehmende Glaubwürdigkeit – die Fed schaffte es mit ihrer

Abbildung 2 **Geringere Schwankungen bei Inflationserwartungen geben Notenbanken mehr Flexibilität**

Zehnjährige US-Inflationserwartungen*
(in Prozent gegenüber dem Vorjahr)



* Personal Consumption Expenditures (PCE).

Quelle: Federal Reserve Bank of Philadelphia, Macrobond, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2021.

Abbildung 3 **Great Moderation: Lange Expansionsphasen****Dauer der Expansionsphasen der US-Konjunktur von 1971 bis 2019 (in Quartalen)**

Great Inflation		Great Moderation	
Q1/1971 – Q3/1973	11	Q1/1992 – Q4/2000	36
Q3/1975 – Q4/1979	18	Q4/2001 – Q3/2007	24
Q4/1980 – Q2/1981	3	Q4/2009 – Q4/2019	41
Q1/1983 – Q2/1990	30		

Quellen: National Bureau of Economic Research, Macrobond, Union Investment. Stand: Dezember 2019.

Geldpolitik, Wachstum und Inflation ab 1994 gut auszutarieren – und die größere Transparenz konnten die Inflationserwartungen in den vergangenen knapp 30 Jahren erfolgreich stabilisiert werden. Das gab den Notenbanken mehr Flexibilität, um auf kurzfristige Schwankungen reagieren zu können, ohne Gefahr zu laufen, damit eine zu große Unsicherheit über die künftige Inflationsentwicklung auszulösen (siehe Abbildung 2). Alles in allem wandelte sich die Geldpolitik von einer Volatilitätsquelle (während der Great Inflation) zu einer Stabilitätsquelle (während der Great Moderation), da das „Überraschungspotenzial“ der Geldpolitik weitestgehend minimiert wurde.

Die Konsequenzen geringerer Volatilität

Das Ergebnis all dieser Entwicklungen war eine deutlich geringere Wachstums- und Inflationsvolatilität, die sich vor allem auch in deutlich längeren Expansionsphasen und selteneren Rezessionen niederschlug (siehe Abbildung 3).

Die Vorteile dieser geringeren Wachstumsunsicherheit sind offensichtlich: Haushalte und

Unternehmen erhalten mehr Planungssicherheit, stabilere (reale) Arbeitseinkommen ziehen eine konstantere Konsumententwicklung nach sich. Für Unternehmen bedeutet eine stabilere Nachfrage mehr Planbarkeit in Bezug auf die eigenen Investitionsvorhaben. In die gleiche Richtung wirkt auch die geringere Inflationsvolatilität. Darüber hinaus sorgen verankerte Inflationserwartungen für maßvolle Lohnforderungen und somit stabilere Inputkosten der Unternehmen.

Die Vorteile beschränken sich jedoch nicht nur auf die realwirtschaftliche Entwicklung. Mit zunehmender Persistenz der niedrigeren Makrovolatilität setzte sich auch an den Kapitalmärkten die Überzeugung durch, dass dieser Zustand von Dauer sein würde. Angesichts dieser Rahmenbedingungen ließen sich deutlich niedrigere Risikoprämien und eine höhere Risikoneigung problemlos rechtfertigen – zumal die Marktteilnehmer sich im Zweifelsfall auch noch auf eine Intervention der Notenbanken verlassen konnten. Allerdings führte dies zwischenzeitlich zu Exzessen mit entsprechend destabilisierender Wirkung, wie sich 2008 mit der Finanzkrise zeigte.

Exkurs: Der Kapitalmarkt vor und nach 1994

Der Übergang von der Phase der Great Inflation in die Great Moderation einerseits und der Wandel in der Geldpolitik 1994 andererseits hatten auch erhebliche Auswirkungen auf den Kapitalmarkt. Mit dem angesprochenen Rückgang der Risikoprämien fielen auch die Anleihekupons deutlich. Daneben sorgte die größere Verlässlichkeit in der Geldpolitik dafür, dass die Volatilität der Zinsen strukturell abnahm. Lag sie beim risikofreien US-Zins in den 20 Jahren vor 1994 noch bei rund 0,8 Prozentpunkten, ging diese in den zwei Dekaden nach 1994 deutlich auf knapp 0,2 Prozentpunkte zurück.

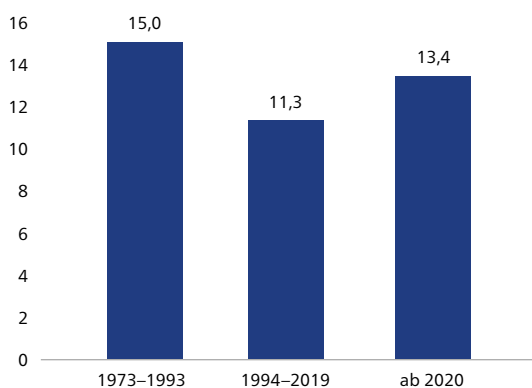
An den Aktienmärkten folgte der reduzierten Unsicherheit eine deutliche Ausweitung des Bewertungsniveaus: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für Unternehmen im US-amerikanischen S&P 500-Index lag in den 20 Jahren bis zum Wendepunkt 1994 im Durchschnitt bei 13,3 – in den zwei Dekaden danach wurden die Unternehmen dann bereits mit dem 19,6-Fachen ihrer Gewinne für das laufende Jahr bewertet. Diese strukturellen Muster gelten auch, wenn die kurzfristigen Übertreibungen der Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende ausgeklammert werden.

Da extreme Makro- und damit auch Kapitalmarktereignisse in der Phase zwischen 1994 und der Coronakrise seltener wurden, reduziert sich auch die Volatilität innerhalb der Anlageklassen. Erst mit der Coronakrise wurden die Kapitalmärkte wieder schwankungsanfälliger (siehe Abbildung 4).

Schließlich etablierte sich in dieser Phase auch ein neues Korrelationsregime: Der Übergang in ein schwaches Inflations- und Wachstumsumfeld ab dem Ende der 1990er Jahre sorgte für eine verstärkt negative Korrelation von Aktien- und Rentenanlagen und damit eine höhere Diversifikation in Multi-Asset-Portfolios.

Abbildung 4 **Coronakrise bringt die Volatilität zurück**

Anzahl der Tage pro Jahr mit deutlich erhöhter Cross-Asset-Volatilität*



* Tage pro Jahr, an denen die Cross-Asset-Volatilität (S&P 500, 10-jährige US-Treasuries, Rohstoffe [BCOM-Index], US-Dollar [DXY-Index]) um zwei Standardabweichungen über der durchschnittlichen Cross-Asset-Volatilität des jeweiligen Jahres lag.

Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Union Investment.
Stand: 30. Juni 2022.

2.2 Die Zukunft der Volatilität: mehr Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilität

In den vergangenen knapp drei Jahren hat die realwirtschaftliche Volatilität dramatisch zugenommen.

Dies verwundert nicht angesichts der nahtlos aufeinanderfolgenden Krisen: Die Pandemie und der Krieg in der Ukraine haben zahlreiche zusätzliche Verwerfungen nach sich gezogen, wie beispielsweise eine Lieferketten- sowie eine Energiekrise. Viel wichtiger als die aktuelle Situation ist jedoch eine andere Frage: Wird diese erhöhte Volatilität auch längerfristig Bestand haben? Oder wird sie, ähnlich wie nach der Finanzkrise, nach einer gewissen Zeit der Anpassung wieder auf vergleichbare Niveaus wie vor dem Ausbruch der Pandemie zurückfallen?

Unsere Antwort ist klar: Wir gehen von einer längerfristig erhöhten Makrovolatilität aus. Die Pandemie und der Krieg in der Ukraine haben

den Übergang in ein neues Wachstumsregime zementiert. Dieses neue Regime wird volatiliter sein als jenes der vergangenen knapp 40 Jahre. Die Gründe dafür werden wir auf den folgenden Seiten näher darlegen. Hierfür arbeiten wir systematisch die erwarteten Wirkungen der relevanten Volatilitätsquellen auf Wachstum, Inflation und Erwartungen in der Ära der Great Transformation heraus.

**Überschussangebot ist aufgebraucht
→ höhere Wachstums- und Inflationsvolatilität**

Die Pandemie hat die sogenannte säkulare Stagnation beendet.⁹ Dieses Regime war vor allem

Abbildung 5 Einfluss makroökonomischer Treiber auf die Volatilität

Einschätzung der Stärke und Richtung des Einflusses

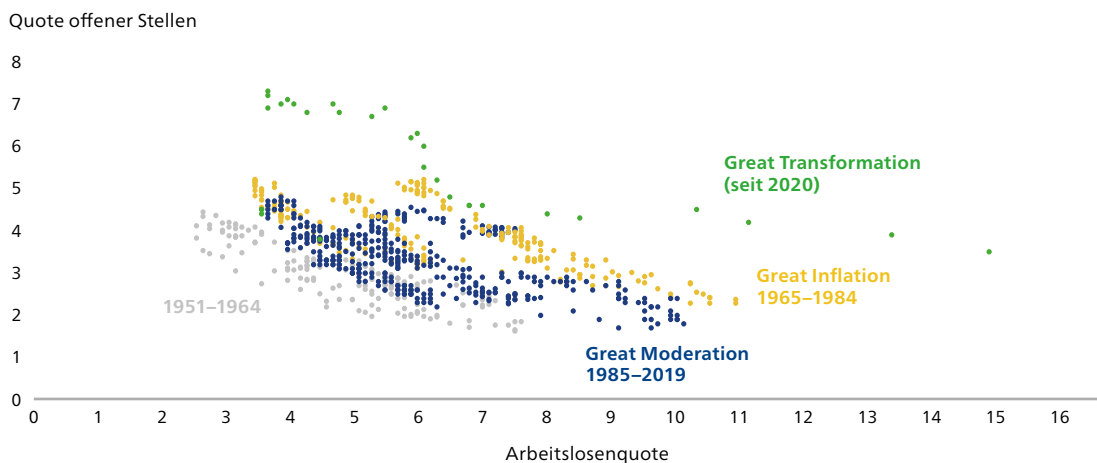
	Great Inflation	Great Moderation	Great Transformation
Überschussangebot bei wichtigen Produktionsfaktoren	+	-(−)	+(+)
Makro-/Angebotsschocks	++	--	+
Restrukturierung der Lieferketten	○	−	+
Staatliche Eingriffe & institutionelle Rahmenbedingungen	++	−	+
Lagermanagement	++	−	+
Geldpolitik	++	--	+
Inflationserwartungen	++	--	+
Geopolitik	+	--	+

Quelle: Union Investment. Stand: September 2022.

⁹ Vgl. unser White Paper Risikomanagement 2021: Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?

Abbildung 6 **Überangebot an Arbeitskräften scheint aufgebraucht**

Beveridge-Kurve: Verhältnis der Quote der offenen Stellen zur Arbeitslosenquote
(jeweils in Prozent)



Quelle: Barnichon (2010), U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Union Investment. Stand: 30. Juni 2022.

durch eine chronische Nachfrageschwäche gekennzeichnet, die auch die weitgehend fehlende Zyklik seit der Jahrtausendwende erklärt. Abgesehen von den Exzessen am Immobilienmarkt gab es in diesem Zeitraum weder in der US-Wirtschaft noch im Euroraum jemals Anzeichen für eine klassische Überhitzungsphase. Dies ist ein Indiz dafür, dass es über die gesamte Periode hinweg (aber insbesondere in der Dekade nach der Finanzkrise) in zahlreichen Bereichen ein Überschussangebot gab, das selbst in Phasen steigender Wirtschaftsleistung ausreichte, um eine Überhitzung zu verhindern. Dies gilt nicht nur, aber besonders für den Arbeitsmarkt. So zeigt beispielsweise die sogenannte Beveridge-Kurve¹⁰, welche die Quote der offenen Stellen ins Verhältnis zur Arbeitslosenquote setzt, dass während der Great Inflation tendenziell mehr offene Stellen pro Arbeitslosem zur Verfügung standen als während der Great Moderation (siehe Abbildung 6).

Dies dürfte auch erklären, weshalb die Arbeitsmarktdynamik und der Wettbewerb um Ar-

beitskräfte während der Great Moderation, trotz insgesamt niedriger Arbeitslosenquoten, vergleichsweise gering war. Dieser strukturelle Slack bei wichtigen Produktionsfaktoren (zum Beispiel Arbeit und Rohstoffe) scheint nun aufgebraucht. Zwar dürfte die Zahl der offenen Stellen pro Arbeitslosem nicht auf den aktuell sehr hohen Niveaus verharren, und auch die schlimmsten kurzfristigen Engpässe bei Rohstoffen sollten über die Zeit etwas abnehmen. Die Wahrscheinlichkeit für eine Rückkehr auf die Vorkrisenniveaus ist auf absehbare Zeit aber dennoch gering.

Für eine Wirtschaft, die näher an der Vollaustattung agiert, besteht allerdings eher die Gefahr, diese auch in regelmäßigen Abständen zu überschreiten und in die Überhitzung zu laufen. Hinzu kommen sich verdichtende Indizien, dass das Angebot einiger Inputfaktoren unelastischer wird: So sorgt die neue Blockbildung für Friendshoring, also die Rückverlagerung von Produktion in befreundete Staaten, was wiederum das verfügbare Angebot begrenzt.

¹⁰ Benannt nach dem britischen Ökonomen William Henry Beveridge.

Außerdem führt die Restrukturierung der Lieferketten dazu, dass der globale Pool an Arbeitskräften durch einen lokalen Pool ersetzt wird – mehr dazu bei den folgenden Treibern. Im Ergebnis wird dies zur Rückkehr des klassischen Konjunkturzyklus führen: Expansionsphasen werden künftig häufiger von klassischen Wachstumsrezessionen unterbrochen werden. Zumal auch die großen Notenbanken ihre Strategien dahingehend geändert haben, dem Zyklus tendenziell etwas länger freien Lauf zu lassen als in den vergangenen Jahrzehnten – auch dazu weiter unten mehr. In Summe wird dies zu mehr Wachstums- und Inflationsvolatilität führen.

Angebots- und Makroschocks → höhere Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilität

Die Weltwirtschaft ist im Umbruch. In den nächsten Jahrzehnten wird nicht nur das globale Energiesystem neu geordnet werden – die Vorgabe ist eine grüne Transformation. Auch ein beachtlicher Teil der globalen Lieferketten dürfte restrukturiert werden, einerseits durch die Blockbildung und andererseits mit dem generellen Ziel, mehr Resilienz zu erreichen. Ein solcher Wandel verläuft aber selten nach Plan. Viel wahrscheinlicher ist ein holpriger Übergang, in dem es immer wieder zu Angebotsschocks in den verschiedensten Bereichen kommen wird. Das hat spätestens die durch den Krieg in der Ukraine ausgelöste globale Energiekrise gezeigt.

In den vergangenen Jahren ist die Kluft zwischen den Ambitionen, mit denen die Staaten der Klimakrise begegnen wollen, und der Realität stetig größer geworden. Investitionen in fossile Energieträger wurden stärker zurückgefahren als die Nachfrage. Das Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage, das sich dadurch ergeben hat, bestand schon vor dem Ausbruch des Krieges. Der Krieg hat diese Diskrepanz nun schmerzhaft offengelegt.

Die Folge ist ein globaler Angebotsschock, der im Gegensatz zu den 1970er Jahren alle fossilen Energieträger betrifft. Die Unsicherheit, die der Wandel des globalen Energiesystems mit sich bringt, ist dadurch noch einmal deutlich gestiegen.

Bei den fossilen Energieträgern wird die fehlende Planungssicherheit über die zukünftige Nachfrage notwendige Marktanpassungsmechanismen auch in Zukunft erschweren. Die Folge wird eine zu geringe Angebotsausweitung trotz steigender Preise sein. Auf der Nachfrageseite werden die Anpassungsmechanismen durch zunehmende staatliche Interventionen erschwert, wenn Staaten bei steigenden Energiepreisen Subventionen einführen. Im Ergebnis werden sich Angebot und Nachfrage in der Übergangsphase häufiger in einem Missverhältnis befinden als in der Vergangenheit. Zwischenzeitliche Angebotsengpässe und Preisausschläge werden die Folge sein.

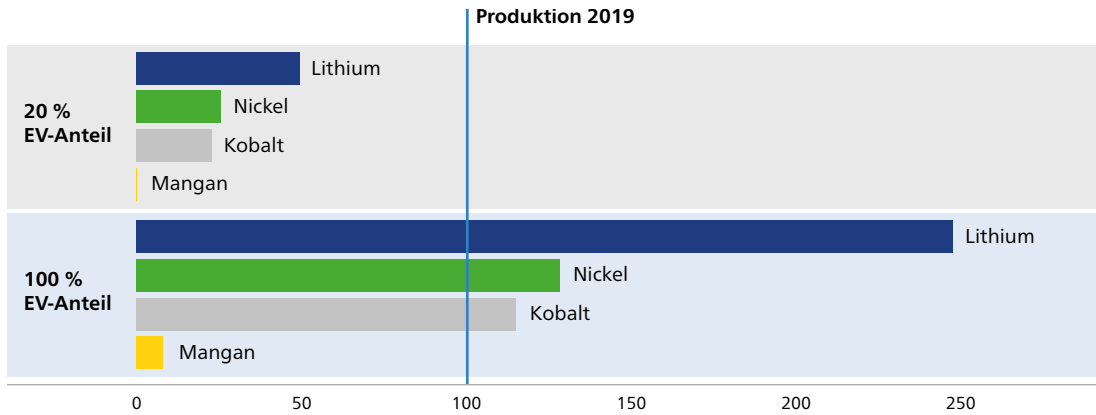
Auch durch die erneuerbaren Energien ist kaum mit mehr Stabilität zu rechnen. Wandel erfordert Wetten auf Technologien, aber einige davon werden nicht aufgehen. Das Risiko von Fehl- beziehungsweise Überinvestitionen ist in der Übergangsphase daher erhöht. Instabilität droht aber auch von anderer Seite, nämlich von den Lieferketten grüner Technologien, etwa von Elektroautos. Viele benötigen Rohstoffe wie etwa Kupfer und Lithium, der Bedarf wird kräftig steigen (siehe Abbildung 7). Ob das Angebot im Gleichschritt mithalten kann, ist fraglich. Langfristige Rohstoffinvestitionen verlangen ein Mindestmaß an Planungssicherheit. Genau diese ist aber in der zu erwartenden eher instabilen Phase kaum gegeben.

Durch starke Preisanstiege kommen außerdem zusätzliche relevante Variablen wie die Suche nach alternativen Technologien und Fortschritte beim Recycling ins Spiel. Auch hier dürften suboptimale Investitionsentscheidungen die Folge sein, die zu zwischenzeitlichen Über- und Unterinvestitionen führen. Eine weitere Tatsa-



Abbildung 7 Die Minimierung strategischer Abhängigkeiten wird zum strategischen Imperativ

USA: Materialbedarf bei steigendem Anteil von Elektrofahrzeugen (EV) in der Produktion
(in Prozent der globalen Minenproduktion 2019)



Quelle: White House, Union Investment. Stand: Dezember 2021.

che ist wenig hilfreich: Viele der besonders gefragten Rohstoffvorkommen liegen in politisch instabilen Ländern (Beispiel: Kobalt im Kongo) beziehungsweise werden von Ländern veredelt, die den westlichen Industrieländern weniger wohlgesonnen sind (wie bei den seltenen Erden in China).

Zwar intensiviert der Westen aktuell seine Anstrengungen, sich bei kritischen Mineralien unabhängiger von vermeintlich instabilen Produzenten zu machen. Doch auch dieser Übergang wird dauern. Diese Phase ist besonders riskant, denn sie könnte Rivalen dazu animieren, ihr noch vorhandenes, aber perspektivisch schwindendes Druckmittel aktiver zu nutzen – Beispiele sind Saudi-Arabien beim Öl und eben China bei den seltenen Erden.

Während das Endergebnis all dieser Entwicklungen zwar ein resilienteres und unabhängigeres Energiesystem sein wird, wird der Weg dorthin zuweilen chaotisch und volatil verlaufen. Höhere und schwankungsanfälliger Energie- und Rohstoffpreise werden sowohl die Wachstums- als auch die Inflationsvolatilität anheizen. Außerdem ändern sich Erwartungen in Zeiten des Umbruchs tendenziell häufiger

als in stabilen Zeiten. Folglich wird auch die Erwartungsvolatilität höher sein als in der Ära der Great Moderation.

**Restrukturierung der Lieferketten
→ höhere Wachstums- und Inflationsvolatilität**

Der Krieg in der Ukraine, aber auch Chinas striktes Festhalten an der Zero-Covid-Politik haben Regierungen und Unternehmen noch stärker für die Risiken von zu starken, einseitigen Abhängigkeiten von hocheffizienten globalen Lieferketten sensibilisiert. Während es den westlichen Regierungen primär um Abhängigkeiten in strategisch relevanten Bereichen wie zum Beispiel Halbleiter und kritische Mineralien geht, überdenken auch immer mehr Unternehmen ihre Lieferketten. Die massiven Probleme im vergangenen Jahr aufgrund der Hafentaus an der US-Westküste und die erneuten Lockdowns in China im laufenden Jahr lassen das Kosten-Nutzen-Verhältnis von bis ins letzte Glied optimierten Lieferketten plötzlich in einem ganz anderen Licht erscheinen. Reshoring, Nearshoring und Friendshoring werden zunehmen.

Die Globalisierung hat den Pool an Arbeitskräften vergrößert und den Zugang zu Inputfaktoren erleichtert. Die Restrukturierung von (vor allem strategisch wichtigen) Lieferketten verkleinert den Pool nun allerdings und erschwert den Zugang zu Produktionsfaktoren. Bei strategisch wichtigen Lieferketten wird der Zugang zudem aktiv durch staatliche Vorgaben eingeschränkt (Friendshoring). Bei freiwilligen Unternehmensentscheidungen wird das ebenfalls häufig der Fall sein (Nearshoring), aber nicht immer. So steht als Ersatz für die Fertigung in China für viele westliche Unternehmen keine geografisch nahe Lösung zur Verfügung. Bei vielen könnte es hingegen auf Vietnam als Alternative hinauslaufen.

Weniger Globalisierung bedeutet daher am Ende auch, dass lokale Angebots- und Nachfragebedingungen in der Zukunft eine dominantere Rolle spielen werden. Während das weltweite Überangebot an Arbeitskräften durch die Globalisierung die Wachstumsvolatilität in der jüngeren Vergangenheit gedämpft hat, wird der lokale Mangel diese in Zukunft eher erhöhen. Ähnliches gilt auch für die Inflationsvolatilität. Auch hier wirkte die Globalisierung in der Vergangenheit vor allem bei Güterpreisen eindeutig volatilitätsdämpfend. Hinzu kamen positive Spill-over-Effekte der Disinflation in entwickelten Ländern auf aufstrebende Volkswirtschaften. Dieser Trend wird sich umkehren: Güterpreise werden volatil werden, und die Spill-over-Effekte von Industrieländern auf Schwellenländer werden ins Negative drehen, beispielsweise in Form von höheren und volatileren Inflationsraten.

Staatliche Eingriffe und institutionelle Rahmenbedingungen

→ höhere Erwartungsvolatilität

In der Ära der Great Moderation standen insbesondere in den USA klar die Unternehmensinteressen im Vordergrund. Staatliche Eingriffe in den Wirtschaftsablauf waren auf

ein absolut notwendiges Minimum beschränkt. Für Unternehmen bedeutete das ein hohes Maß an Planungssicherheit.

Der Strukturwandel der nächsten Jahrzehnte wird aber nur mit stärkeren staatlichen Eingriffen möglich sein. Diese bringen auch eine erhöhte Unsicherheit mit sich. Die aktuelle Energiekrise zeigt bereits, dass das Handeln der Politik bei deutlich höheren Energiepreisen und zunehmendem öffentlichem Druck erratischer wird und zuweilen falsche Anreize setzt. Beispiele in Deutschland sind die Benzinsubventionen und die Absenkung der Mehrwertsteuer auf Gas: Der Verbrauch wird subventioniert, und notwendige Anpassungsmechanismen auf der Nachfrageseite werden behindert.

Subventionen sind dabei nicht per se negativ, aber die Art und genaue Wirkungsweise des Instruments ist entscheidend. Denn falsch eingesetzt können sie Investitionsentscheidungen erschweren oder sogar verhindern. In den USA kommt hinzu, dass eine konservative Mehrheit im obersten Gerichtshof die Rechte der nationalen Regulierungsbehörden zunehmend beschneidet und den Bundesstaaten mehr Entscheidungsbefugnisse einräumt. Die Folge ist eine zunehmende Zersplitterung der institutionellen Rahmenbedingungen. Auch diese Entwicklung wird tendenziell negativ auf die Planungssicherheit der Unternehmen wirken. Fazit: Erhöhte Unsicherheit über die institutionellen Rahmenbedingungen führt zu einer erhöhten Erwartungsvolatilität.

Lagerbestände

→ erhöhte Wachstumsvolatilität

Die volatilitätsdämpfende Wirkung des Lagerzyklus dürfte ihren Zenit überschritten haben. Die Gründe dafür sind vielfältig: Der Wunsch nach mehr Resilienz wird zunächst dazu führen, dass Unternehmen in der Tendenz höhere Lagerbestände als Sicherheitspuffer halten werden. Bei zyklischen Schwankungen, von



denen wir in Zukunft mehr erwarten als in der Vergangenheit, wird der Anpassungsbedarf folglich auch etwas höher sein. Zudem dürfte die höhere Preisvolatilität bei den Lagerbeständen für höhere Schwankungsbreiten sorgen. Auch eine Umkehr der antizyklischen zu einer prozyklischen Wirkung ist wahrscheinlich. Warum? Die fallenden Güterpreise der vergangenen Jahrzehnte gaben einen zusätzlichen Anreiz, die Lagerbestände niedrig zu halten. In Zeiten steigender Preise kehren sich diese Anreize zunächst um: Zuvor entstanden unnötige Produktionskosten, da der Wert der Lagerbestände fiel – bei steigenden Preisen steigt ihr Wert nun aber. Volatilere Preise dürften zu stärkeren und prozyklischeren Ausschlägen im Lagerzyklus führen. Mehr Volatilität bei den Lagerzyklen sollte daher ebenfalls zu einer höheren Wachstumsvolatilität beitragen.

Geldpolitik

→ mehr Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilität

Die Geldpolitik der großen Notenbanken befand sich bereits vor der Pandemie im Wandel. So führte die Strategieanpassung der Fed beispielsweise dazu, dass sie das Ziel der Vollbeschäftigung deutlich stärker priorisierte als in der Vergangenheit. Zugleich verfolgt sie nicht mehr das Ziel, potenziellen Inflationsdruck frühzeitig im Keim zu ersticken. Ein temporäres Überschießen der Teuerung ist möglich, solange die Inflationserwartungen fest verankert bleiben.

Die Feuertaufe der neuen Strategie war allerdings ein Fehlstart: Die Fed, aber auch andere große Zentralbanken, hat zu spät auf den sich verbreiternden Inflationsdruck reagiert und musste beziehungsweise muss aktuell deutlich stärker als geplant auf die geldpolitische Bremse treten. Diese Episode bestärkt uns in der Erwartung, dass die Zentralbankpolitik in Zukunft weniger eine Stabilitäts-, sondern eher eine Volatilitätsquelle sein wird. Zumal wir

nicht davon ausgehen, dass der Fehlstart etwas an der grundsätzlichen Neuausrichtung der Notenbankstrategie ändern wird. Vor allem für die Fed gilt seither, dass die Geldpolitik im Dienste der Realwirtschaft und nicht der Kapitalmärkte steht. Das heißt, die Zentralbanken werden tendenziell auch in Zukunft später auf eine sich abzeichnende Überhitzung reagieren.

Dies birgt einige Risiken, die für uns in Summe für eine erhöhte Inflations- und Wachstumsvolatilität sprechen. Zunächst steigt das Risiko, dass Notenbanken zu spät reagieren und entstehender Inflationsdruck sich schon verfestigt hat. Hinzu kommt, dass Daten revisionsanfällig sind. Auch dies wurde der Fed im aktuellen Zyklus zum Verhängnis: Im Jahresverlauf 2021 sah es zunächst so aus, als wäre das Überangebot am Arbeitsmarkt noch erheblich. Dieses Bild änderte sich erst später durch eine umfangreiche Datenrevision. Diese zeigte, dass der Arbeitsmarkt über das Jahr hinweg sehr stark und die Erholung deutlich weiter fortgeschritten war, als zunächst angenommen.

Daneben zeigte die Fed bisher wenig Konsequenz in der Umsetzung ihrer eigenen Strategie. Während sie beim Arbeitsmarkt auf die Variante „show me“ setzte und lange Zeit datenbasiert argumentierte, dass die Erholung noch nicht abgeschlossen sei, setzte sie bei der Inflation auf Prognosen. Trotz deutlich steigendem Inflations- und Lohndruck argumentierte sie (zu) lange, es handele sich nur um einen vorübergehenden Anstieg.

Auch die Tatsache, dass perspektivisch mit mehr kostengetriebener Inflation zu rechnen ist, bei der die Effektivität der Geldpolitik ohnehin fraglich ist, erschwert die Aufgabe der Zentralbanken. Wir gehen daher davon aus, dass die Geldpolitik zukünftig tendenziell eher volatilitätssteigernd wirken wird: zum einen im Hinblick auf Wachstum und Inflation, weil sie später auf zyklische Schwankungen reagiert als in der Vergangenheit. Und zum anderen auf die (Inflations-)Erwartungen, weil die Geldpolitik



insgesamt unberechenbarer wird. Wir erwarten jedoch keine Rückkehr zu den chaotischen Zuständen während der Great Inflation. Denn die Fed wird, und auch das hat die jüngste Episode gezeigt, keine vollkommene Entankerung der Inflationserwartungen zulassen.

Inflationserwartungen

→ mehr Erwartungsvolatilität, verstärkte Inflationsvolatilität

Der Zusammenhang zwischen der Höhe der Inflationsraten und der Volatilität der Inflationsraten war bisher eindeutig. Begründet wird dieser Zusammenhang häufig mit der Theorie der Rational Inattention: Demnach variieren Wirtschaftssubjekte die Häufigkeit, mit der sie ihre wirtschaftlichen Entscheidungen überdenken, nach dem zugrunde liegenden Preisumfeld. Ist das Umfeld stabil, überdenken sie ihre Entscheidungen weniger häufig. Umgekehrt revidieren sie ihre Entscheidungen häufiger in einem dynamischeren Umfeld, was für mehr Volatilität sorgt.

Dadurch steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass sich Preisdruck schneller verbreitert als in der Vergangenheit und auch stärkeren Niederschlag in der Lohnentwicklung findet. Dies war einer der wichtigsten Unterschiede im Inflationsprozess während der Great Inflation und der Great Moderation. Während der Great Moderation ist vor allem die Kovarianz zwischen den verschiedenen Preiskategorien deutlich gesunken, nicht zwangsläufig die Volatilität der Preiskomponenten selbst. Das bedeutet, dass Preisanstiege bei einzelnen Preiskategorien in der Regel nicht zu Spill-over-Effekten in anderen Kategorien geführt und so zu einer Verbreiterung des Preisdrucks beigetragen haben. Ein Grund hierfür dürften die insgesamt gut verankerten Inflationserwartungen gewesen sein.

Am aktuellen Rand nimmt nicht nur die Volatilität der einzelnen Komponenten zu, sondern auch die Kovarianz zwischen den Komponenten.

Dies ist ein mögliches Indiz dafür, dass die Inflationserwartungen etwas weniger stabil sind. Dafür spricht auch die deutliche Zunahme in der Spreizung der Inflationserwartungen. Wir rechnen zwar weder mit einer vollkommene Entankerung der Inflationserwartungen noch mit einer Lohn-Preis-Spirale. Dafür haben sich die institutionellen Rahmenbedingungen seit den 1970er Jahren viel zu stark verändert, beispielsweise die Lohnindexierung und die Bedeutung von Gewerkschaften. Die Inflationserwartungen sollten in Zukunft aber dennoch sensibler reagieren als in der Vergangenheit. Eine höhere Volatilität der Inflationserwartungen ist für uns ein weiterer Grund, weshalb wir in Zukunft von einer stärkeren Inflationszyklik ausgehen.

Geopolitische Risiken und Blockbildung

→ mehr Erwartungsvolatilität

Der geopolitische „Honeymoon“, der mit dem Fall des Eisernen Vorhangs begann, ist endgültig vorbei. Spätestens seit dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine sind die geopolitischen Risiken bei vielen Unternehmen auf der Prioritätenliste nach ganz oben geklettert. Zwar war Russland der Auslöser, doch die viel weitreichenderen Folgen für Unternehmen sind vom strategischen Wettbewerb mit China zu erwarten. Dass es zu einer Trennung strategisch wichtiger Lieferketten, des Datenverkehrs und vermutlich auch des Finanzsystems kommen wird, ist zunehmend klar: Beide Seiten, also der Westen und China, streben offensichtlich eine Entkoppelung an.

Wie können oder sollen Staaten diesen Prozess steuern? Dazu gibt es aktuell viele Ideen und Gesetzesentwürfe, von Investment Screening für Auslandsinvestitionen über staatliche Investitionsanreize im eigenen Land bis hin zu Exportkontrollen. Konkrete Pläne sind allerdings bis jetzt rar. Diese erhöhte geopolitische Unsicherheit wirkt nicht direkt auf die Wachstums- und Inflationsvolatilität. Sie schränkt



jedoch die Planungssicherheit der Unternehmen in der Übergangsphase deutlich ein, weshalb wir von einer höheren Erwartungsvolatilität ausgehen.

Fazit

Fassen wir all diese Entwicklungen zusammen, kommen wir zu dem Schluss, dass von den wichtigsten Stabilitätsquellen der Great Moderation – glückliche Umstände, vorteilhafte strukturelle Veränderungen, verlässliche (Geld-) Politik – in Zukunft eher eine volatilitätstreibende Wirkung ausgehen wird. Insofern erwarten wir auch, dass auf Sicht des nächsten Jahrzehnts (und vermutlich darüber hinaus) die Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilitäten höher sein werden als in den

vergangenen Jahrzehnten. Die Folgen dieser Entwicklung sind:

- Mehr Wachstumszyklus: kürzere Expansionsphasen und häufigere, aber in ihrem Verlauf klassischere Wachstumsrezessionen
- Mehr Inflationszyklus
- Mehr Divergenz zwischen den Blöcken (Decoupling) und mehr Konvergenz innerhalb der Blöcke (Friendshoring)
- Mögliche weitere Implikationen: mehr Volatilität bei Cashflows, Dividendenzahlungen, Gewinnen, beim Diskontsatz, in der Zinsstrukturkurve und insgesamt weniger Planungssicherheit für Unternehmen, Staaten und Kapitalmarktteilnehmer



3 Schwankungen voraus: Die Reaktion des Kapitalmarkts

3 Schwankungen voraus: Die Reaktion des Kapitalmarkts

Aus den in Kapitel 2 dargestellten Erkenntnissen ergeben sich direkte Ableitungen für die Kapitalanlage. Denn auch die Investoren hatten sich an die lange Zeit reduzierte Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilität gewöhnt – mit den damit einhergehenden, in der langfristigen Betrachtung relativ geringen Schwankungsbreiten an den Kapitalmärkten.

Dieses Bild ändert sich nun fundamental. Durch den Übergang in ein neues Gleichgewicht – mehr Volatilität sowohl von makroökonomischer als auch von geopolitischer

Seite – erwarten wir auch am Kapitalmarkt ein neues Volatilitätsregime. Unsere These: Erhöhte Makrovolatilität führt zu erhöhter Kapitalmarktvolatilität.

3.1 Historische Analyse: Anlageklassen in Volatilitätsregimen

Um diese These zu untermauern, haben wir den Zusammenhang zwischen beiden Volatilitäten empirisch untersucht.

Konkret geht es um die grundsätzliche Verbindung zwischen der Schwankungsbreite zentraler Makrovariablen auf der einen und der Volatilität verschiedener Anlageklassen auf der anderen Seite. Denn: Nicht immer ist der Zusammenhang so trivial, wie er auf den ersten Blick scheint. Bisweilen koppeln sich die Kapitalmärkte (oder zumindest einzelne Anlageklassen) von den makroökonomischen Entwicklungen ab, reagieren stärker auf marktinhärente Treiber und zeigen eine gegenläufige Bewegung zu den Einflüssen von außen.

Für die Analyse haben wir die simultanen Korrelationen¹¹ der unterschiedlichen Volatilitäten

über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten¹² untersucht. Es ging also nicht um die ganz kurzfristigen Ausschläge, die durchaus auch in der Great Moderation heftiger ausfielen, sondern um die längerfristige Betrachtung. Die Frage lautete: Wie stark folgten die Schwankungen von Makrovariablen und Kapitalmärkten einem Gleichlauf?

Neben klassischen Indikatoren wie dem realen Wachstum des US-Bruttoinlandsprodukts (BIP), der US-Inflation und der US-Industrieproduktion haben wir die Korrelationen der Volatilitäten verschiedener Assetklassen mit folgenden weiteren Variablen untersucht¹³:

¹¹ Sowohl für die Makro- als auch für die Kapitalmarktvariable wurde der exakt gleiche Zeitraum mit identischen Start- und Enddaten betrachtet.

¹² Abhängig von der Verfügbarkeit. Die längsten Zeitreihen beginnen Anfang 1973.

¹³ Der Fokus liegt auf der US-Wirtschaft, da diese nach wie vor die größten Effekte auf die globalen Kapitalmärkte hat.



- **ISM Manufacturing:** Der Einkaufsmanager-index des Institute for Supply Management für das verarbeitende Gewerbe in den USA gilt als wichtiger Frühindikator für die US-Konjunktur.
- **ISM Manufacturing Prices Paid:** Die Preis-Unterkomponente des ISM Manufacturing berechnet sich nach den Antworten der Einkaufsmanager auf die Frage nach den gezahlten Preisen für Vorleistungsgüter.
- **US Economic Policy Uncertainty Index:** Täglicher Indikator, der auf Basis einer breiten Palette von US-Nachrichtenquellen die wirtschaftspolitische Unsicherheit in den USA abbilden soll.¹⁴
- **US Monetary Policy Uncertainty Index:** Täglicher Indikator, der auf Basis einer breiten Palette von US-Nachrichtenquellen die aktuelle geldpolitische Unsicherheit in den USA abbilden soll.¹⁵
- **US Monetary Policy Surprise Index:** Von Union Investment entwickelter Indikator, der die Abweichung der tatsächlichen von der für diesen Zeitpunkt zuvor erwarteten Geldpolitik misst.¹⁶

Abbildung 8 **Starker Zusammenhang zwischen Makro- und Kapitalmarktvolatilität**

Simultane Korrelationen der Fünf-Jahres-Volatilitäten

		US-Staatsanleihen (7-10 Jahre)	US-Unternehmensanleihen	US-Unternehmensanleihen (Spreads)	MSCI USA	MSCI Japan (in USD)	MSCI UK (in USD)	MSCI Germany (in USD)	Rohstoff-Index	Energie	Industriemetalle	Edelmetalle	US-Dollar-Index
Wachstumsvolatilität	Reales US-BIP	0,34	0,47	0,48	0,26	-0,19	0,36	-0,04	0,31	-0,24	-0,07	0,40	-0,17
	US-Industrie- produktion	0,14	0,39	0,65	0,26	-0,33	0,27	-0,03	0,37	-0,21	0,00	0,30	-0,22
	ISM Manufacturing	0,78	0,86	0,38	0,37	0,19	0,64	0,06	0,52	-0,42	0,22	0,71	0,40
Inflationsvolatilität	US-Inflation	0,51	0,63	0,75	0,32	-0,31	0,35	0,33	0,81	-0,12	0,40	0,68	0,21
	ISM Manufacturing Prices Paid	0,22	0,27	0,41	0,43	0,02	0,13	0,34	0,33	0,13	0,37	0,13	0,22
Erwartungs- volatilität	US Economic Policy Uncertainty	0,36	0,57	0,60	0,37	-0,06	0,59	0,43	0,37	-0,21	0,16	0,49	0,36
	US Monetary Policy Uncertainty	0,52	0,15	-0,07	0,48	0,75	0,50	0,59	-0,05	0,55	0,46	-0,26	0,63
	US Monetary Policy Surprise	0,79	0,72	-0,07	0,10	0,48	0,38	0,05	0,05	-0,11	0,06	0,44	0,57

Quellen: Bloomberg, Refinitiv, Union Investment. Stand: 31. März 2022.

¹⁴ Zur genauen Konstruktion siehe [Baker, Bloom, Davis – Measuring Economic Policy Uncertainty](#); NBER Working Paper Series, Oktober 2015.

¹⁵ Der Indikator liefert damit Hinweise auf das aktuelle Sentiment der Marktteilnehmer mit Blick auf die Geldpolitik.

¹⁶ Dazu werden die Leitzinserwartungen in einem Jahr ex post mit den tatsächlich realisierten Leitzinsen zu diesem Zeitpunkt verglichen. Daraus lässt sich ablesen, wie verlässlich die Guidance der Notenbank über ihren geldpolitischen Kurs war.

Sie alle liegen mindestens in monatlicher, teilweise sogar in täglicher Frequenz vor¹⁷ und sind häufig zukunftsgerichtet – auf diese Weise soll ein Zusammenhang zwischen der Variablen und entsprechender Kapitalmarktentwicklung sichergestellt werden. In der Gesamtschau konnten wir dabei eine positive simultane Korrelation von Makrovolatilität und den Volatilitäten unterschiedlicher Anlageklassen mit hoher Stabilität und Konsistenz über verschiedene Indikatoren hinweg feststellen (siehe Abbildung 8).

In einigen Bereichen ist diese Korrelation stärker ausgeprägt: Besonders klare Zusammenhänge bestehen zwischen der Schwankung der Inflation und den Rohstoffpreisen. Insbesondere im Falle angebotsseitiger Schocks sind diese beiden Kennzahlen eng verbunden. Das ist insofern erwartbar, da die Rohstoffpreise ein wesentlicher Treiber der Inflation sind.

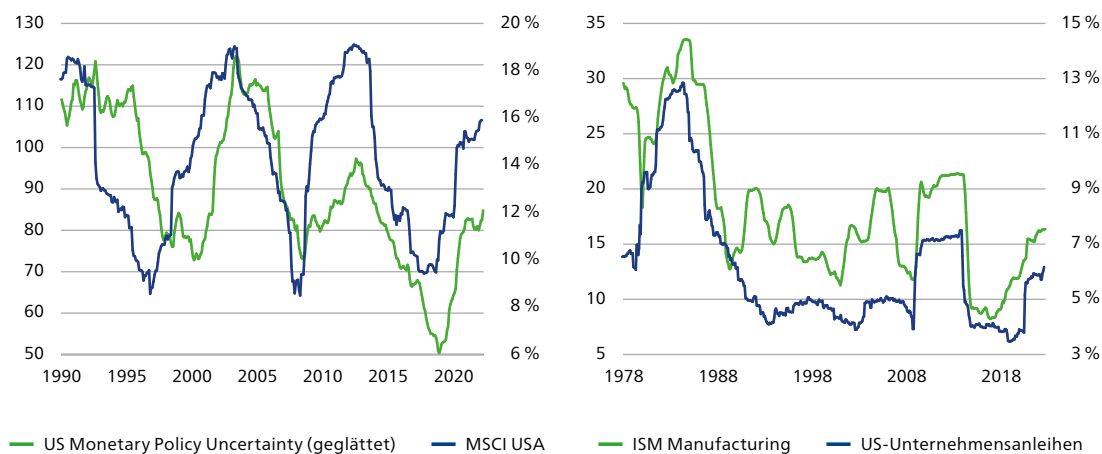
Daneben gibt es robuste Zusammenhänge bei der Volatilität der Aktienmärkte (USA, Vereinigtes Königreich, Deutschland und insbesondere Japan) mit der geldpolitischen Unsicherheit in den USA (siehe Abbildung 9). Die Anlageklasse reagiert damit besonders sensibel auf Unklarheiten im geldpolitischen Kurs der Notenbanken.

Die Schwankungsbreite von Staats- und Unternehmensanleihen weist starke Zusammenhänge mit der Volatilität des makroökonomischen Sentiments auf, etwa gemessen an Frühindikatoren wie dem ISM Manufacturing, aber auch mit geldpolitischen Überraschungen: Verhalten sich Zentralbanken anders als von den Marktteilnehmern antizipiert, reagiert der Rentenmarkt ausgeprägt volatil (siehe ebenfalls Abbildung 9).

Um noch gezieltere Aussagen zu den Kapitalmarkteigenschaften unter erhöhter Makro-

Abbildung 9 **Volatilitäten von Makro- und Kapitalmarktvariablen mit ähnlichem Verlauf**

Jährliche Fünf-Jahres-Volatilitäten*



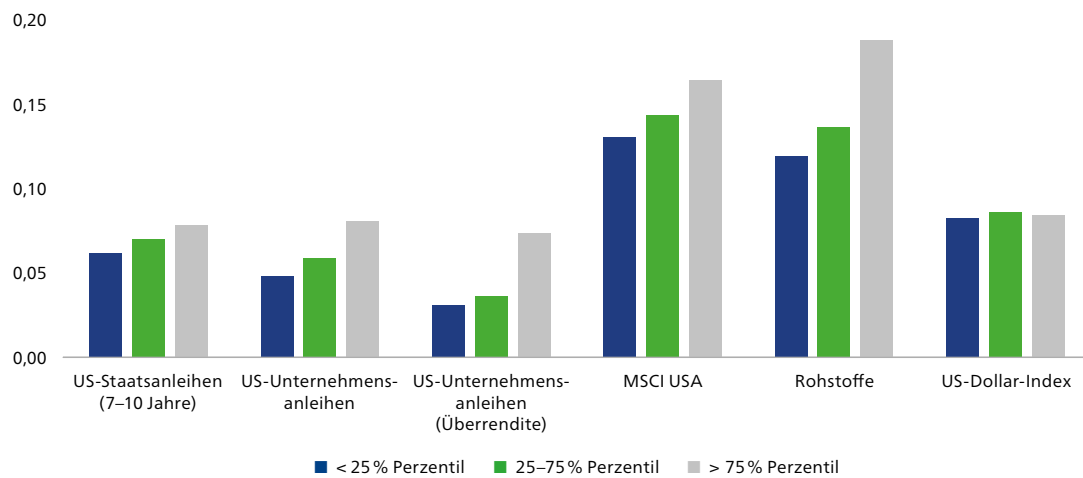
*Die Daten des US Monetary Policy Uncertainty-Index wurden geglättet (gleitender Durchschnitt über fünf Jahre). Auch wurde hier – im Gegensatz zu den anderen Zeitreihen – nicht auf die Standardabweichung, sondern auf die direkte Schwankung der (geglätteten) Daten zurückgegriffen.

Quellen: Bloomberg, Union Investment. Stand: 31. März 2022.

¹⁷ In der Analyse wird zumeist die monatliche Frequenz genutzt.

Abbildung 10 **Wachstumsvolatilität treibt Kapitalmarktvolatilität**

Volatilität ausgewählter (Sub-)Assetklassen nach Volatilitätsregimen der US-Industrieproduktion



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

volatilität treffen zu können, erweitern wir unsere Analyse um Volatilitätsregime. Dabei teilen wir die historisch beobachteten Volatilitäten der jeweiligen Makrovariablen in verschiedene Regime ein:

- **„Niedrige Volatilität“**
→ die Volatilität des Indikators liegt innerhalb der unteren 25 Prozent der untersuchten historischen Fälle (25. Perzentil)
- **„Durchschnittliche Volatilität“**
(25. bis 75. Perzentil)
- **„Erhöhte Volatilität“**
(> 75. Perzentil)

Im nächsten Schritt untersuchen wir diese Volatilitätsregime auf ihre Kapitalmarkeigenschaften – etwa die Schwankungsbreiten der Anlageklassen und deren Korrelationseigenschaften –, um damit Aussagen über das zu-

künftige von uns erwartete Regime erhöhter Makrovolatilität treffen zu können.

Die Ergebnisse bestätigen die in der Korrelationsanalyse erkannten Zusammenhänge: Für verschiedene Variablen können wir zeigen, dass Regime erhöhter Makrovolatilität von erhöhter Kapitalmarktvolatilität begleitet werden. Das gilt insbesondere für die Erträge von Risikoanlagen wie Aktien, Unternehmensanleihen und Rohstoffe. Auch für Safe-Haven-Investments wie Staatsanleihen ist der erwartete positive Zusammenhang zwischen Makrovolatilität und Volatilität der Anleihekurse nachweisbar.

Diese Zusammenhänge zeigen sich konsistent über die verschiedenen Treiber von Makrovolatilität. Betrachten wir zunächst die Wachstumsvolatilität. Um diese zu analysieren, haben wir die Schwankungen von Industrieproduktion und ISM Manufacturing zugrunde gelegt.¹⁸

¹⁸ Im Gegensatz zum lediglich quartalsweise vorliegenden BIP-Wachstum sind diese beiden Variablen monatlich verfügbar. Darüber hinaus reagiert der Kapitalmarkt auf diese zyklischen (Industrieproduktion) beziehungsweise vorlaufenden (ISM Manufacturing) Indikatoren eher als auf das nachlaufende BIP-Wachstum.

Beide Indikatoren liefern eindeutige Ergebnisse: Bei fast allen Assetklassen ist die Volatilität der Erträge bei erhöhter Makrovolatilität maximal. Das gilt sowohl für Renten- als auch für Aktieninvestments. Und auch für Rohstoffanlagen (mit Ausnahme von Energierohstoffen) ist dieser Befund gültig (siehe Abbildung 10).

Ein ähnliches Bild liefert die Betrachtung der Inflationsvolatilität, die wir anhand des US-amerikanischen Verbraucherpreisindex und der Preis-Unterkomponente des ISM Manufacturing berechnet haben.

Einen etwas schwächeren, wenn auch in seiner Tendenz erneut vergleichbaren Zusammen-

hang ergibt die Analyse der Erwartungsvolatilität. Um diese zu untersuchen, haben wir unseren proprietären Indikator (US Monetary Policy Surprise Index) verwendet. Zudem haben wir auf den US Monetary Policy Uncertainty Index zurückgegriffen.

Zwischenfazit: Kommt es zu dem von uns erwarteten und in Kapitel 2 beschriebenen Umfeld erhöhter makroökonomischer und geopolitischer Unsicherheit, wird dies Konsequenzen für die Kapitalmärkte haben. Die Schwankungen der Erträge werden über alle Assetklassen hinweg strukturell zunehmen. Das bedeutet: Investoren müssen ihre Portfoliozusammenstellung an die neuen Gegebenheiten anpassen.

3.2 Eigenschaften unterschiedlicher Volatilitätsregime

Im Folgenden werden wir herausarbeiten, welche Kapitalmarkteigenschaften konkret mit unterschiedlichen Volatilitätsregimen einhergehen.

Daran anschließend erörtern wir die Frage, auf was sich Investoren im von uns erwarteten und im vorangegangenen Kapitel skizzierten Anlageumfeld der kommenden Jahre einstellen müssen. Dabei gehen wir auf für die strategische Asset Allocation relevante Parameter wie Renditeerwartungen, Cross-Asset-Korrelationen und die Return-Spanne – als Maß für die Chancen aktiven Managements – ein.

Renditen

Unsere Analyse zeigt im Ergebnis konsistente Zusammenhänge auf. Eine erste Erkenntnis: Steigt am Kapitalmarkt die Volatilität, schwan-

ken die erzielbaren Renditen nicht nur stärker, sie fallen insgesamt geringer aus. Das hat auch mit den erwarteten strukturellen Veränderungen zu tun: Höhere Volatilität bedeutet auch höhere Risikoprämien – und dies geht letztlich zulasten der Renditen.

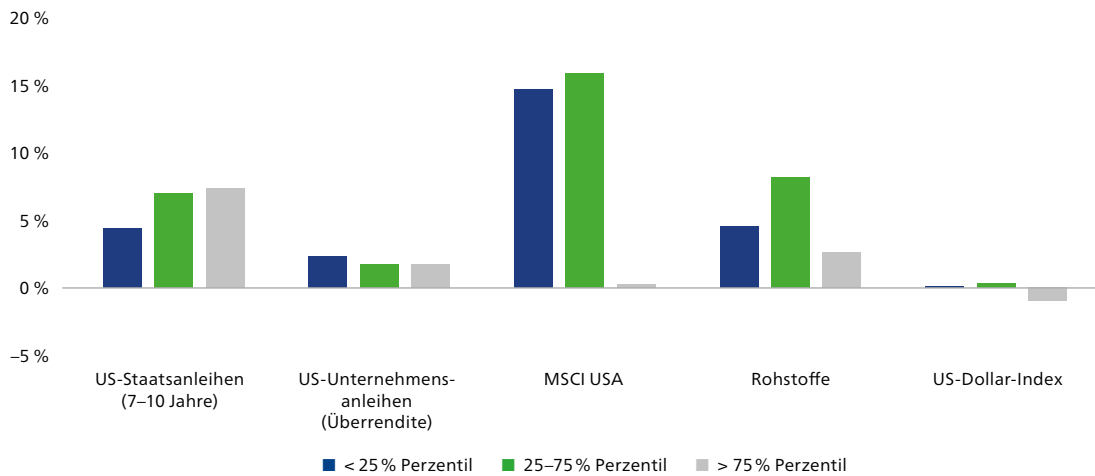
In der Analyse haben wir erneut auf die zuvor definierten Volatilitätsregime zurückgegriffen. Zusätzlich haben wir den Ursprung der Kapitalmarktvolatilität bestimmt. Kommt sie eher von den Aktien- oder den Rentenmärkten?¹⁹

Abbildung 11 zeigt, dass insbesondere Aktienanlagen im Regime erhöhter Volatilität deutlich geringere Erträge generieren als in Phasen

¹⁹ Die Einteilung erfolgt anhand von impliziten Volatilitäten von Aktienoptionen im CBOE OEX-Volatilitätsindex (beziehungsweise ab August 2021 im VIX [Beta-adjustiert]). Für US-Treasury-Optionen wurde der MOVE-Volatilitätsindex genutzt. Im Vergleich zum vorherigen Abschnitt geht es hier also nicht mehr um tatsächlich realisierte, sondern um vom Markt antizipierte (und gepreiste) Volatilitäten. Die Korrelation zwischen der impliziten und der realisierten Volatilität ist gleichwohl hoch.



Abbildung 11

Höhere Kapitalmarktvolatilität lässt die Renditen sinken**Jährliche Rendite ausgewählter (Sub-)Assetklassen nach Volatilitätsregimen des Aktienmarkts**

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

niedriger und durchschnittlicher Volatilität. Der Ursprung der Volatilität ist hier nicht entscheidend. Die Beobachtung ist über alle analysierten Anlageregionen konsistent.

Dieses Muster lässt sich auch bei anderen Risiko-Assets zeigen: Die Überrenditen des Credit-Markts gegenüber Staatsanleihen sind im Regime niedriger Volatilität maximal. Steigt die Schwankungsbreite, nehmen die Renditen hingegen leicht ab.

Für die Entwicklung von Rohstoffinvestments macht es hingegen einen Unterschied, welchen Ursprung die Kapitalmarktvolatilität hat. Sind es die Aktienmärkte, die für die Volatilität sorgen, so sind die Renditen reduziert (siehe Abbildung 11). Sind es dagegen die Rentenmärkte, so liefern Rohstoffe relativ gute Erträge – insbesondere auch in Phasen erhöhter Volatilität. Eine Erklärung für dieses Muster ist die Tatsache, dass die Volatilität der Rentenmärkte häufig von einer größeren Schwankungsbreite der Inflation geprägt ist. Und gerade in jenen Phasen, in denen sprunghaft steigende Rohstoffnotierungen die Teuerung in die Höhe

treiben, steigen analog auch die Renditen von Rohstoffinvestments.

Staatsanleihen erfüllen im Umfeld erhöhter Volatilität ihre Eigenschaft als „sicherer Hafen“. Ihre durchschnittlichen Erträge steigen, je größer die Schwankungsbreite der Kapitalmärkte insgesamt ist. Da momentan die absoluten Renditen aber im historischen Vergleich weiterhin niedrig sind, ist das Potenzial für strukturell steigende Kurse von Staatsanleihen begrenzt.

Korrelationen

Neben den reduzierten Renditeerwartungen ist es für Investoren wichtig abzuschätzen, welche Effekte ein Hochvolatilitätsregime in Bezug auf die Korrelation zwischen den Anlageklassen und damit die Portfoliodiversifikation mit sich bringt.

Bekannt ist, dass die Korrelation von Risiko-Assets wie Aktien und den vermeintlich „sicheren Häfen“ wie Staatsanleihen aus den USA und Deutschland in Schockphasen sprunghaft



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

steigen kann. So gingen etwa in den ersten vier Monaten des Ukrainekrieges die Kurse des US-amerikanischen Leitindex S&P 500 und der zehnjährigen US-Staatsanleihen gleichermaßen in den Keller – ein sogenannter Correlation Spike. Die eigentlich diversifizierende Eigenschaft war dahin.

Gegenstand unserer Untersuchung war deshalb, inwiefern die Korrelationen sich verschieben, wenn die Volatilität nicht aufgrund eines singulären Schockereignisses ansteigt, sondern aus den genannten strukturellen Gründen.

Für die Aktien-Renten-Korrelation konnten wir dabei zeigen, dass es einen gravierenden Unterschied macht, ob die Volatilität von der Aktien- oder der Rentenseite kommt:

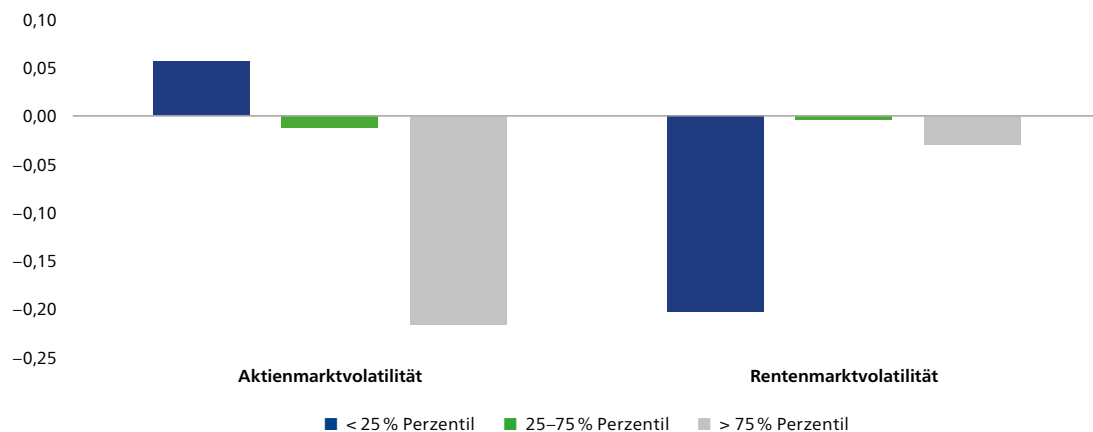
- Prägt die Aktienvolatilität das Umfeld, so funktioniert die klassische Aktien-Renten-Korrelation hinreichend gut. Anleihen sind als sicherer Hafen in der Lage, Kursverluste von Aktien (teilweise) abzufedern.
- Prägt hingegen die Zinsvolatilität das Umfeld, so gilt die klassische Aktien-Renten-Korrelation nicht mehr. Die Beimischung von Anleihen trägt nur noch geringfügig zur Stabilisierung von gemischten Portfolios bei (siehe Abbildung 12).²⁰

Ein Grund dafür dürfte wiederum die dahinterstehende Art der Makrovolatilität sein. Aktienvolatilität wird vor allem aus einer größeren Schwankungsbreite der Wachstumsindikatoren gespeist. Hinter dem Anstieg der Zinsvolatilität

Abbildung 12

Ursprung der Volatilität entscheidet über Diversifikation

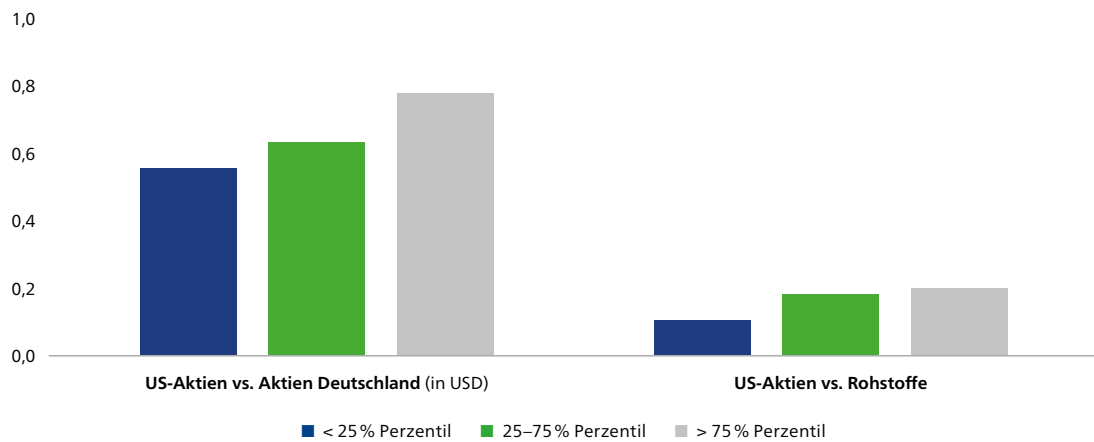
Korrelation von US-Aktien- und Rentenanlagen nach Regime der Aktien- bzw. Rentenvolatilität*



*Aktienvolatilität = VXO-Index.

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

²⁰ Die geringe Korrelation im Regime mit durchschnittlicher Volatilität erklärt sich durch den Phasenwechsel in der US-Geldpolitik und letztlich auch die Inflationsentwicklung (siehe Kapitel 2.1 und Abbildung 2). In den 1970er und 1980 Jahren waren die Inflationsraten hoch und von größeren Schwankungen geprägt. In der Folge fielen diese deutlich ab und verstetigten sich. Ähnliches galt auch für die Korrelation zwischen Aktien und Renten, die zunächst positiv und dann negativ wurde. Beide Effekte nivellieren sich in der die meisten Beobachtungen umfassenden Phase der durchschnittlichen Volatilität.

Abbildung 13 **Diversifikation nimmt mit steigender Volatilität ab****Korrelationseigenschaften verschiedener (Sub-)Assetklassen nach Regime der Aktienmarktvolatilität***

*Aktienvolatilität = VXO-Index.

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

dürfte hingegen vor allem die Inflationsvolatilität stecken. Denn nehmen die Schwankungen bei der Inflation zu, ist dies zu Beginn besonders negativ für Renteninvestments.

Ein Beispiel liefert erneut die Entwicklung der Kurse von sicheren Staatsanleihen bis etwa Mitte Juni 2022. Mit anziehenden Inflationsraten stieg die Rendite von zehnjährigen US-Treasuries innerhalb weniger Wochen von 1,5 Prozent auf in der Spitze knapp 3,5 Prozent. Die Kurse gaben entsprechend deutlich nach. Gleichzeitig erlebten auch die Aktienmärkte ein sehr schwaches erstes Halbjahr – der S&P 500 verlor fast 20 Prozent. Die Diversifikation zwischen Aktien- und Rentenanlagen war damit nur noch gering.

Auch auf die regionale Diversifikation können sich Investoren im Fall erhöhter Volatilität nicht mehr verlassen. Denn die Korrelation zwischen verschiedenen Aktienregionen ist im Umfeld größerer Schwankungsbreiten ebenfalls strukturell erhöht. So steigt die Korrelation zwischen US-amerikanischen und deutschen Aktien deutlich von circa 0,56 (Regime geringer Volatilität) auf 0,78 (Regime erhöhter Volatilität).

Konsequenz für den Investor: Im von uns prognostizierten Umfeld erhöhter Volatilität lässt sich durch klassische regionale Streuung eine geringere Diversifikation im Portfolio erzielen als in Phasen mit durchschnittlicher oder niedriger Volatilität.

Ähnliches gilt für die Korrelation mit anderen Assetklassen. So verdoppelt sich die Korrelation etwa von US-Aktien- und Rohstoffinvestments vom Regime mit geringer gegenüber erhöhter Volatilität von 0,1 auf 0,2. Auch wenn diese Korrelation in der Ausprägung sicherlich nicht mit jener unterschiedlicher Aktienregionen vergleichbar ist, bedeutet dies für ein Multi-Asset-Portfolio dennoch eine weiter abnehmende Diversifikation (siehe Abbildung 13).

3.3 Strukturell höhere Inflation als zusätzlicher Gegenwind

Das beschriebene herausfordernde Umfeld spiegelt sich auch in unseren langfristigen Kapitalmarktprognosen²¹ wider: Vergleichen wir unsere Erwartungen für die kommenden fünf Jahre mit den seit 2000 durchschnittlich erzielbaren nominalen Renditen, fällt auf, dass zwar die Aktienerträge auf dem historischen Durchschnitt liegen dürften. Bei Rohstoffen, insbesondere Energie, gehen wir aber von geringeren Renditen aus.

Dasselbe gilt für Renteninvestments in den entwickelten Märkten: Nach den Renditeanstiegen im Jahresverlauf 2022 ist strukturell zu beobachten, dass Investoren nicht mit Erträgen auf einem Niveau rechnen können, das in der Vergangenheit zu erzielen war. Auch wenn der laufende Kupon etwas höher ist, kam mit der Zinswende 2021/2022 der langjährige Trend zu niedrigeren Renditen und damit kontinuierlichen Kursgewinnen zu einem Ende.

Bereits im vergangenen Jahr hatten wir herausgearbeitet, dass in einem Umfeld mit strukturell höheren Wachstums- und Inflationsraten auch der natürliche Zins strukturell höher liegen wird.²² Diese Entwicklung, die sich über die kommenden Jahre verstetigt und mit nach oben verschobenen Zinsstrukturkurven einhergehen dürfte, bedeutet im Umkehrschluss: Kursverluste für einige Bereiche der Renteninvestments.

Insbesondere bei jenen Anlagen, die in Portfolios institutioneller Investoren in Deutschland überproportional vertreten sind (wie Staatsanleihen aus dem Euroraum und Covered Bonds), ist dieser Effekt stark ausgeprägt. In anderen Bereichen, die im Rahmen einer Internationalisierungsstrategie aussichtsreich sind – wie etwa US-amerikanische Unternehmensanleihen und Schwellenländer-Staatsanleihen – erwarten wir hingegen Erträge auf oder sogar oberhalb historischer Durchschnitte (siehe Abbildung 14).²³

Zusätzlichen Gegenwind erhalten die prognostizierten Erträge vom strukturell höheren Inflationsniveau, das die real erzielbaren Renditen weiter sinken lässt.²⁴ Auf Grundlage der realisierten Teuerung und der Inflationsprognosen des internen „Volkswirtschaftlichen Roundtable“ des DZ Bank-Konzerns haben wir auch die historischen und erwarteten realen Renditen analysiert.

²¹ Die Prognosen sind auf fünf Jahre ausgelegt, werden mit einem fundamentalen Modellierungsansatz erstellt und basieren auf makroökonomischen Inputgrößen wie unseren Schätzungen für das BIP-Wachstum, den Leitzinsen und Inflationserwartungen. Außerdem berücksichtigen sie neben den erzielbaren Risikoprämien und Renditen grundsätzlich langfristige Bewertungsaspekte.

²² Vgl. unser White Paper Risikomanagement 2021: [Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?](#)

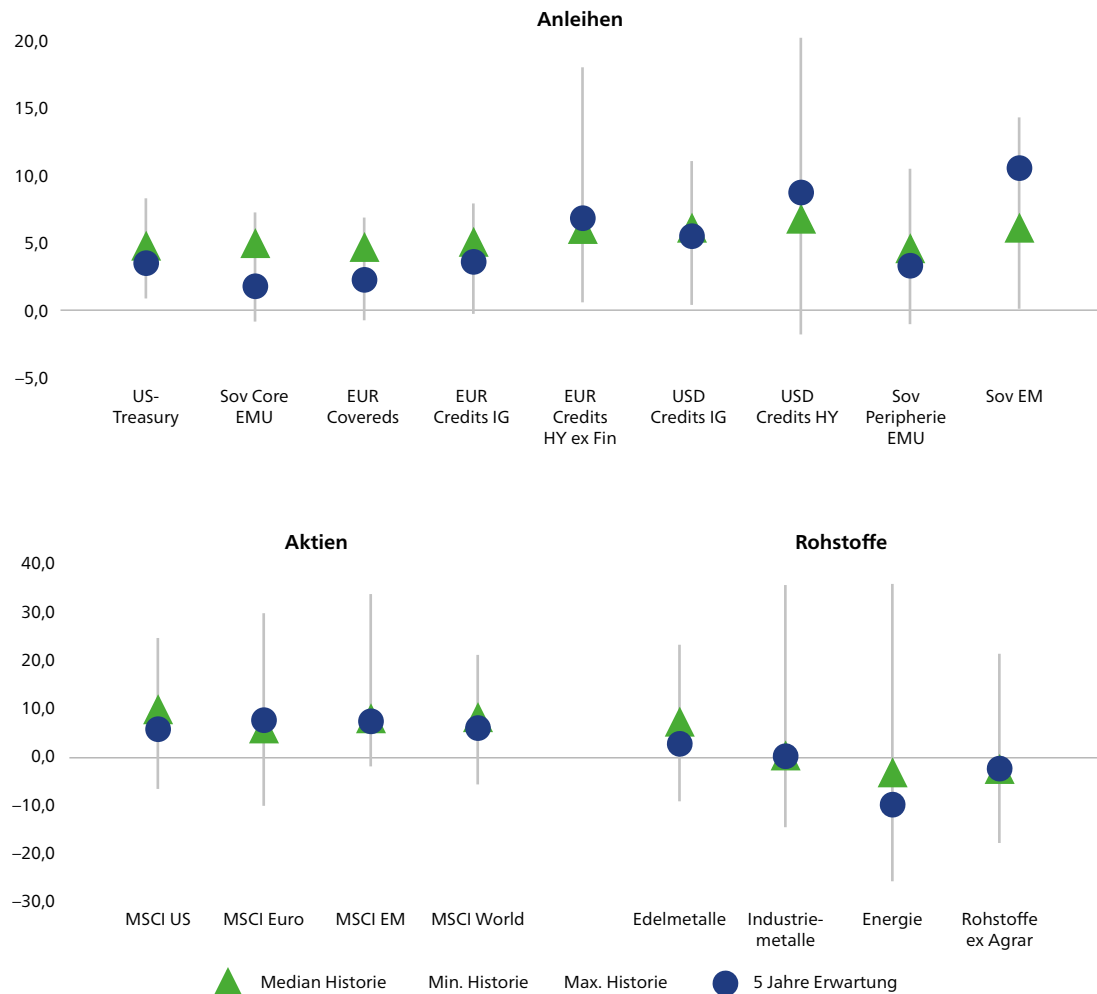
²³ Siehe hierzu auch unsere Ergebnisse des White Papers Risikomanagement 2020: [Wege aus dem Home Bias: Welche Strategien Portfolios wirklich besser machen](#)

²⁴ Siehe hierzu auch unsere Ergebnisse des White Papers Risikomanagement 2021: [Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?](#)



Abbildung 14 Renditen der Vergangenheit sind künftig nur noch mit wenigen Investments erreichbar

Historische (Median seit 2000) und erwartete nominale Erträge verschiedener Sub-Assetklassen



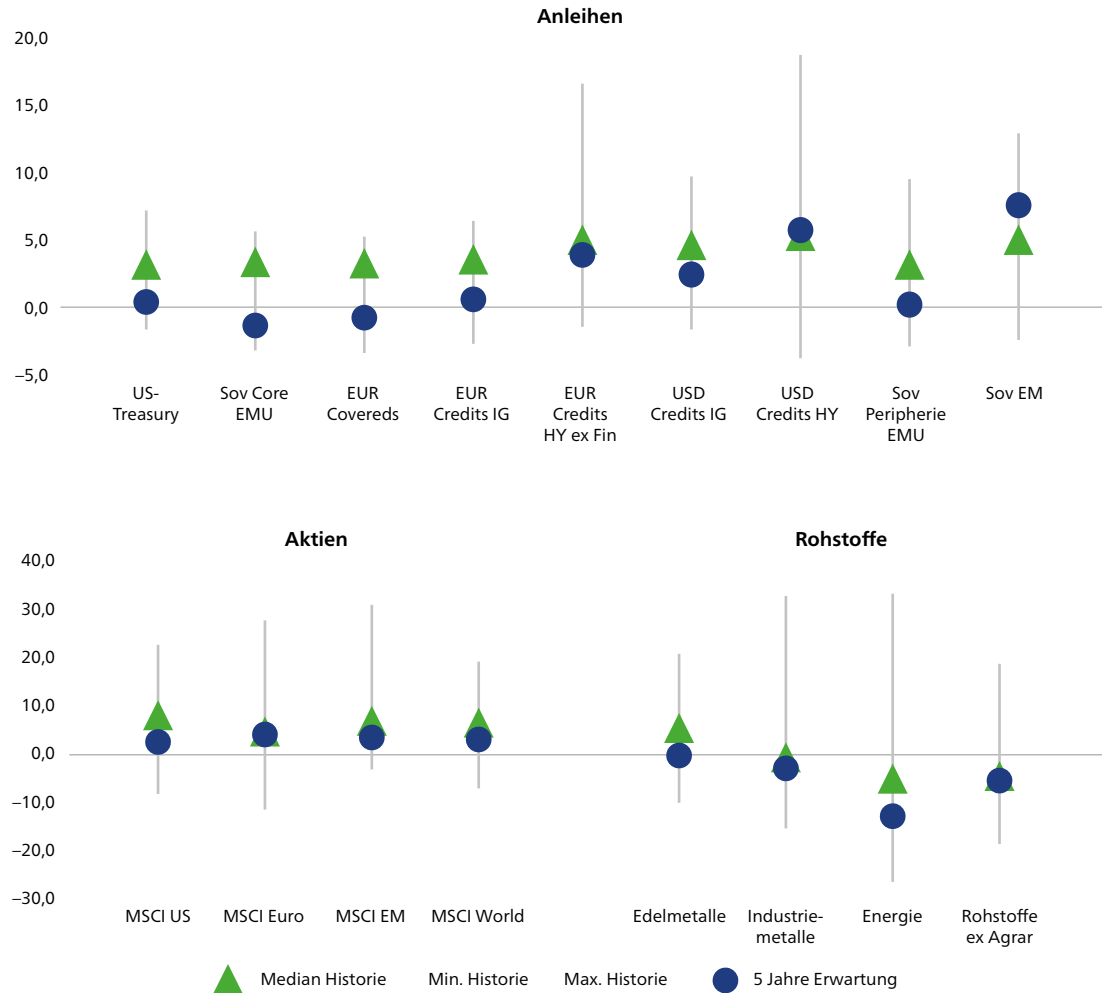
Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Union Investment. Stand: 30. Juni 2022.

Historisch konnten die von deutschen institutionellen Investoren hoch allokierten Anlageklassen wie Staatsanleihen aus dem Euroraum und Covered Bonds positive reale Returns erzielen – und damit Kaufkraft erhalten. Der Blick in die Zukunft auf Basis unserer Fünfjahresprognosen zeigt, dass dies mit den genannten Anlageklassen mittelfristig nicht

mehr ohne Weiteres möglich sein dürfte (siehe Abbildung 15). Insbesondere bei stark ausgeprägtem Home Bias kann eine solche Anlagestrategie zu einem Verlust von Kaufkraft führen, also zu real negativen Erträgen. Aktienanlagen lassen in diesem Umfeld noch positive reale Erträge erwarten, wenn auch unter deutlich erhöhter Volatilität.

Abbildung 15 **Inflation könnte bei vielen Assetklassen in Zukunft zu Kaufkraftverlust führen**

Historische (Median seit 2000) und erwartete reale Erträge verschiedener Sub-Assetklassen



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Union Investment. Stand: 30. Juni 2022.

3.4 Analyse des Opportunitätsraums

In den vorangegangenen Abschnitten haben wir gezeigt, dass die Diversifikation von Portfolios über die klassische Asset Allocation in Zeiten erhöhter Volatilität an ihre Grenzen stößt. Gleichzeitig kommen die erwartbaren realen Renditen aufgrund der strukturell erhöhten Inflation unter Druck. Wie sollten Investoren auf dieses neue Umfeld reagieren? Wo liegen die Chancen für aktives Management?

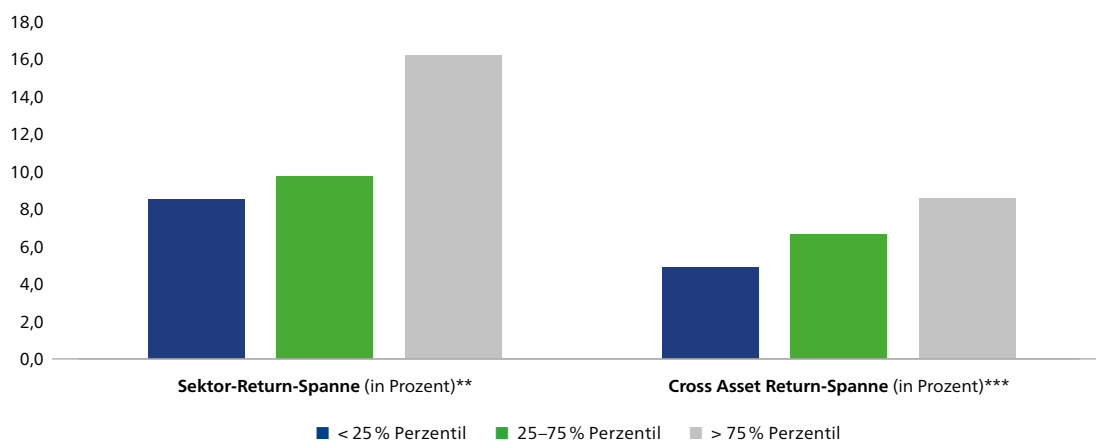
Um uns einer Antwort auf diese Fragen zu nähern, analysieren wir zunächst den vorhandenen Opportunitätsraum – dies sind die Möglichkeiten der Investoren, Überrenditen zu erzielen. Als Maß nutzen wir die Renditespanne zwischen Gewinnern und Verlierern und analysieren sowohl die Sektorerträge am US-Aktienmarkt als auch die Renditeunterschiede zwischen den Anlageklassen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Aktien (jeweils aus den USA), Rohstoffe und dem

US-Dollar-Index. Die gute Nachricht: In einer volatileren Welt wird dieser Opportunitätsraum nicht etwa kleiner, sondern größer. Die Schere zwischen der schlechtesten und der besten Performance geht mit steigender Volatilität auf, sowohl mit Blick auf die Aktiensektoren als auch auf die Assetklassen. Das bedeutet, dass sich Asset Managern weiterhin Potenziale bieten, um mit aktiven Gewichtungen Überrenditen zu erwirtschaften. Allerdings: Die Identifikation der Chancen wird komplexer.

Abbildung 16

Möglichkeiten für aktives Management nehmen mit höheren Volatilitäten zu

Renditespannen nach Regime der Aktienmarktvolatilität*



* Aktienvolatilität = VXO-Index.

** Sektoren im S&P 500.

*** Einbezogene Assetklassen: Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Aktien (jeweils aus den USA), Rohstoffe und der US-Dollar-Index.

Quelle: Bloomberg, Refinitiv, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2021.

4 Investieren in einer volatilen Welt

4 Investieren in einer volatilen Welt

Was bedeuten die bisher gewonnenen Erkenntnisse konkret für die Investmententscheidung? In den beiden vorangegangenen Publikationen zur Risikomanagement-Konferenz haben wir bereits Empfehlungen für die klassische Asset Allocation in einer Welt im Wandel gegeben.

2020 haben wir die langfristigen strukturellen Vorteile eines internationalisierten sowie um Rohstoffe, thematische Investments und Alternative Investments – wie etwa Immobilien – erweiterten Portfolios aufgezeigt. Auch in der aktuellen Phase, in der europäische und deutsche Wertanlagen noch länger mit einer geopolitischen Risikoprämie belegt sein dürften, ist die internationale Diversifikation alternativlos. Zwar sind auch die USA von den in den vorangegangenen Kapiteln geschilderten Entwicklungen betroffen – die US-Märkte befinden sich ebenfalls in einer Phase strukturell erhöhter Volatilität. Dennoch bieten Investments auf der anderen Seite des Atlantiks weiterhin Chancen – insbesondere in einer langfristigen, über die Konjunkturzyklen hinausreichenden Betrachtung. Ein Grund: Die Probleme in Europa, etwa mit Blick auf die Energiesicherheit, sind stärker struktureller Natur als in den USA.

Im White Paper des vergangenen Jahres hatten wir den Fokus etwas anders gesetzt und unser Empfehlungssset erweitert: Auf der Makroebene ging es weniger um Handlungsoptionen im Niedrigzinsumfeld (wie 2020), sondern um Reaktionsmöglichkeiten bezüglich Strukturelementen der Post-Corona-Phase, vor allem mit Blick auf erhöhte Inflationsraten. Nach unseren Analysen bieten etwa Rohstoffe einen Teil jener Diversifikation, die bei klassischen Aktien-Renten-Portfolios in Zeiten erhöhter

Teuerung verloren geht. Zusätzlich profitieren vor allem jene Industriemetalle langfristig, die bei der grünen Transformation der Wirtschaft gefragt sind. Infrastrukturunternehmen partizipieren ebenfalls am grünen und digitalen Strukturwandel und bieten gleichzeitig einen gewissen Inflationsschutz. Letzteres gilt auch für Aktien von Immobilienunternehmen. Unsere Empfehlung entsprechender Themeninvestments behält im Umfeld erhöhter Volatilität damit ebenso ihre Gültigkeit wie die Erwartung, dass sich die Rendite der Investmentstile Growth und Value in den kommenden Jahren stärker angleichen wird.

Alpha-Quellen ergänzen das traditionelle Beta-abhängige Portfolio

Der Fokus der vergangenen Jahre lag damit auf zumeist traditionellen Anlagen, die gleichzeitig einem gewissen Marktrisiko (Beta) unterliegen. Im aktuellen White Paper ergänzen wir unseren Instrumentenkasten und konzentrieren uns noch stärker auf das Alpha²⁵, also auf stärker marktunabhängige Renditequellen. Unsere Herangehensweise: Wir erweitern den reinen Multi-Asset-Blick um eine Multi-Strategy-Alternative. Unser Ziel bleibt: durch aktives Management Überrenditen erwirtschaften – und damit den weiter gestiegenen Herausforderungen am Kapitalmarkt begegnen.

²⁵ Alpha ist ein Maß für die Überrendite einer Anlage gegenüber einem Vergleichswert. Es entspricht dem Teil der Rendite einer Anlage, der unabhängig von der Markttrendite ist.



Wie wir gezeigt haben, übersetzt sich höhere Makro- in höhere Kapitalmarktvolatilität. Die Renditen sind im relativen Vergleich niedriger, und die Diversifikationseigenschaften verschlechtern sich ebenso wie die Ergebnisse von Portfolios, die einer klassischen Asset Allocation folgen. Das gilt insbesondere, wenn die Bewertung risikoadjustiert und (im Umfeld erhöhter Inflation) real erfolgt. Es ist deshalb unerlässlich, Strategien zu identifizieren, die die angesprochenen Effekte „heilen“.

Im Zentrum dieser Suche muss das aktive Management stehen. Denn dieses stiftet auch dann besonders großen Nutzen, wenn es sich stringent daran orientiert, markt- und faktor-unabhängige aktive Erträge (das angesprochene Alpha) zu generieren. Im zukünftigen, von erhöhter Inflation und Volatilität geprägten Kapitalmarktumfeld dürfte dies – neben dem Abschöpfen klassischer Faktorprämien –

eine zentrale Performancequelle darstellen. Dabei ist es besonders wichtig, solche Strategien auszuwählen, die zu den klassischen, im Portfolio inhärenten Risikofaktoren (beispielsweise Aktien, Duration und Spreads) und untereinander möglichst unkorreliert sind.

Zur Identifikation dieser Strategien nutzen wir einen systematischen Ansatz, den wir im folgenden Abschnitt 4.1 im Detail vorstellen. Als (zusätzliche) Ergänzung bieten sich ferner Alternative Investments an. Sie können in Teilen ebenfalls Alpha oder aber – im Vergleich zu den klassischen Assetklassen – alternatives Beta liefern. Einen Überblick über die heterogene Gruppe der Alternative Investments geben wir in Abschnitt 4.2. Eine Analyse zum Status quo des Immobiliensektors, den wir grundsätzlich bereits im Vorjahr als geeigneten Diversifikationsansatz qualifiziert hatten, rundet das Kapitel ab.

4.1 Multi-Manager-Strategien als Alpha-Quelle in einem Umfeld erhöhter Volatilität

Im vorangegangenen Kapitel haben wir herausgearbeitet, dass klassische Portfoliostrukturen in dem von uns erwarteten Kapitalmarktumfeld einige ihrer vorteilhaften Eigenschaften verlieren. Investoren stehen also angesichts geringerer Ertragserwartungen, eingeschränkter Diversifikation und höherer Volatilität vor enormen Herausforderungen. Ein Lösungsansatz: Multi-Manager-Strategien – also die Kombination verschiedener, unabhängiger Strategien in einem Portfolio.

Wichtig bei der Identifikation potenziell neuer Portfoliobausteine ist es, analytisch zwischen systematischen und idiosynkratischen Risikofaktoren zu unterscheiden. Systematische Risikofaktoren (soweit sie diversifizierend zu den spezifischen Treibern etwa von Aktien- und Rentenanlagen wirken und ein vorteilhaftes Profil im erwarteten ökonomischen Regime

besitzen) bieten sich für die Analyse neuer Assetklassen und Strategien an. Mittels eines sogenannten Multifaktormodells können wir beispielsweise jene Bausteine identifizieren, welche die stärkste Ausprägung gegenüber dem gewünschten Profil systematischer Risikofaktoren besitzen. In unserem White Paper 2021 haben wir genau dies umgesetzt und



das klassische Portfolio modifiziert, beispielsweise durch die Beimischung von Rohstoffen, Infrastruktur(-aktien) und inflationsgeschützten Anleihen.

Eine hohe Attraktivität im Portfoliokontext – und zwar strukturell – besitzen aber gerade auch Strategien mit dem Fokus auf idiosynkratische Risiken. Das sind Strategien, die Alpha als Performancequelle extrahieren und somit diversifizierend gegenüber systematischen Risiken wirken, da sie idealerweise unabhängig von diesen sind.

Solche Strategien besitzen zudem attraktive Eigenschaften bei der Kombination in einem Portfolio, wenn eine strukturelle Unabhängigkeit nicht nur zu systematischen Risiken, sondern auch der verschiedenen Alphas untereinander besteht. Abbildung 17 zeigt exemplarisch, welchen Einfluss strukturelle Unabhän-

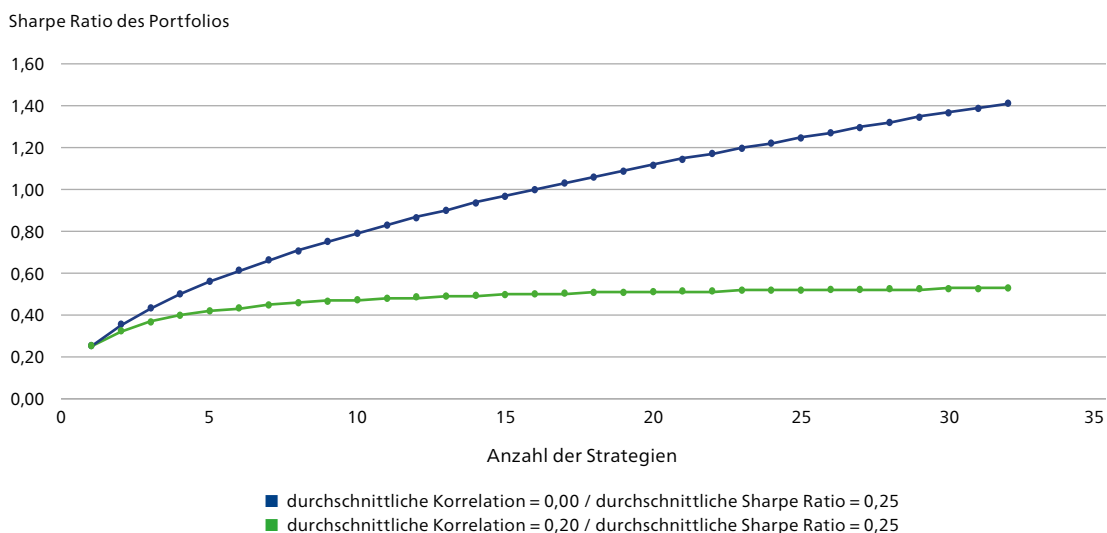
gigkeit – also eine durchschnittliche Korrelation von null der zu einem Portfolio kombinierten Strategien – auf die risikoadjustierte Rendite (Sharpe Ratio²⁶) des resultierenden Portfolios besitzt.

Die Darstellung basiert auf der vereinfachenden Annahme, dass sämtliche im Anlageuniversum zur Auswahl stehenden Strategien eine Sharpe Ratio von 0,25 aufweisen. Unterschiede bestehen lediglich darin, wie die Strategien untereinander korrelieren. Die grüne Linie zeigt den Zusammenhang zwischen der Anzahl der ausgewählten Strategien und der Sharpe Ratio des daraus resultierenden Portfolios, wenn eine leicht positive durchschnittliche Korrelation von 0,2 vorliegt. Es wird deutlich, dass sich der marginale Zugewinn in der Sharpe Ratio durch die fortwährende Ergänzung neuer Strategien stetig reduziert (abzulesen an der flacher werdenden Steigung der grünen Kurve).

Abbildung 17

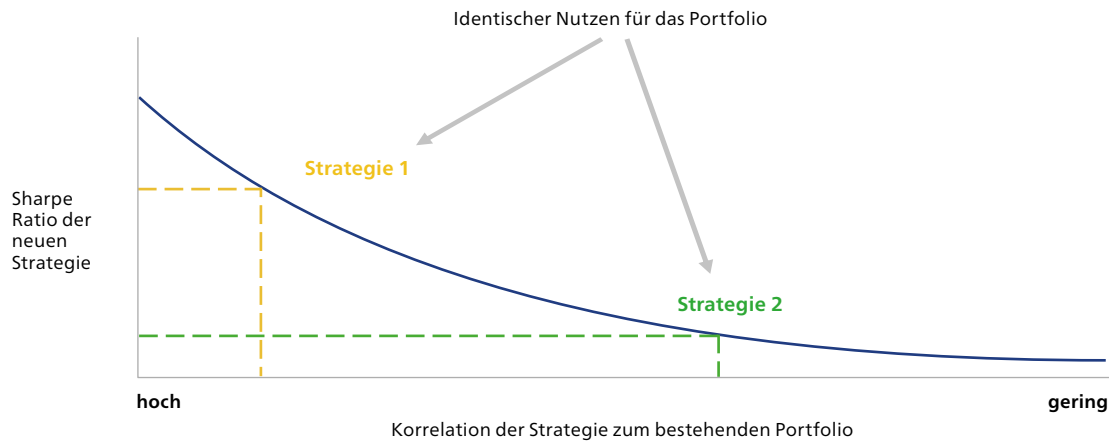
Hohe Unabhängigkeit der Strategien entscheidend für die Sharpe Ratio des Gesamtportfolios

Zusammenhang zwischen Sharpe Ratio, Anzahl der Strategien und Korrelationen



Quelle: Union Investment.

²⁶ Zur Berechnung der Sharpe Ratio wird die Überrendite eines Finanzinstruments gegenüber dem risikofreien Zins ins Verhältnis zu seiner Volatilität gesetzt.

Abbildung 18 **Sharpe Ratio darf nie isoliert betrachtet werden****Zusammenhang zwischen Sharpe Ratio der neuen Strategie und Korrelation mit dem bestehenden Portfolio**

Quelle: Union Investment.

Ein gänzlich anderes Bild zeigt sich jedoch bei statistischer Unabhängigkeit, also einer durchschnittlichen Korrelation von null (blaue Linie). Hier ist der Zugewinn in der Sharpe Ratio je neuer Strategie auch bei einer bereits vergleichsweise hohen Anzahl von Strategien beträchtlich: Bei 30 Strategien besitzt die Sharpe Ratio fast den dreifachen Wert gegenüber einem Vergleichsportfolio auf der grünen Linie.

Dieser Zusammenhang zeigt, wie bedeutsam das bereits bestehende Portfolio für die Auswahl geeigneter neuer Strategien ist: Nicht nur die isolierte Sharpe Ratio neuer Strategien ist relevant, sondern auch deren Korrelationseigenschaften mit den bereits vorhandenen Bestandteilen des Portfolios (siehe Abbildung 18).

Versteht man die aus der Hinzunahme einer Strategie resultierende Sharpe Ratio des Portfolios als Maßstab für den Anlegernutzen,

lässt sich dieser als Indifferenzkurve abtragen. Alle Strategien auf dieser Kurve – als Kombinationen aus den Faktoren „Sharpe Ratio der neuen Strategie“ und „Korrelation der neuen Strategie mit dem bestehenden Portfolio“ – besitzen für den Investor denselben Nutzen. Doch gerade die Korrelationen von neuen Bausteinen zum existierenden Portfolio werden in der Praxis oft vernachlässigt. Der Fokus liegt (zu) häufig darauf, isoliert hohe Sharpe Ratios zu identifizieren.

Dabei lassen sich die Anlageziele eines Investors auch mit vergleichsweise geringeren Anforderungen an die Sharpe Ratio einer neuen Strategie realisieren – nämlich wenn damit einhergehend die Korrelation der neuen Strategien mit dem bestehenden Portfolio geringer ausfällt. Ein solches Vorgehen mindert zudem weitere Probleme wie Zugangsbeschränkungen, Kapazität²⁷, Liquidität und Gebühren, die in der Regel mit Strategien mit vergleichsweise hohen Sharpe Ratios verbunden sind.

²⁷ Häufig müssen die investierten Mittel einer Strategie begrenzt werden, weil bei einem fortwährenden Mittelzufluss potenziell die Möglichkeiten zur Alpha-Generierung eingeschränkt werden.

Identifikation neuer, unabhängiger Strategien

Für die Analyse und Selektion der Strategien greifen wir als konzeptionellen Rahmen auf das „Fundamental Law of Active Management“ von Grinold/Kahn²⁸ zurück, mit dem sich das Zusammenwirken der Faktoren „Fähigkeit der Strategiewahl“ („Skill“) und „Anzahl selektierter unabhängiger Strategien“ („Breadth“) modellieren lässt.

Die folgende Formel beschreibt das „Fundamental Law of Active Management“:

$$IR = IC \times \sqrt{n}$$

Die Formel beinhaltet:

- IR = Information Ratio²⁹
- IC = Information Coefficient / „Skill“ (Signalqualität, Korrelation zwischen Prognosen und Ergebnissen und damit Fähigkeit der Strategiewahl)
- n = Breite / „Breadth“ (Anzahl unabhängiger Strategien)

Wir interpretieren den „Skill“ (Information Coefficient) eines Investors (hier: Multi-Strategie-Manager) als den Zusammenhang zwischen dessen Prognose und der Realisierung finanzieller Kenngrößen (hier: Sharpe Ratio

der selektierten Strategie). Dann können wir zeigen, dass bei gegebenem „Skill“ die risikoadjustierte Performance (Information Ratio oder Sharpe Ratio) des resultierenden Portfolios von der Anzahl unabhängiger „Wetten“ („Breadth“, hier: selektierte Strategien) bestimmt wird. Anders ausgedrückt: Je höher die Anzahl unabhängiger „Wetten“ bei gegebener positiver Prognosefähigkeit (Information Coefficient > 0 beziehungsweise erwartete Sharpe Ratio selektierter Strategien > 0), desto höher die erwartete risikoadjustierte Performance des daraus resultierenden Portfolios.

Dieser Zusammenhang bildet unser konzeptionelles Fundament für die Gestaltung von Multi-Strategie-Ansätzen aus Alpha-Bausteinen. Eine erfolgreiche Strategie sollte im Investmentprozess – ausgehend von dem beschriebenen „Fundamental Law of Active Management“ – sowohl hinsichtlich „Skill“ als auch „Breadth“ zentrale Fragestellungen berücksichtigen.

Bei Union Investment managen wir seit dem Jahr 2009 eine Multi-Manager-Strategie aus marktneutralen Strategien, die mehr als drei Milliarden Euro verwaltet und seit ihrer Auflage eine Information Ratio von 0,9 erzielt hat. Diese Strategie wird in der folgenden Fallstudie detailliert vorgestellt, um die aus unserer Sicht relevanten Aspekte im Investmentprozess zu beschreiben.

²⁸ Richard C. Grinold (1989): „The fundamental law of active management“, The Journal of Portfolio Management Spring 1989, 15 (3) 30–37.

²⁹ Die Information Ratio beschreibt die Überschussrendite eines Investmentfonds gegenüber seiner Benchmark im Verhältnis zum eingegangenen Fondsrisiko in Form des Nachbildungsfehlers (Tracking Error).



Fallstudie „Skill“ – Die Prognosefähigkeit

Im Kontext einer Auswahl von marktneutralen Strategien beschreibt der oben eingeführte Information Coefficient den statistischen Zusammenhang – gemessen mittels des Korrelationskoeffizienten – zwischen der vom Multi-Strategie-Manager prognostizierten und den letztlich realisierten Sharpe Ratios der selektierten Strategien. Ein hoher Gleichlauf zeugt von hoher Prognosegüte. Die maximale Ausprägung des Information Coefficient beträgt folglich 1, ab einem Schwellenwert von 0 besteht ein positiver Zusammenhang zwischen Prognose und Ergebnis.

Für die erfolgreiche Identifikation von Strategien mit langfristig positiven Sharpe Ratios – denn nur solche sind angesichts der oben beschriebenen Zusammenhänge strukturell relevant im Multi-Strategie-Portfolio – sind aus unserer Sicht mehrere Kriterien im Auswahlprozess wesentlich. Diese Kriterien entscheiden über die Fähigkeit des Multi-Strategie-Managers, den „Skill“ geeigneter Zielinvestments (hier: Strategien/Manager) zu identifizieren.

Im Zentrum des initialen Screenings sollte eine ausführliche statistische Analyse der Erfolgsbilanz der Strategie stehen. Neben Performancekennzahlen wie Sharpe Ratio, Win/Loss-Ratio³⁰ und Calmar Ratio³¹ sind auch Analysen zum Interaktionsverhalten der Strategie mit traditionellen Risiko-Assets wie Aktien-, Zins- und Spread-Märkten von Relevanz.

Interaktionsrisiken sind in diesem Zusammenhang nicht nur mittels traditioneller Maße wie Korrelationskoeffizienten zu betrachten. Relevant sind auch Maße, die insbesondere das

Verhalten in Verlustphasen analysieren. Hier folgen wir dem Konzept des Co-Drawdowns, welches die Wahrscheinlichkeiten gemeinsamer Verlustphasen zwischen der Strategie und anderen Assets misst.³² Fallen die Verlustphasen häufig zusammen, ist dies ein Indikator für ein ausgeprägtes Interaktionsverhalten.

Diese Form von Analyse gegenüber Aktien-, Renten- und Spread-Märkten wird im quantitativen Screening des Strategieuniversums vollzogen. Um Strategien vergleichbar zu machen, setzen wir die Renditekomponente jeder Strategie in Relation zu diesen kumulierten Interaktionsrisiken.

Der zusätzliche Einsatz eines Multifaktormodells (siehe Exkurs) ist hilfreich, um die Renditezeitreihe der Strategie hinsichtlich möglicher systematischer Einflussfaktoren zu untersuchen. Da Alpha im Zentrum des gewünschten Profils steht, ist dieser analytische Schritt von besonderer Bedeutung. Denn damit können wir feststellen, ob tatsächlich idiosynkratische Treiber die bisherige Rendite der Strategie geprägt haben.

Exkurs: Multifaktormodell als Tool für die Strategieauswahl

Zur Vereinheitlichung des hausinternen Verständnisses systematischer Faktoreinflüsse auf Portfolios wurde bei Union Investment ein proprietäres Multifaktormodell entwickelt. Der Vorteil eines solchen Vorgehens liegt darin, dass wir vollständige Methodenkontrolle

³⁰ Setzt die Anzahl der Trades mit Gewinnen mit der Anzahl von Trades mit Verlusten ins Verhältnis.

³¹ Setzt die Rendite einer Anlage über einen bestimmten Zeitraum mit deren maximalem Drawdown ins Verhältnis.

³² Das Verfahren der Co-Drawdowns wird im Abschnitt „Portfoliokonstruktion mittels Co-Drawdown-Ansatz“ näher beschrieben, da wir es auch für die Konstruktion von Multi-Strategie-Portfolios einsetzen.



Abbildung 19

Multifaktormodell in der Strategieauswahl

Faktoren, auf deren Ausprägung hin Strategien analysiert werden

Assetklasse	Name des Faktors
Aktien	Market
	Value
	Size
	Quality
	Low Risk
	Momentum
Renten	Bundesanleihen (Euro)
	Peripherieanleihen (Euro)
	Unternehmensanleihen (IG)
	Unternehmensanleihen (HY)
	Kurvenversteilerung
	Transatlantikspread
	EM-Hartwährungsanleihen
EM-Lokalwährungsanleihen	
Rohstoffe	Gold
	Industriemetalle
	Energie

Quelle: Union Investment.

besitzen und somit nicht auf die Faktordefinitionen externer Dienstleister angewiesen sind. Dies ermöglicht eine konsequente Implementierung unseres Verständnisses von Faktoren. So haben wir sowohl auf der Aktien- als auch auf der Rentenseite Faktoren mit dem Ziel konstruiert, die Exposition gegenüber anderen Faktoren der Assetklasse möglichst gering zu halten (siehe Tabelle links).

Anhand des folgenden Beispiels beschreiben wir die analytische Vorgehensweise bei der Strategieauswahl. Betrachtet wird hier ein Manager aus dem Bereich Technologie, der eine marktneutrale Portfoliokonstruktion mittels eines auf „Contrarian Value“ ausgerichteten Investmentprozesses anstrebt. Im Gegensatz zu vielen Strategien aus dem Technologiebereich, die in der Vergangenheit einen „Momentum“-Ansatz verfolgt haben, setzt dieser Manager gezielt antizyklisch auf – nach seiner Analyse – unterbewertete Tech-Titel.

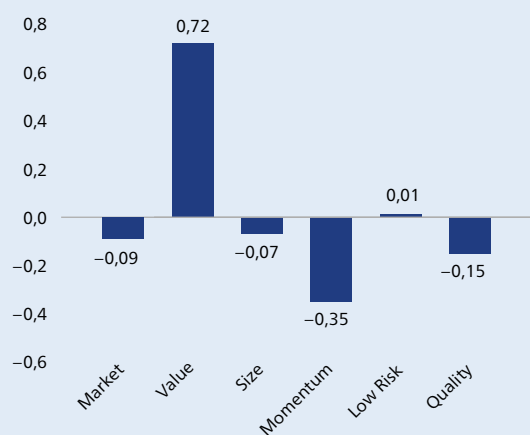
Tatsächlich bestätigen die Erkenntnisse aus unserem Multifaktormodell dieses Profil. Die Regressionsergebnisse zeigen neben der gewünschten Marktneutralität (Beta zum Markt = -0,09) eine signifikant positive Sensitivität zum Faktor Value (+0,72) sowie eine signifikant negative Sensitivität zum Faktor Momentum (-0,35) – ein Profil, wie man es bei einem „Contrarian Value“-Ansatz erwarten würde. Die restlichen Faktoren wie Size, Low Risk und Quality besitzen allesamt geringe Ausprägungen und Signifikanzwerte (siehe Abbildung 20).

Dieses Beispiel zeigt, welchen Mehrwert unser Multifaktormodell für die Strategieauswahl besitzt und wie es dabei helfen kann, interessante Profile von Strategien und Managern zu identifizieren.

Abbildung 20

Multifaktormodell in der Strategieauswahl

Beispielhaftes Strategieprofil eines „Contrarian Value“-Managers im Bereich Equity Market Neutral Sector Technology



Quelle: Union Investment.

Die anschließende qualitative Analyse der Strategie basiert auf der Überzeugung, dass passende Ausprägungen der Attribute „Spezialisierung des Managers“, „langjährige Erfahrung im jeweiligen Marktsegment“ und „vorteilhafte Anreizstrukturen“ die Identifikation von Managern mit „Skill“ und damit zukünftig positiver Sharpe Ratios erleichtern. Die Spezialisierung in klar abgegrenzten Marktsegmenten (zum Beispiel Equity Long/Short UK Large & Mid Cap, Equity Long/Short Spanien & Portugal, Equity Long/Short-Technologietitel mit Contrarian-View) reduziert im Portfoliokontext das Risiko von Überschneidungen mit anderen Strategien. Zugleich erhöht es die Wahrscheinlichkeit, dass der Manager durch langjährige Fokussierung auf das jeweilige Segment ausgeprägte Expertise besitzt.

Anreizstrukturen sollten dahingehend analysiert werden, ob diese die Interessenlagen von Multi-Strategie-Managern auf der einen und Strategie-Managern auf der anderen Seite zusammenbringen (zum Beispiel durch die Ausgestaltung von Performance Fees). Solche Anreizstrukturen können zudem eine Self Selection forcieren: Überdurchschnittliche Manager präferieren Entlohnungssysteme mit vergleichsweise hohem variablem Anteil gegenüber einem Modell mit hohem fixem Anteil und signalisieren damit Vertrauen in ihre eigenen Fähigkeiten („Skill“).

In diesem Zusammenhang ist auch das Kapazitätsmanagement analytisch relevant, also die Frage, ob der Manager die Höhe der in der Strategie investierten Mittel sinnvoll begrenzt, um nicht bei fortwährenden Zuflüssen die Möglichkeiten zur Alpha-Generierung einzuschränken. Wenn der Manager am erwirtschafteten Alpha beteiligt wird, besteht ein immenser Anreiz für einen verantwortungsvollen Umgang mit Kapazitäten.

Weitere Aspekte wie die bisherigen Stationen des Managers, die Aufbereitung von Invest-

mentbeispielen, die historische Teamstabilität sowie Modell- und Systemunterstützung sollten im Rahmen des qualitativen Auswahlprozesses ebenfalls Gegenstand ausführlicher Managerinterviews sein.

Wir haben seit Start der Strategie im Jahr 2009 mehrere Hundert Interviews mit Managern potenzieller interessanter Strategien geführt und die Eindrücke aus den Gesprächen systematisch in unseren Research-Datenbanken hinterlegt. Aus diesen Kontakten ist ein Netzwerk entstanden, das auch für die Ideengenerierung genutzt wird. Insbesondere bei Wechseln von Managern zu neuen Arbeitgebern oder in die Selbstständigkeit konnten wir mehrfach von diesem Netzwerk profitieren und in einigen Fällen auch in einem neuen Set-up in die Strategie des jeweiligen Managers investieren, wenn wir zu der Überzeugung gelangt sind, dass der „Skill“ des Managers auch in der neuen Konstellation gegeben ist.

„Breadth“ – die Unabhängigkeit von Anlagestrategien

Wie signifikant der Einfluss der ausgewählten Strategiebausteine auf die Sharpe Ratio des resultierenden Portfolios ausfällt, haben wir bereits konzeptionell beschrieben. In der Praxis stellt sich die Frage, wie wir die gewünschte hohe Unabhängigkeit selektierter Strategien erreichen können.

Multi-Strategie-Ansätze haben an dieser Stelle einen Vorteil: Bei Einzelstrategie-Ansätzen besteht oftmals ein Zielkonflikt zwischen der Spezialisierung der Strategie und der Diversifikation. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Spezialisierung mit hoher Überzeugung des Managers und damit eher konzentrierten Portfolios einhergeht. Multi-Strategie-Ansätze lösen diesen Zielkonflikt auf und können sozusagen das Beste aus beiden Welten zusammenführen: zum einen den Zugang zu Spezialisten-



wissen und deren Alpha aus Kapitalmarkt-Nischen, zum anderen die vorteilhafte Diversifikation, die durch die Kombination möglichst heterogener – im Idealfall unabhängiger – Strategien zu einem Multi-Strategie-Portfolio entsteht.

Dieser strukturelle Vorteil erklärt auch den Erfolg und die hohe Popularität externer Architekturen – also der Kombination von verschiedenen Asset Managern in einem Konzept (Multi-Manager-Fonds, zum Beispiel in Form von Dachfonds) und von sogenannten Plattformstrategien. Letztere sind insbesondere im Hedgefonds-Bereich verbreitet. Hier erfolgt der Zugang zu den einzelnen Managern nicht über externe Wege wie beispielsweise deren Fonds, sondern die Manager-Plattform wird komplett eigenständig und im eigenen Haus aufgebaut. Um eine möglichst hohe Unabhängigkeit der Strategien auch in einem internen Set-up zu gewährleisten, fördern Plattformen Kommunikation zwischen den Managern oftmals nicht beziehungsweise untersagen diese in manchen Fällen explizit.

Der konzeptionelle Grundgedanke beider Ansätze – sowohl Multi-Management mit externen Strategien als auch Plattformen aus internen Strategien – lässt sich mit dem „Fundamental Law of Active Management“ besser verstehen, nämlich der gezielten Kombination von „Skill“ (Manager-Spezialisierung/Conviction) mit „Breadth“ (Unabhängigkeit der Strategien zueinander).

Bei Union Investment verfolgen wir, wie beschrieben, einen Multi-Manager-Ansatz, der externe Manager und deren Fonds in einer gemeinsamen Struktur kombiniert. Die Unabhängigkeit der Strategien ist bereits eine Nebenbedingung im Selektionsprozess. Die Auswahl neuer Manager erfolgt also auch aus der Perspektive des bereits bestehenden Multi-Manager-Portfolios heraus. Konkret bedeutet dies: Im Rahmen der qualitativen

Analyse identifizieren wir bereits eventuelle strukturelle Überschneidungen mit bestehenden Strategien und lassen dies in die Anlageentscheidung einfließen.

Ein Beispiel: die Kombination mehrerer Merger-Arbitrage-Strategien, die auf freundliche Übernahme-situationen ausgerichtet sind und somit auf ein vergleichsweise kleines Anlageuniversum angekündigter Übernahmen abzielen. Dieser strukturellen Überschneidung kann entweder mit einer vergleichsweise kleinen Anzahl von Managern oder aber geringeren Portfolio-gewichtungen für die selektierenden Manager begegnet werden.

Auch Faktoranalysen (siehe Exkurs auf Seite 43) sind bei der Zusammenstellung des Multi-Manager-Portfolios relevant. Ziel sollte dabei sein, auf Portfolioebene Faktoreinflüsse zu kontrollieren und möglichst gering zu halten, um Alpha als primäre Performancequelle zu extrahieren. Das muss aber nicht zwangsläufig bedeuten, dass auch bei jedem einzelnen Manager Faktoreinflüsse ein Problem darstellen. Aufgrund der beschriebenen Spezialisierung der selektierten Manager können sich gewisse Faktoreinflüsse strategieimmanent ergeben. So ist im Beispiel des Technologie-Long/Short-Managers mit Contrarian-Profil davon auszugehen, dass ein solcher Investmentprozess auch zu einer Faktor-Exposition hinsichtlich Equity Value führt. Aufgabe der Portfoliokonstruktion ist es dann, solche Einflüsse auf Portfolioebene auszusteuern, wenn im Aggregat nicht gezielt in einen solchen Faktor investiert werden soll.

Portfoliokonstruktion mittels Co-Drawdown-Ansatz

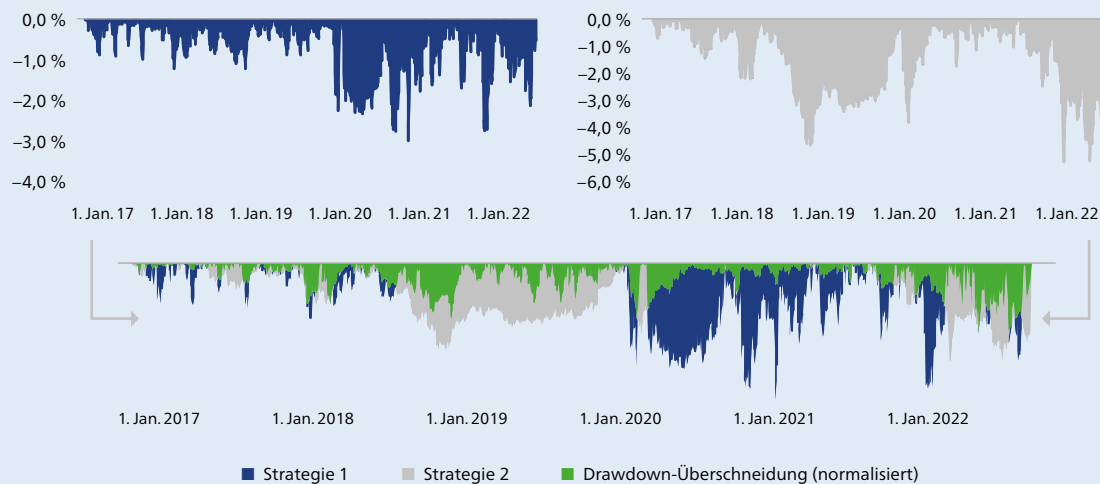
Dreh- und Angelpunkt unserer Multi-Manager-Strategie ist die finale Portfoliokonstruktion, bei der wir die Unabhängigkeit nicht nur über Korrelationen, sondern auch im Verlustphasen-



Abbildung 21

Portfolio-Optimierung durch Analyse von Drawdown-Überschneidungen

Analyse zweier beispielhafter Strategien



Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 8. September 2022.

Verhalten der Strategien zueinander analysieren. Dadurch ergibt sich eine zusätzliche Betrachtungsebene von Interaktionsrisiken der selektierten Strategien.

Das Verlustphasen-Verhalten visualisieren wir initial für jede Strategie, die im Multi-Strategie-Portfolio berücksichtigt werden soll, mittels eines sogenannten „Unterwasser“-Charts. Ein solcher Chart zeigt in den Dimensionen „Zeit“ und „Distanz zum letzten Höchststand“ das Ausmaß von Verlustphasen. Die ausgebildete Fläche in einem solchen Chart kann mittels eines Integrals gemessen werden.³³ Für die Analyse des Interaktionsverhaltens zweier Strategien in solchen Verlustphasen werden deren „Unterwasser“-Flächen nun übereinandergelegt und quantifiziert, wie groß der Bereich der Überschneidung relativ zur Gesamtfläche dieser beiden Strategien ausfällt (siehe Abbildung 21).

Der Bereich der Überschneidung – der bereits angesprochene Co-Drawdown – zweier Strategien liegt in einem Intervall zwischen 0 Prozent (keinerlei Überschneidung) bis 100 Prozent (vollständige Überschneidung). Je geringer der Wert, desto unabhängiger sind zwei Strategien im Verlustphasen-Verhalten.

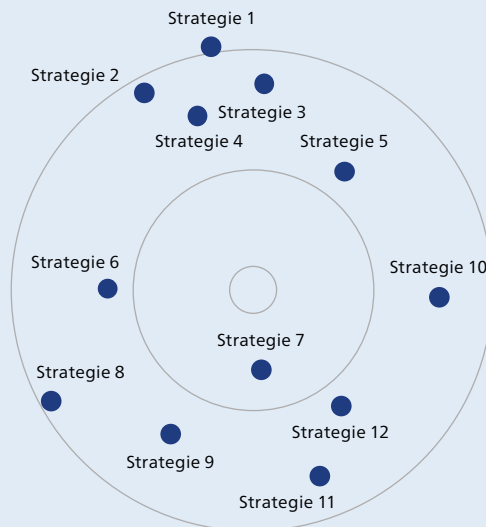
Im Anschluss bestimmen wir für jedes Strategiepaar des geplanten Portfolio-Set-ups die gemeinsamen Co-Drawdowns und übertragen diese in eine Matrix. Sie ist ein wichtiger Inputfaktor für unsere weiterführende Überlegungen, wie wir die Strategien individuell gewichten.

Um die Zusammenhänge zwischen den Strategien besser visualisieren zu können, hat sich das Konzept der „Cluster Map“ bewährt, mittels der – ähnlich einer Landkarte – das Überschneidungsrisiko (Co-Drawdown) als geografische

³³ Chi Keong Lee (2016): „Expected Drawdown Management: An Ex-Ante, Long-Term Approach to Portfolio Construction“, The Journal of Wealth Management Spring 2016, 18 (4) 65–74; DOI: <https://doi.org/10.3905/jwm.2016.18.4.065>.

Abbildung 22 **Gemeinsame Verlustphasen als geografische Distanz in der „Cluster Map“**

Distanz zwischen den Punkten visualisiert Ähnlichkeiten im Verlustphasen-Verhalten



Quelle: Union Investment.

Distanz abgetragen wird. Je ähnlicher zwei Strategien im Verlustphasen-Verhalten sind, desto näher liegen diese auf der „Cluster Map“ beieinander (siehe Strategien 1 bis 4 in der beispielhaften Abbildung 22).

Eine weit auffächernde „Cluster Map“ ist demzufolge ein Hinweis auf eine vorteilhafte Breite („Breadth“) des Multi-Strategie-Portfolios, also ein hohes Ausmaß an Unabhängigkeit der zugrunde liegenden Bausteine zueinander.

Die Herleitung von Portfoliogewichtungen können wir auch über Optimierungsverfahren vollziehen. So lässt sich beispielsweise über die Inputfaktoren „Co-Drawdown“ sowie „Maximum Drawdown“³⁴ für jede Strategie eine risikoparitätische Portfoliostruktur bestimmen, bei

der jede Strategie einen homogenen Beitrag zum Gesamtrisiko beisteuert (siehe Beispiel auf Seite 51).

In der Praxis hat sich ein integrierter Prozess als zielführend erwiesen: Dabei nehmen wir mit risikoparitätischen Gewichtungsvorschlägen Adjustierungen auf Basis qualitativer Einschätzungen zu Interaktionsrisiken (zum Beispiel Überlappung von Anlageuniversen der Strategien) vor. Diese risikoparitätische Vorgehensweise ist der Kern unserer Multi-Manager-Strategie, die wir seit ihrem Start kontinuierlich weiterentwickelt haben: Setzen wir ursprünglich auf Volatilitäten und Korrelationen als Inputfaktoren in der Portfoliogewichtung, sind es nun die angesprochenen Co-Drawdowns und Maximum Drawdowns.

³⁴ Maximaler Wertverlust einer Strategie innerhalb eines bestimmten Zeitraums.



Abbildung 23 **Multi-Manager-Strategie kann Renditebeiträge liefern****Indizierte Wertentwicklung Multi-Manager-Strategie Absolute Return relativ zum Geldmarkt**

Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 6. September 2022.

Abbildung 23 zeigt die Wertentwicklung der Multi-Manager-Strategie von Union Investment relativ zum Geldmarkt seit dem Start.

Die vergleichsweise hohe Sharpe Ratio von 0,9 belegt aus unserer Sicht, dass die zuvor beschriebenen vorteilhaften Attribute einer Portfolio-konstruktion aus unabhängigen Alpha-Bau-steinen auch in der Praxis realisierbar sind. Die Strategie hat bislang in zwölf von 14 Jahren ein positives Anlageergebnis erzielt, bei einer Volatilität von weniger als zwei Prozent. Zudem zeigen Faktoranalysen nur sehr geringe Expo-sitionen zu systematischen Risikofaktoren, was als Beleg für erfolgreiche Alpha-Extraktion gesehen werden kann.

Um höhere Ertragsziele zu realisieren, bietet sich in der Theorie Leverage an, also der ge-hebelte Einsatz der Strategie. Dieser steht in der Praxis jedoch nicht restriktionsfrei zur Verfügung. Daher haben wir als Alternative Anfang 2022 eine „Conviction“-basierte Va-riante gestartet, bei der unsere Einschätzung der relativen Attraktivität der selektierten Manager die Gewichtung prägt. Während bei der risikoparitätischen Vorgehensweise

„Breadth“ die Zusammenstellung im Portfolio dominiert, ist es bei der „Conviction“-basierten Vorgehensweise der Fokus auf „Skill“ – also die Zielsetzung, die Gewichtungen der einzel-nen Manager gemäß unseren Erwartungen zukünftiger risikoadjustierter Renditen zu vergeben.

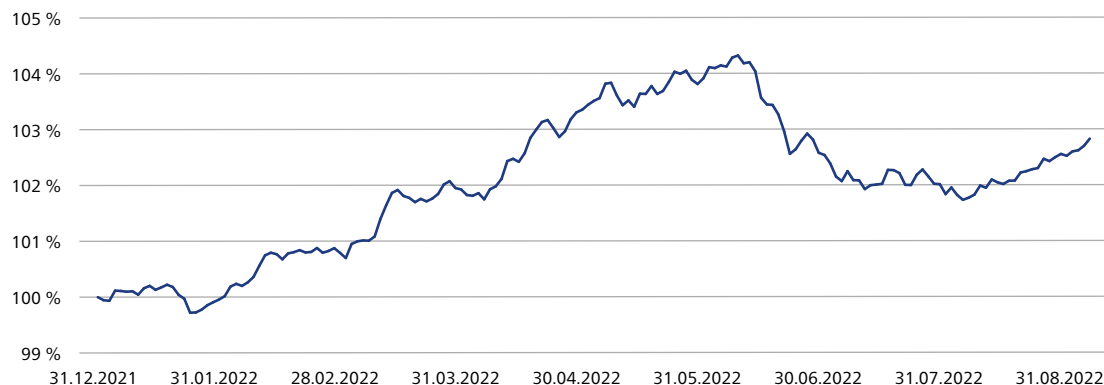
Auch wenn der Track Record dieser neuen Strategie noch vergleichsweise jung ist, sind die bisherigen Ergebnisse ermutigend – ins-besondere vor dem Hintergrund des schwie-rigen Kapitalmarktumfelds im Jahr 2022 (siehe Abbildung 24).

Von der Theorie in die Praxis

Wie kann die Implementierung einer Multi-Manager-Strategie konkret aussehen, und welche Vorteile kann sie im Portfoliokontext bieten? Um diese Fragen zu beantworten, analysieren wir verschiedene Möglichkeiten der Strategiebeimischung. Ausgangspunkt ist ein beispielhaftes Multi-Asset-Portfolio, das auf Daten der Bundesbank basiert und das wir in unserem Risikomanagement-

Abbildung 24 **Multi-Manager-Strategie mit Renditepotenzialen auch in schwierigen Marktphasen**

Indizierte Wertentwicklung Multi-Manager-Strategie Absolute Return (conviction-based) relativ zum Geldmarkt



Quelle: Bloomberg, Union Investment. Stand: 6. September 2022.

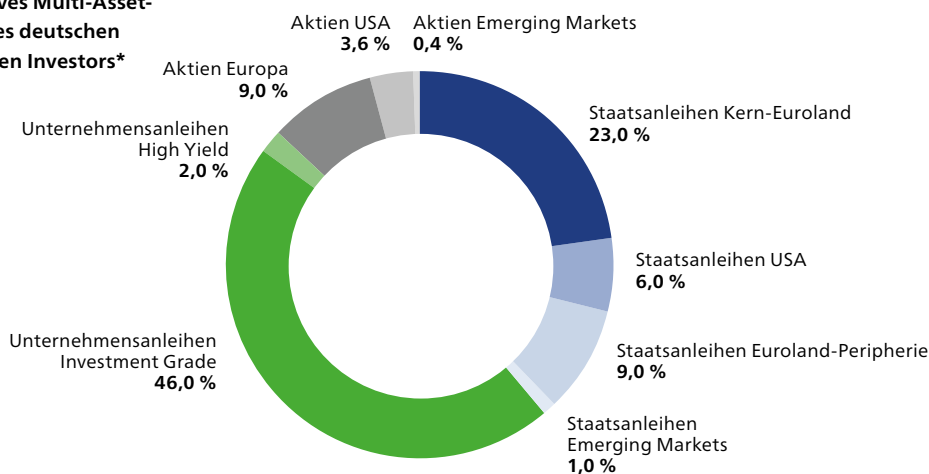
White Paper von 2020 als typisch für deutsche institutionelle Investoren ermittelt haben. Dieses wird in Abbildung 25 dargestellt.

In einem ersten Schritt analysieren wir die Auswirkungen auf die risikoadjustierte Rendite des Portfolios (Rendite-Risiko-Verhältnis), wenn wir folgende Strukturanpassungen vornehmen:

- **5 Prozent Multi Manager Absolute Return (gleichmäßige Finanzierung):** Aus sämtlichen Assetklassen werden proportional gleiche Entnahmen vorgenommen, um die neue Position in Höhe von fünf Prozent zu finanzieren.
- **10 Prozent Multi Manager Absolute Return (gleichmäßige Finanzierung):** Aus sämtlichen

Abbildung 25 **Ausgangspportfolio für Beimischung von Multi-Manager-Strategien**

Repräsentatives Multi-Asset-Portfolio eines deutschen institutionellen Investors*



*Anlagen in Euro bzw. Euro-hedged.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Union Investment. Stand: Januar 2020.

Assetklassen werden proportional gleiche Entnahmen vorgenommen, um die neue Position in Höhe von zehn Prozent zu finanzieren.

- **10 Prozent Multi Manager Absolute Return (Finanzierung: Kern-Staatsanleihen):** Aus der Position Staatsanleihen aus dem Kern-Euroraum werden zehn Prozent entnommen, um die neue Position in Höhe von zehn Prozent zu finanzieren.
- **Unconstrained Risk Parity (risikoparitätische Optimierung):** Auf Basis einer risikoparitätischen Portfoliooptimierung auf der Grundlage von Co-Drawdowns vergeben wir die Gewichtungen sämtlicher Positionen im Portfolio neu und mischen gleichzeitig Multi Manager Absolute Return-Strategien bei.

Um das veränderte Kapitalmarktumfeld der jüngeren Vergangenheit analysieren zu können, nutzen wir als Inputparameter die realisierten Renditen und Volatilitäten der einzel-

nen Anlageklassen von Anfang 2020 bis zum 31. März 2022.

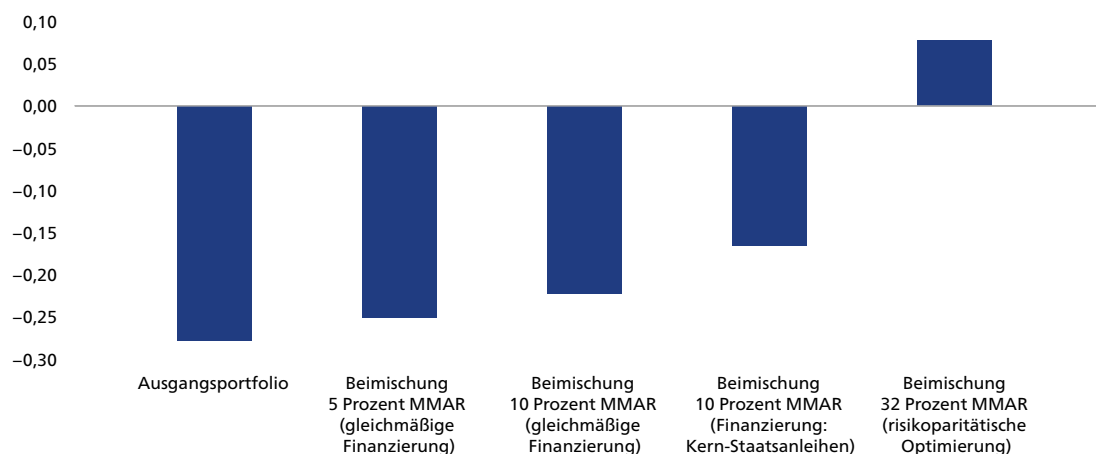
Abbildung 26 zeigt die Ergebnisse der vier Anpassungsoptionen im Vergleich. Dabei wird deutlich: Jede Beimischung der Multi-Manager-Strategie verbesserte das Rendite-Risiko-Verhältnis des Ursprungsportfolios. Die Gründe liegen in den beschriebenen Diversifikations-eigenschaften von Alpha als Ertrags- und Risikobaustein in einem ansonsten aus direktionalen Bausteinen bestehenden Multi-Asset-Portfolio, das gleichzeitig aufgrund des veränderten Umfelds mit abnehmenden Diversifikationsmöglichkeiten kämpft.

Eine weitere Erkenntnis: Erst die Beimischung von fast einem Drittel der Multi-Manager-Strategie – das Ergebnis der risikoparitätischen Optimierung – lieferte eine positive risiko-adjustierte Rendite. Verantwortlich für die ansonsten negative Entwicklung sind der hohe Rentenanteil sowie der ausgeprägte Home Bias im Ursprungsportfolio. Zwar konnten

Abbildung 26

Beimischung von Multi-Manager-Strategie hätte Sharpe Ratio eines Multi-Asset-Portfolios seit Anfang 2020 verbessert

Erwartetes Rendite-Risiko-Verhältnis vor und nach Beimischung der Multi-Manager-Strategie Absolute Return (MMAR)*



* Mit unterschiedlichen Beimischungsquoten und Finanzierungsoptionen, Basis: Erträge und Volatilitätsentwicklung seit Anfang 2020. Quelle: Union Investment. Stand: 31. März 2022.

Aktien (insbesondere aus den USA) im untersuchten Zeitraum deutliche Zugewinne verzeichnen. Die Kursverluste an den Rentenmärkten schlugen aufgrund der hohen Gewichtung aber noch stärker zu Buche.

Um unsere in den vorangegangenen Kapiteln geschilderten Erwartungen an das künftige Kapitalmarktumfeld zu reflektieren, haben wir im nächsten Schritt die Inputparameter verändert. Analog zu unserem Vorgehen in Kapitel 3.3 verwenden wir nun die fünfjährigen Ertragsprognosen von Union Investment sowie historische Volatilitäten.

Dabei zeigt sich zum einen, dass nun wieder durchgehend positive Rendite-Risiko-Verhältnisse möglich sind. Zum anderen fällt die Verbesserung des Rendite-Risiko-Verhältnisses erneut umso stärker aus, je höher die Beimischung der Multi-Manager-Strategie erfolgt (siehe Abbildung 27). Es besteht damit ein

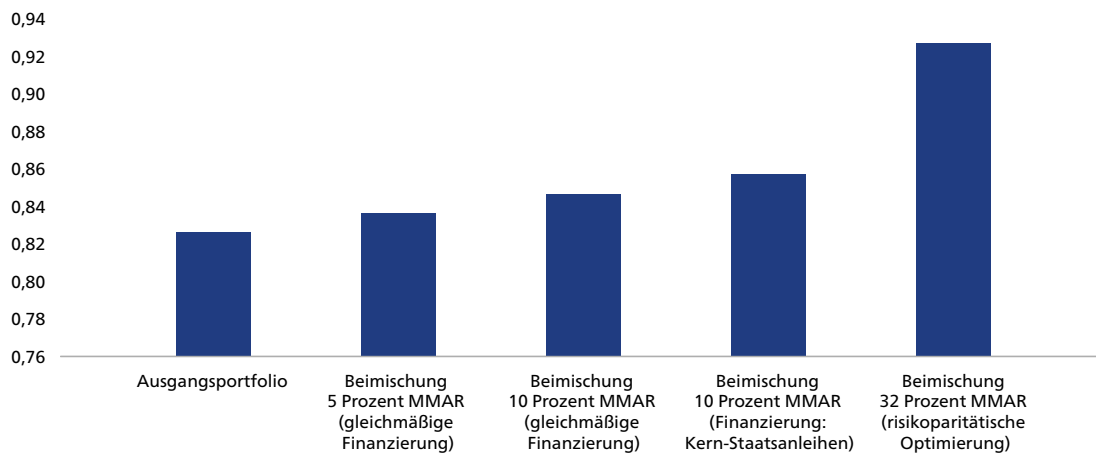
klar proportionaler Zusammenhang zwischen der Höhe der Beimischung der Multi-Manager-Strategie und der Qualität des Rendite-Risiko-Verhältnisses.

Aus unserer Sicht unterstreichen diese Ergebnisse, dass sich die aus der theoretischen Herleitung resultierenden und auf Alpha basierenden Strategien als Beimischung in einem Multi-Asset-Portfolio eignen. Insbesondere vor dem Hintergrund des in den Kapiteln 2 und 3 beschriebenen erwarteten Kapitalmarktumfelds sehen wir aus der Perspektive der Portfoliokonstruktion hier ein wirkungsvolles Instrument, das neben vorteilhaften Diversifikationseffekten auch neue Ertragsquellen in das Portfolio einbringt. Zudem erscheinen diese Ertragsquellen strukturell weniger anfällig für die genannten Risikofaktoren und stellen somit eine sinnvolle Antwort für Investoren auf die Herausforderungen der Great Transformation dar.

Abbildung 27

Beimischung von Multi-Manager-Strategie kann Sharpe Ratio eines Multi-Asset-Portfolios im erwarteten Umfeld verbessern

Erwartetes Rendite-Risiko-Verhältnis vor und nach Beimischung der Multi-Manager-Strategie Absolute Return (MMAR)*



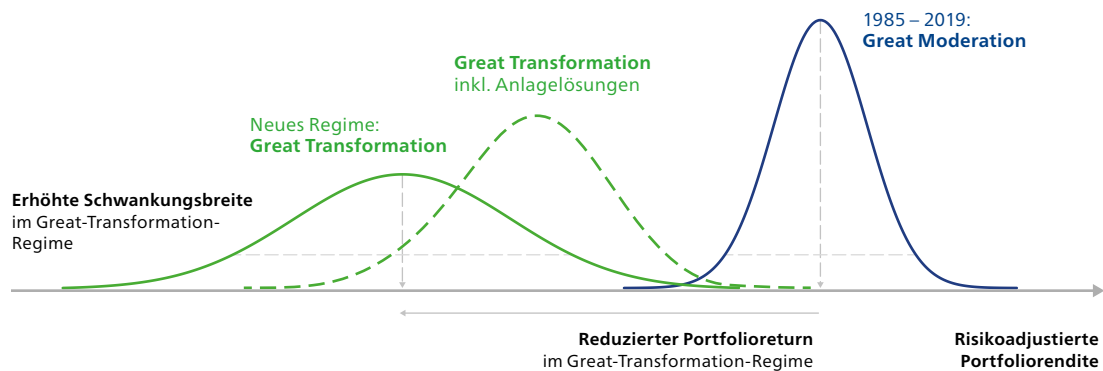
* Mit unterschiedlichen Beimischungsquoten und Finanzierungsoptionen, Basis: Fünf-Jahres-Prognosen und historische Volatilitätsentwicklung.

Quelle: Union Investment. Stand: 31. März 2022.

Abbildung 28

Portfolio-Umstellungen können Renditeerwartungen erhöhen und Schwankungsbreiten reduzieren

Schematische Darstellung von erwarteter risikoadjustierter Portfolio Rendite und Schwankungsbreite



Quelle: Union Investment.

Diese Portfolioentwicklung einer konsequenten Nutzung idiosynkratischer Risikofaktoren zur Herstellung einer verbesserten Portfolio diversifikation durch Multi-Strategie-Ansätze steht im Kontext unserer White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2020 und 2021. Das Ziel bleibt: Lösungen für ein Umfeld erhöhter Volatilität, Korrelationen, Inflation und (Real-)Zinsen zu entwickeln. Denn all diese prägenden Eigenschaften der Great Transformation sorgen zunächst einmal für reduzierte risikoadjustierte Renditeerwartungen und gleichzeitig erhöhte Schwankungsbreiten der Renditen (siehe Abbildung 28).

Im White Paper 2020 haben wir unter anderem dargelegt, welche strukturellen Vorteile eine Internationalisierung des strategischen Basis-Portfolios mit sich bringt; insbesondere dann, wenn sie mit Augenmerk auf entsprechende Fallstricke wie Währungsabsicherung durchgeführt wird.

Im White Paper 2021 haben wir diese strukturellen Aspekte erweitert und den Fokus darauf gelegt, die gewünschten systematischen Risikofaktoren in der Portfolioausrichtung abzubilden. Konkret ging es dabei um das Thema Inflationsschutz, zum Beispiel durch die Beimischung von inflationsindexierten Anleihen, Rohstoffen, aber auch Infrastrukturaktien und REITS.

Im aktuellen White Paper haben wir die klassische Asset Allocation durch eine Strategy Allocation erweitert. Traditionelle Anlagen werden durch Multi-Strategie-Ansätze und Alternative Investments ergänzt (siehe Kapitel 4.2), die taktische Asset Allocation erhält gegenüber der strategischen wieder ein größeres Gewicht, Alpha ergänzt Beta. All dies geschieht unter der Prämisse, aus dem Umfeld der Great Transformation erwachsene Probleme für das Portfolio zu heilen und gleichzeitig daraus entstehende Chancen zu nutzen.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

4.2 Alternative Investments als weitere Diversifikationsquelle

In Zeiten der Great Moderation war es zielführend, die Allokation gängiger Anlageklassen im Portfolio zu optimieren. In der Great Transformation reicht dies aber nicht mehr aus, vor allem wegen der hohen Volatilität, der größeren Korrelation zwischen den Anlageklassen und des realen Kaufkraftverlusts durch die höhere Inflation.

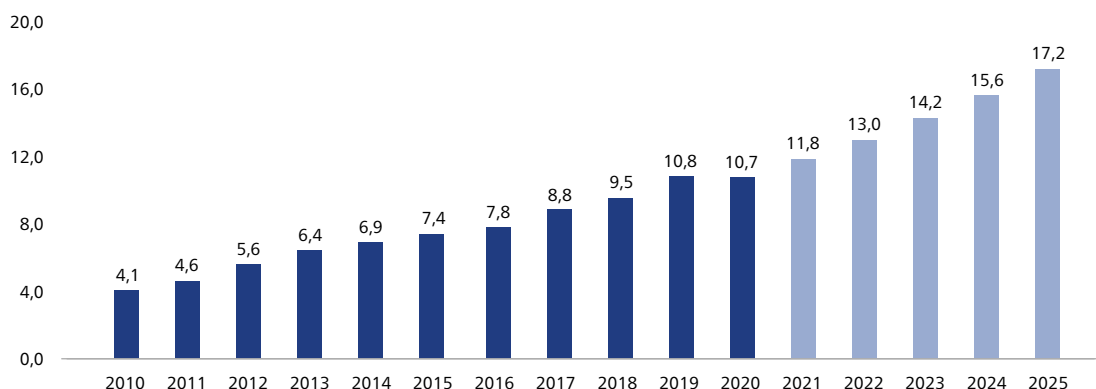
Aus diesem Grund haben wir den Opportunitätsraum erweitert, um neue Quellen für Return und Diversifikation zu finden. In Abschnitt 4.1 haben wir uns intensiv mit der Identifikation von spezifischen Anlagestrategien (Alpha) beschäftigt, die in Zeiten höherer Volatilität die klassische Asset Allocation (Beta) ergänzen. In diesem Abschnitt erweitern wir die Analyse mit den Alternative Investments um weitere Anlageklassen (alternatives Beta). Diese sind in ihrer Gesamtheit sehr heterogen. Nicht alle, aber einige der unter dem Begriff Alternative Investments zusammengefassten Anlageklassen stellen konkret im Kontext

unserer Analyse eine sinnvolle Portfolio-Beimischung dar – gerade auch mit Blick auf Diversifikationsaspekte, weil es hier Ansätze verbesserter Korrelation gibt, die traditionelle Anlageklassen nicht bieten.

Wertanlagen jenseits traditioneller liquider, öffentlich gehandelter Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen sind im Trend: Der Markt für Alternative Investments wächst kräftig. 2021 sind die in diesem Segment angelegten Gelder weltweit um 1,2 Billionen US-Dollar gestiegen, wie eine Studie von McKinsey³⁵ zeigt – ein Wachstum von 20 Prozent gegenüber dem Vorjahr.

Abbildung 29 **Alternative Investments legen weiter zu**

Markt für Alternative Investments (Assets under Management in Billionen US-Dollar)*



* Zahlen für 2020 basieren auf annualisierten Daten bis Oktober 2020, 2021 bis 2025: Preqin-Prognose.

Quelle: Preqin. Stand: Oktober 2020.

³⁵ McKinsey & Company: „Private markets rally to new heights – McKinsey Global Private Markets Review 2022“.



zum Inhaltsverzeichnis

Der gesamte Bereich der Alternative Investments boomt bereits seit einigen Jahren: Waren es 2010 noch Anlagen im Wert von lediglich rund vier Billionen US-Dollar, hatte der Markt im Jahr 2020 bereits ein Volumen von über 10,7 Billionen US-Dollar – das ist eine jährliche Wachstumsrate von über zehn Prozent in der vergangenen Dekade.

Die Entwicklung bei Alternative Investments könnte sich in den nächsten Jahren weiter fortsetzen. Laut einer Prognose des Analysehauses Preqin könnten die Assets under Management von heute rund zwölf Billionen US-Dollar bis zum Jahr 2025 auf weltweit über 17 Billionen US-Dollar steigen (siehe Abbildung 29).³⁶

In Deutschland machen Alternative Investments bei institutionellen Investoren bereits einen beträchtlichen Anteil im Portfolio aus. Laut einer Untersuchung des Bundesverbands Alternative Investments (BAI) liegt die Allokation von Alter-

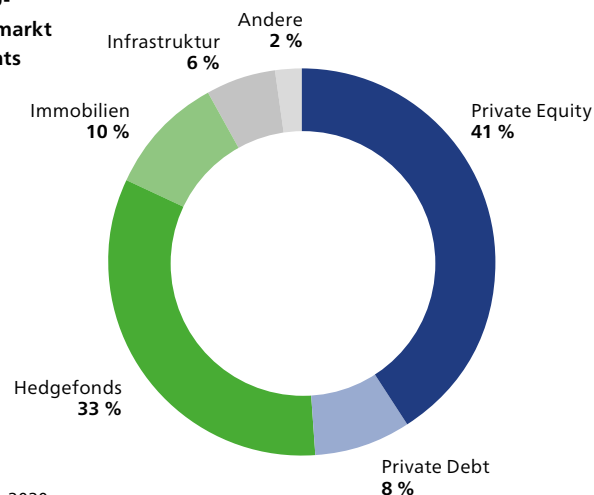
native Investments im Jahr 2021 in einem durchschnittlichen Portfolio eines deutschen institutionellen Anlegers bei 22,7 Prozent – ein Anstieg gegenüber 2020 von einem Prozentpunkt. Die Investoren gaben auch an, ihr Engagement künftig weiter ausbauen zu wollen: Der BAI schätzt den Zielwert in der strategischen Asset Allocation (SAA) auf 25 Prozent.³⁷

Diese Entwicklung spiegelt sich teilweise auch in den Beständen von Alternative Investments in Spezialfonds bei Union Investment wider.³⁸ So hat dieser Anteil von circa 1,4 Prozent im Jahr 2012 auf rund 8,8 Prozent im Jahr 2022 zugelegt. Dabei geht das Wachstum im Wesentlichen auf das Segment Immobilien zurück, das von einem Anteil von rund einem Prozent im Jahr 2012 auf heute 7,8 Prozent stieg. Bei anderen Alternative-Investment-Anlageklassen wie Private Equity, Infrastruktur und Private Debt gab es in den Beständen von Union Investment ein moderateres Wachstum als im Gesamtmarkt.

Abbildung 30

Private Equity dominiert den Markt für Alternative Investments

Anteile der einzelnen Sub-Assetklassen am Gesamtmarkt für Alternative Investments (in Prozent)



Quelle: Preqin. Stand: Oktober 2020.

³⁶ Diese Prognose basiert auf Daten aus dem Oktober 2020. Mittlerweile hat sich das Investmentumfeld verändert und eingetrübt, dies könnte sich auch auf die Wachstumsprognosen für Alternative Investments auswirken.

³⁷ Die Zahlen basieren auf dem [BAI Investor Survey 2021](#), bei dem 104 institutionelle Anleger aus Deutschland befragt wurden.

³⁸ Untersuchung auf Basis institutioneller Spezialfondsmandate für Eigenanlagen von Bankkunden.

Abbildung 31 **Alternatives: Eine heterogene Anlageklasse****Alternative Investments in der Übersicht**

Liquidität	Anlageklasse	Beispiele
Öffentliche Märkte (überwiegend liquide)	Liquid Alternatives (und andere)	<ul style="list-style-type: none"> • Hedgefonds-Strategien im regulierten OGAW-Mantel • Kryptoassets
	Hedgefonds	<ul style="list-style-type: none"> • Equity-Strategien • Makro-Strategien • Event-Driven-Strategien
	Rohstoffe	<ul style="list-style-type: none"> • Energie • Metalle • Getreide
Nicht öffentliche Märkte (überwiegend illiquide)	Unternehmen	<ul style="list-style-type: none"> • Private Debt inkl. Direct Lending • Private Equity • Venture Capital
	Immobilien	<ul style="list-style-type: none"> • Wohnimmobilien • Geschäftsimmobilien • Öffentliche Einrichtungen
	Infrastruktur	<ul style="list-style-type: none"> • Transportinfrastruktur • Kommunikationsnetzwerke • Energieversorgung
	Andere Sachwerte	<ul style="list-style-type: none"> • Flugzeuge • Schiffe • Forstwirtschaft
	Spezialitäten	<ul style="list-style-type: none"> • Verbriefte Versicherungsrisiken • Handelsfinanzierung • Finanzierung in Sondersituationen

Quelle: Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI). Stand: November 2021.

Alternative Investments: Ein weites Feld

Was genau verbirgt sich hinter dem Begriff der Alternative Investments? Eine abschließende Definition gibt es bisher nicht. Gemeint sind Anlagestrategien und -konzepte, die für zusätzliche Rendite sorgen können und das Portfolio widerstandsfähiger machen sollen. Alternative Investments umfassen eine Vielzahl an Anlageklassen wie Private Equity und Hedgefonds sowie Private Debt, Real Assets (wie Infrastruktur und Immobilien) mit jeweils mannigfaltigen Strategien (siehe Abbildung 30).

Grob lassen sich Alternative Investments in zwei Gruppen einteilen: nämlich anhand der Frage, ob sie an privaten oder öffentlichen

Märkten gehandelt werden. Die erste Gruppe ist überwiegend illiquide, da sie an nicht öffentlichen (also privaten) Märkten gehandelt wird. Dazu zählt beispielsweise die private Finanzierung (außerhalb regulierter Märkte) über Fremd- und Eigenkapital von Unternehmen ebenso wie von Infrastruktur, Immobilien oder Sachwerten wie Flugzeugen, Schiffen und Forstwirtschaft. Außerdem zählen zu dieser Gruppe Spezialinvestments wie verbrieftete Versicherungsrisiken und Handelsfinanzierungen.

Eine andere Gruppe von Alternative Investments wie beispielsweise Rohstoffinvestments oder Kryptoassets zeichnet sich durch – in Abstufungen – erhöhte Liquidität aus und ist an öffentlichen Märkten handelbar.

Insgesamt ist das Segment der Alternative Investments ein sehr heterogenes Feld mit verschiedenen Anlageklassen, spezifischen Treibern und Eigenschaften (siehe Abbildung 31). Charakteristisch für Alternative Investments ist zudem häufig ein hoher Grad an Intransparenz, Illiquidität und eine mangelnde Handelbarkeit, verbunden mit besonderen Herausforderungen bei der Bewertung: Kursdaten sind (wenn überhaupt) in vielen Fällen nur quartalsweise verfügbar oder basieren auf Schätzungen mit zeitlicher Verzögerung. Solche geschätzten beziehungsweise nicht marktbasieren Daten können zu geglätteten Renditen führen, die nicht vergleichbar mit Renditen öffentlicher Märkte sind.

Wo verlässliche Daten fehlen, steigt die Unsicherheit: Sogenannte Managed Returns können bei Alternative Investments zum Problem werden, wenn Manager ihren Ermessensspielraum nutzen, um Returns positiv zu beeinflussen. So haben Manager einen gewissen Einfluss, wann welche Assets im Portfolio bewertet werden, da Bewertungen von illiquiden Assets nur in gewissen Abständen erfolgen (in der Regel quartalsweise). Für Investoren kann dies irreführend wirken und die tatsächliche Sicht auf Rendite und Diversifikationseigenschaften verfälschen. Auf der anderen Seite kann der dadurch entstehende Glättungseffekt allerdings für institutionelle Investoren mit Blick auf die Jahresendbilanzierung nützlich sein.

Zwar gibt es spezielle Indizes für Alternative Investments, die eine Orientierung bieten können. Sie sind aber häufig erst seit kurzer Zeit verfügbar (allerdings oft nicht öffentlich) und bilden die einzelnen, äußerst heterogenen Anlageklassen und -strategien in vielen Fällen nur unzureichend ab. Die Bandbreite von Performance und Risiko einzelner Strategien und Manager ist häufig sehr groß. Schon aus

diesem Grund verbieten sich generalisierende Aussagen über das Segment – zwingend erforderlich ist deshalb eine sorgfältige Analyse und Risikobewertung der gewählten Strategien. Zudem weist die hohe Streuung innerhalb der Anlageklassen und zwischen den Strategien darauf hin, wie wichtig Spezialwissen und die Auswahl des Managers sind: Dessen Kompetenz ist am Ende ausschlaggebend für die zu erzielende Rendite und ermöglicht damit (bei einer erfolgreichen Auswahl) auch zusätzliche Diversifikation im Portfolio.

Genau dies ist auch die Hauptmotivation, warum sich Investoren in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld immer häufiger für Alternative Investments entscheiden, wie eine Studie zeigt.³⁹ Die Annahme der Investoren dahinter ist offenbar: Alternative Investments korrelieren nicht oder nur in geringerem Ausmaß mit klassischen Wertanlagen wie Aktien und Anleihen. Daneben macht das gute Rendite-Risiko-Verhältnis die Alternative Investments aus Sicht der Investoren attraktiv. Auch das Niedrigzinsumfeld ist ein Argument, sich dieser Anlageklasse zuzuwenden. Schließlich nannten die Investoren die Risikoprämie als Grund – diese enthält bei Alternative Investments häufig eine höhere Illiquiditätsprämie.

Diversifikation auf dem Prüfstand

Im Folgenden geben wir einen Einblick in die einzelnen Anlageklassen von Alternative Investments und diskutieren Chancen und Risiken. Dabei konzentrieren wir uns auf die gängigen Anlageklassen im illiquiden, nicht öffentlichen Markt. Das sind insbesondere Private Equity, Private Debt sowie Infrastruktur. Im vorangegangenen Kapitel 4.1 sind wir bereits ausführlich auf die Diversifikationspotenziale geeigneter Hedgefonds und anderer

³⁹ Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI); [Der Diversifikationseffekt von Alternative Investments in Krisenzeiten.pdf \(bvai.de\)](#)



aktiver Strategien eingegangen. Die Vorzüge weiterer Alternative Investments wie Rohstoffe, Infrastrukturaktien und REITs haben wir bereits in vorangegangenen Publikationen analysiert.⁴⁰

Außerdem wollen wir jeweils die Diversifikationsseigenschaften der ausgewählten Alternative Investments untersuchen. Wie oben beschrieben, ist dies für Investoren der wichtigste Grund zu investieren. Doch stimmt die Annahme, dass Alternative Investments zu einer besseren Diversifikation des Portfolios beitragen?

Traditionell haben Investoren Risiken über Staatsanleihen vor allem bonitätsstarker Emittenten („sicherer Hafen“) und Pfandbriefe abgesichert. In Zeiten sehr niedriger Zinsen und Anleiherenditen war dies jedoch eine zunehmend teure Absicherung, Investoren reduzierten entsprechend die Bestände in ihren Portfolios. Im Niedrigzinsumfeld rückten deshalb Alternative Investments immer stärker in den Vordergrund. Und in der Tat konnten diese Wertanlagen interessante Potenziale zur Portfoliodiversifikation unter Beweis stellen, wie eine empirische Untersuchung zeigt. Darin wurde anhand historischer Marktdaten die Performance von Alternative Investments in Zeiträumen starker Rezessionen und Finanzmarkturbulenzen untersucht.⁴¹ Damit unterziehen wir Alternative Investments einem sehr „strengen“ Test mit Fokus auf expliziten Krisenszenarien. Wenngleich das Verhalten von Assets in solchen Krisen unter Aspekten des Risikomanagements wichtige Erkenntnisse

liefert, muss der langfristig orientierte Investor solche eher „punktbezogenen“ Resultate in Hinblick auf den Anlagehorizont einordnen können. Deshalb analysieren wir die längerfristige Korrelation, um das Diversifikationsverhalten außerhalb von ausgeprägten Verlustphasen mit abzubilden.

Bestimmte Anlageklassen der Alternative Investments haben der Studie zufolge in der Vergangenheit zu einer besseren Diversifikation im Portfolio beigetragen. Im Folgenden fassen wir die Ergebnisse für die ausgewählten Anlageklassen zusammen.

Private Equity: Strategie entscheidend für Diversifikationspotenzial

Private Equity ist ein Sammelbegriff für verschiedene Arten von Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Private-Equity-Fonds sammeln Kapital von Investoren ein und investieren dieses in einzelne Unternehmen.⁴² Innerhalb der Alternative Investments ist Private Equity mit rund 41 Prozent die größte Assetklasse, bei deutschen institutionellen Investoren macht Private Equity einen Anteil von rund 4,5 Prozent aus.⁴³ International ist dieses Segment in den vergangenen Jahren dynamisch gewachsen, von 2010 bis 2020 mit einer jährlichen Wachstumsrate von fast zehn Prozent. Zuletzt haben Investoren von dieser Anlageklasse profitiert: Im Jahr 2021 war Private Equity die erfolgreichste „private“ Anlageklasse mit einer gebündelten Rendite

⁴⁰ Siehe [Studie „Aus der Balance“](#) sowie [„Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?“](#)

⁴¹ Die betrachteten Zeiträume in der Studie sind die Dotcom-Krise (2001–2003), die Finanzkrise (2007/2008) sowie die Coronakrise (ab 2020). Die Übertragbarkeit von Vergangenheitsanalysen auf die kommenden Jahre ist – wie bei traditionellen Anlageklassen auch – fraglich. Zu unterschiedlich sind die Rahmenbedingungen auf den Finanzmärkten durch zahlreiche Strukturbrüche: die Coronapandemie mit ihren zahlreichen Wirkungen auf Wirtschaft und Finanzmärkte, die geopolitische Entwicklung (insbesondere durch den Krieg in der Ukraine) und nicht zuletzt das Verlassen des Niedrigzinsumfelds durch die veränderte Geldpolitik der Notenbanken.

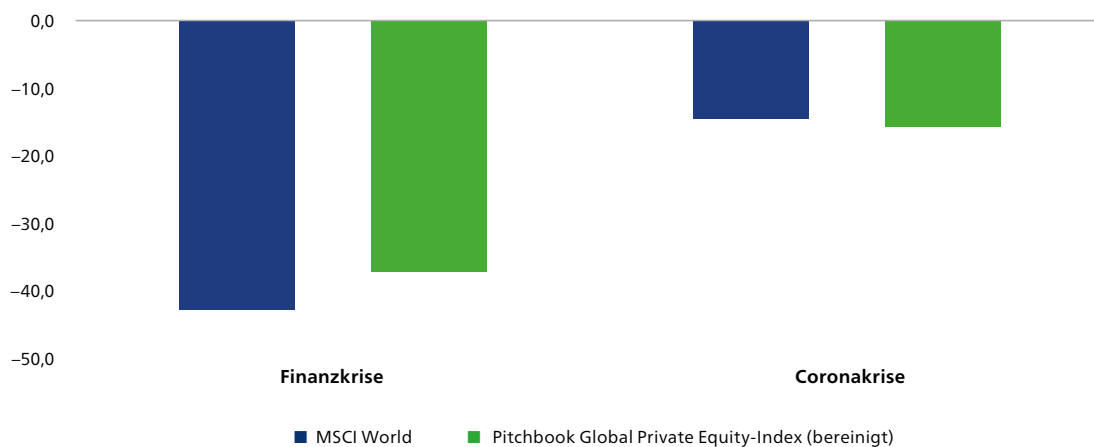
⁴² Siehe Definition des Bundesverbands Alternative Investment e.V. : [Corporate Private Equity | Bundesverband Alternative Investment eV: Home \(bvai.de\)](#)

⁴³ Quelle: „BAI Investor Survey 2021“.



Abbildung 32 Private Equity: Gleichlauf mit Aktien in der Krise

Private-Equity-Renditen in Krisenzeiten im Vergleich zu Aktien*



*Zeiträume unterscheiden sich aufgrund von quartalsweisen Renditen von den gewählten Krisenzeiträumen.

Quellen: Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI). Stand: November 2021.

von 27 Prozent. Prognosen von Preqin aus dem Jahr 2020 zufolge könnte Private Equity bis zum Jahr 2025 um 15,6 Prozent wachsen.⁴⁴

In der Vergangenheit hat Private Equity im Durchschnitt der – wie erwähnt recht heterogenen – Strategien nur ein limitiertes Potenzial zur Diversifizierung in expliziten Krisenphasen gezeigt. Grund dafür ist, dass letztlich der Entwicklung an den Private-Equity-Märkten dieselben wirtschaftlichen Faktoren zugrunde liegen wie den liquiden Aktienmärkten. Folglich waren auch die Private-Equity-Renditen positiv mit jenen der Aktienmärkte korreliert und gingen in Krisenzeiten im Gleichlauf zurück (siehe Abbildung 32). Dies gilt auch für die Coronakrise, in der die Reaktion allerdings moderat ausfiel.

Ein möglicher Grund könnten die historisch hohe Barmittelhaltung und der Investitionsgrad von Private-Equity-Gesellschaften sein.

Grundsätzlich besteht zwischen den potenziell für Investments verfügbaren Mitteln und der Performance ein positiver Zusammenhang.

Allerdings muss Private Equity differenziert betrachtet werden. So bietet der Small- und Mid-Cap-Bereich mehr Potenzial zur Diversifikation als das Large-Cap-Segment. Erstere korrelieren typischerweise etwas weniger stark mit dem Aktienmarkt. Woran liegt das? Der Exit einer Private-Equity-Gesellschaft aus einem Unternehmen vollzieht sich meist nicht durch einen Börsengang, sondern durch einen Verkauf an einen strategischen Investor, was die direkte Korrelation mit dem Aktienmarkt reduziert.

Union Investment bietet seit dem Jahr 2006 mit „PE-Invest 1“ eine auf das Small- und Mid-Cap-Segment fokussierte Strategie an. Diese zeigt eine niedrige Korrelation zu gängigen Anlageklassen, was sowohl in der kurzen Frist

⁴⁴ Siehe Fußnote 36. Die Prognose steht unter dem Vorbehalt, dass sich das Marktumfeld seitdem deutlich verändert hat.

(in den vergangenen fünf Jahren) als auch seit Auflage der Strategie gilt (siehe Abbildung 33). Zumindest über längere Zeitspannen können entsprechend ausgerichtete Private-Equity-Strategien also sehr wohl gutes Diversifikationspotenzial aufweisen. Um dieses Potenzial zu heben, ist die Auswahl geeigneter Manager und Strategien entscheidend.

Private Debt: Wachstum seit mehr als zehn Jahren

Private Debt bezeichnet als Oberbegriff Fremdkapitalinvestitionen (Kredite), die von Nichtbanken vergeben und die nicht an öffentlichen Märkten emittiert oder gehandelt werden. Das Spektrum dieses Segments ist sehr heterogen: Die Fremdkapitalinvestitionen können Unternehmen betreffen, aber auch Kredite an Infrastrukturprojekte, für Immobilien oder andere Sachwerte (wie zum Beispiel Flugzeuge). Die Kreditvereinbarungen können unterschiedlich ausgestaltet sein und sind auf eine Endfälligkeit ausgerichtet. „Private“ bezieht sich dabei auf das Anlageinstrument, nicht unbedingt auf den Kreditnehmer – öffentliche Unternehmen

können sich ebenso wie private Unternehmen über Private Debt Geld leihen.

In den vergangenen Jahren hat das Segment stark zugelegt: Es ist die einzige private Anlageklasse, die seit 2011 kontinuierlich positive Wachstumsraten aufweisen kann. Von 2010 bis 2021 hat sich der globale Markt mehr als vervierfacht. Aktuell macht Private Debt rund acht Prozent des Gesamtmarkts der Alternative Investments aus. Auf dem deutschen Markt erwartet der BAI bei Private Debt (neben Private Equity sowie Infrastruktur) das stärkste Wachstum im Alternative-Investment-Bereich. Haupttreiber für die positive Entwicklung im deutschen Markt war dabei vor allem die Regulierung. So ist die Kreditvergabe durch Alternative Investment Fonds (AIF) erst seit dem Jahr 2015 in Deutschland zulässig. Auch international könnte sich die positive Entwicklung von Private Debt weiter fortsetzen: Preqin prognostiziert bis zum Jahr 2025 ein Wachstum von 11,4 Prozent. Jüngste Zahlen deuten zudem darauf hin, dass das Wachstum noch deutlicher ausfallen könnte.⁴⁵ Damit gehört Private Debt auch global gemeinsam mit Private Equity und Infrastruktur zu den am stärksten wachsenden Segmenten.

Abbildung 33

Private Equity: Niedrige Korrelation mit anderen Anlageklassen

Vierteljährliche Korrelation von Private Equity (PE-Invest 1) mit Kapitalmarkt-Indizes

	PE-Invest 1	LPX 50	EURO STOXX 50	MSCI World	Barclays Bond Index	
PE-Invest 1		0,16	0,08	0,05	-0,19	2006 bis 2022
LPX 50	0,02		0,85	0,88	-0,05	
EURO STOXX 50	-0,08	0,97		0,89	-0,01	2017 bis 2022
MSCI World	-0,14	0,92	0,93		0,01	
Barclays Bond Index	-0,22	0,29	0,27	0,32		

Quellen: Unigestion, Bloomberg. Stand: 30. Juni 2022.

⁴⁵ Preqin prognostiziert bis zum Jahr 2026 ein Wachstum bei Private Debt von 17,4 Prozent.

Abbildung 34 **Private Debt: Potenzial für Diversifikation****Debt Index-Performance zu Zeiten der Coronapandemie** (Q1 2020, in Prozent)

Strukturierung	Index	Rendite Q1 2020
Öffentliche Märkte	Bloomberg Barclays HY Bond Index	-12,68
Hybrid	S&P/LSTA Leveraged Loan Index	-13,05
Private Märkte	Preqin Private Debt Index	-7,55
	Cliffwater Direct Lending Index	-4,84

Quellen: Preqin, Cliffwater, Tikehau Capital. Stand: November 2021.

Gerade das starke Wachstum von Private Debt wirft ein Schlaglicht darauf, wie dringend Investoren auf der Suche nach neuen Renditequellen waren und sind. Eine Form von Private Debt stellt Direct Lending dar. Direct-Lending-Kreditgeber stellen eine Finanzierung an Unternehmen ohne die Beteiligung von Finanzintermediären (Banken), die in der Regel erstrangig besichert ist. Hauptkreditnehmer im Direct-Lending-Markt sind mittelständische Unternehmen, die von Private-Equity-Gesellschaften gehalten werden. Einer der Gründe für den hohen Zuwachs im Euroraum nach 2012 war das sich verschärfende Regulierungs- und Finanzierungsumfeld für Banken nach der Finanzkrise. Dies führte dazu, dass mittelständische Unternehmen nach alternativen Finanzierungsquellen suchten. Heute beträgt der Finanzierungsanteil von Banken an mittelständischen Unternehmen, die von Private-Equity-Gesellschaften gehalten werden, nur noch elf Prozent.

Wie hat sich Private Debt in der Vergangenheit in Bezug auf die Diversifikationseigenschaften verhalten? Einige Private-Debt-Segmente fielen in Krisenzeiten durch eine vergleichsweise stabile Performance auf (siehe Abbildung 34). Zwar kam es im Konjunkturabschwung häufig zur Verletzung von Kreditvertragsauflagen. Durch das Anpassen von Vertragsklauseln beziehungsweise Nebenabreden in Kreditverträgen (Covenants) konnte jedoch meist ein

Ausfall vermieden werden. Allerdings gilt: Grundsätzlich sind die Kreditnehmer an den privaten Kreditmärkten denselben fundamentalen Risiken ausgesetzt wie an den öffentlichen Anleihemärkten.

Infrastruktur: Starkes Wachstum, defensive Eigenschaften

Infrastruktur macht etwa sechs Prozent der Alternative Investments aus. Bei deutschen institutionellen Investoren beträgt der durchschnittliche Anteil am Portfolio 3,8 Prozent (SAA: 4,8 Prozent) und stellt damit nach Private Equity die zweitgrößte alternative Anlageklasse dar.

Die Aussichten für Infrastruktur sind in den nächsten Jahren positiv: Preqin erwartet bis 2026 ein dynamisches Wachstum von 16,6 Prozent. Ein Grund dafür sind die Fiskalmaßnahmen in den USA und Europa, die erhebliche Investitionen in die Infrastruktur nach sich ziehen werden. Diese sind notwendig für die grüne Transformation der Volkswirtschaften. So schätzt die Organisation „G20 Global Infrastructure Hub“, dass bei den Infrastrukturinvestments bis 2040 noch eine Lücke von 15 Billionen US-Dollar besteht, um die Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen zu erreichen.

In der Vergangenheit haben Infrastrukturinvestments ein vergleichsweise gutes Diversifikationspotenzial gezeigt (siehe Abbildung 35).⁴⁶ Grund dafür sind die defensiven Eigenschaften des Segments: Die Zahlungsströme sind planbar, das Segment ist wenig zyklisch und bietet einen Schutz vor Inflation sowie eine geringe Volatilität. Vor allem staatlich regulierte und vertraglich vordefinierte Infrastrukturprojekte sind bezüglich der Verteilung eher mit festverzinslichen Wertpapieren vergleichbar und weisen somit auch eine Sensitivität zu Veränderungen des Realzinses auf.

Kritische Bewertung

Die klassische Asset Allocation mit traditionellen Anlageklassen steht vor Herausforderungen in einem strukturell volatileren Kapitalmarktumfeld mit höherer Inflation und Zinsen. Was können Investoren also tun? Sie können einerseits innerhalb der Asset Allocation darauf reagieren. Andererseits kann es lohnenswert sein, den Blick zu weiten: Das trifft auf die Auswahl der richtigen Investmentstrategien zu (siehe Abschnitt 4.1) und auch auf Alternative Investments. Letztere stellen kein Allheilmittel dar – dafür ist das Feld der Alternatives zu heterogen, wie wir oben diskutiert haben.

Zu den Potenzialen gehört grundsätzlich eine bessere Diversifikation des Portfolios durch die Hinzunahme von Alternative Investments. In der Vergangenheit konnten bestimmte Anlageklassen durchaus zu einer besseren Risikostreuung beitragen.

Hohes Diversifikationspotenzial hat das Segment Infrastruktur gezeigt, das in den kommenden Jahren dynamisch wachsen sollte. Grund für die historisch gute Diversifikationswirkung sind dessen defensive Eigenschaften. In der Coronazeit allerdings wurden manche dieser Investments stärker getroffen als in anderen Rezessionszeiträumen. Das zeigt: Es hängt stark von den Eigenschaften der Krise ab, wie Alternative Investments im Portfolio wirken können.

Private Debt fällt ebenfalls durch sehr positive Wachstumsprognosen ins Auge. Einige Formen von Private Debt haben in Krisenzeiten eine stabile Performance geliefert – doch auch in diesem sehr heterogenen Segment ist ein genauer Blick zwingend erforderlich. Bei Private Equity war das Diversifikationspotenzial in den vergangenen Krisen im Durchschnitt der (sehr heterogenen) Strategien eher limitiert, weil Private Equity in der Tendenz ähnlich wie der Aktienmarkt reagierte. Dies gilt aber nicht pauschal – Investoren können durch die Aus-

Abbildung 35

Infrastruktur: Potenzial für Diversifikation

Kumulierte Renditen über verschiedene Krisenzeiträume

	Dotcom-Krise (Sep. 01 bis Dez. 2002)	Finanzkrise (Jun. 2008 bis Mrz. 2009)	Coronakrise (Dez. 2019 bis Mrz. 2020)
MSCI World	-25,5 %	-42,6 %	-14,3 %
Infra300 (EDHEC)	51,6 %	-28,5 %	-7,9 %

Quellen: BAI, MSCI, EDHEC. Stand: September 2022.

⁴⁶ Mehr zu Infrastrukturinvestments findet sich im [White Paper Risikomanagement 2021 „Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?“](#)

wahl geeigneter Strategien beispielsweise mit Fokus auf Anlagen aus dem Small- und Mid-Cap-Bereich die Diversifikation ihres Portfolios verbessern – diese waren in Krisen weniger abhängig von den Entwicklungen an den öffentlichen Märkten. Zudem ist gerade bei Private Equity die Managerauswahl entscheidend. Gelingt diese, kann die Anlageklasse positiv zu Rendite und Diversifikation im Portfolio beitragen.

Exkurs: Immobilieninvestments in einer veränderten Welt

Der Ukrainekrieg und seine (wirtschafts-) politischen Folgen haben auch Auswirkungen auf die globalen Immobilienmärkte. In Verbindung mit den pandemiebedingten Umbrüchen werden in den nächsten Jahren weitere Veränderungen erwartet. Wir behandeln die Assetklasse Immobilien im Rahmen dieser Studie als überblicksartigen Exkurs.

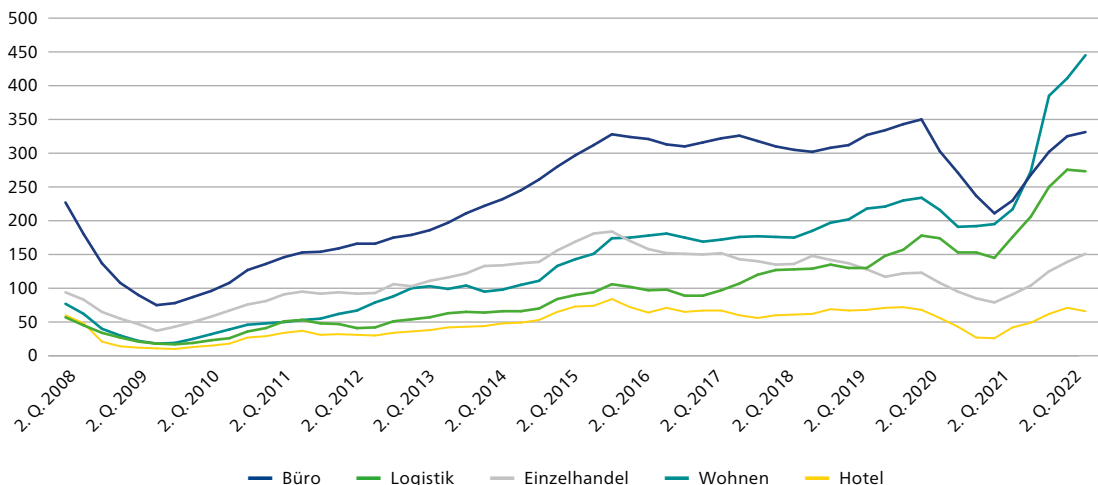
Vor Ausbruch des Ukrainekrieges hatten sich die Immobilienmärkte zunächst von den unmittelbaren Auswirkungen der Coronapandemie erholt. Das Transaktionsvolumen war über alle Nutzungsarten hinweg bis Ende 2021 und vor allem im ersten Quartal 2022 wieder deutlich gestiegen. Insbesondere bei Wohn- und Logistikimmobilien zeigte sich eine sehr starke Nachfrage, aber auch die besonders von der Pandemie betroffenen Märkte der Hotel- und Einzelhandelsimmobilien konnten wieder eine zunehmende Transaktionsaktivität vorweisen. Das gilt grundsätzlich auch für Büroimmobilien, wenn auch noch nicht die Niveaus von vor der Pandemie erreicht wurden (siehe Abbildung 36).

Die weitere Entwicklung steht seit Jahresbeginn allerdings zusehends unter dem Einfluss von zwei übergeordneten Themen: Dies ist zum einen eine so nicht erwartete stärkere Persistenz inflationärer Entwicklungen rund um den Erdball und deren Auswirkung auf Geldpolitik

Abbildung 36

Ukrainekrieg bremst Post-Pandemie-Erholung

Entwicklung des globalen Transaktionsvolumens in Milliarden Euro (rollierendes Zwölf-Monats-Volumen)



Quelle: Real Capital Analytics. Stand: 30. Juni 2022.

und Zinsniveau. Zum anderen hat die russische Invasion in der Ukraine auf mehreren Ebenen Folgen vor allem für Europa. Daraus ergeben sich einige Herausforderungen, die einen längerfristigen Anpassungsprozess der Immobilienmärkte erwarten lassen. Auf diese wird nachfolgend im Einzelnen näher eingegangen, um am Schluss abzuschätzen, wie die Entwicklung unter Berücksichtigung der vielfältigen Einflussfaktoren in den nächsten Jahren aussehen könnte und welche Strategien sich demzufolge ableiten lassen.

Ukrainekrieg

Die dramatische Entwicklung des offenen kriegerischen Konflikts mit unabsehbaren humanitären und wirtschaftlichen Folgen für die Ukraine wie auch für Russland versetzt viele Menschen und auch uns in Sorge. Die wirtschaftlichen Effekte des Krieges wie beispielsweise die (nochmals) stark gestiegenen Öl- und Gaspreise dürften die globale Konjunktur in den kommenden Monaten erheblich belasten. Inwieweit dies auch auf den Immobilienmarkt ausstrahlt, hängt unter anderem davon ab, wie lange und in welcher geografischen Ausbreitung der Krieg andauert. Damit verbunden ist die Frage, welche weiteren Sanktionen noch verhängt werden und wie die wirtschaftliche Entwicklung dadurch weiter belastet wird. Insbesondere in Europa kann dies die Flächen- nachfrage seitens der Mieter verringern und dazu führen, dass diese schwächer als zuletzt prognostiziert ausfällt.

Es zeigt sich, dass der Krieg die während der Pandemie entstandenen Unsicherheiten an den Märkten wieder aufflammen lässt. Nachdem sehr viele Marktakteure vor Kriegsausbruch noch mit einem Aufholeffekt „post Corona“ gerechnet haben und sich dies auch im deutlich gestiegenen Transaktionsvolumen widerspiegelt hatte, ist diese Zuversicht nun wieder einer zunehmenden Zurückhaltung gewichen. Auf der Investoreseite wird daher nun noch stärker auf Objekt- und Lagequalitäten geach-

tet. Darüber hinaus wird bei den Anlagestrategien auch noch intensiver über Diversifizierung nachgedacht, also über die Streuung des Risikos über verschiedene Immobiliensektoren und Regionen. Die geografische und wirtschaftliche Nähe zu Russland und der Ukraine belegt europäische Immobilien dabei mit einer geopolitischen Risikoprämie – insbesondere osteuropäische Märkte wie Polen, Tschechien und die Slowakei.

Im Allgemeinen dürften Investoren in Krisenzeiten eher „sichere Häfen“ suchen, weshalb es durchaus vorstellbar ist, dass große, stabile Märkte wie London, Berlin, Paris und Amsterdam perspektivisch verstärkt in den Investorenfokus rücken. Dort kann es dann zu einer vergleichsweise hohen Nachfrage und einer deutlich stärkeren Ausdifferenzierung hinsichtlich der Objekt- und Lagequalitäten kommen. Immobilien, die nur starre Konzepte ermöglichen und sich in weniger attraktiven Lagen befinden, dürften weniger Abnehmer finden – sowohl auf der Mieter- als auch auf der Investoreseite.

Zudem wird das Thema Nachhaltigkeit bei Investitionsentscheidungen an Bedeutung gewinnen. Sowohl die EU-Taxonomie-Verordnung als auch die Pandemie haben die Beachtung von ESG-Kriterien in der Immobilienbranche verstärkt. Die im Zuge des Krieges immer wichtigeren Themen Energiesicherheit und -effizienz haben die Nachhaltigkeit noch mehr in den Vordergrund gerückt.

Inflation und Baukosten

Bereits seit Mitte 2021 sind die Inflationszahlen spürbar gestiegen und befinden sich auch weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Gründe dafür sind unter anderem anhaltende Lieferengpässe und stark erhöhte Energie- und Lebensmittelpreise; in den USA haben gleichzeitig großzügige Coronahilfen zu einer überschießenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage geführt. Dies sorgt schon für sich genommen,



das heißt ohne die Konsequenzen für Zinsen (siehe nachfolgenden Abschnitt), für eine geringere Planungssicherheit bei den Unternehmen, weshalb diese entsprechend vorsichtiger hinsichtlich zukünftiger Vermietungsentscheidungen sein dürften. Dadurch könnte die Flächennachfrage vorerst geringer ausfallen und sich der Marktmietpreisausblick ebenfalls abschwächen.

Auf der anderen Seite führt die erhöhte Inflation bei indexierten Mietverträgen zu anziehenden Vertragsmieten und damit zu steigenden Erträgen der Immobilien. Wenn die Vertragsmiete nach der Indexierung noch auf dem Niveau der dann gültigen Marktmiete liegt, ist darüber hinaus ein Werteffekt im Rahmen der Bewertung möglich, der im Gesamtkontext mit anderen Bewertungsfaktoren stabilisierend wirkt. Gewerbe- und auch Wohnimmobilien bieten insofern durchaus einen guten Inflationsschutz, der – wenn auch zeitlich versetzt – in großen Teilen die Inflationsentwicklung abbildet.

Die indexbasierten Mietanpassungsklauseln sind dabei je nach Nutzungsart und Land unterschiedlich ausgestaltet und greifen teilweise erst bei der Überschreitung eines entsprechenden Schwellenwerts. Insofern reagieren indexierte Vertragsmieten oftmals etwas zeitverzögert. Mietverträge können je nach Land an unterschiedliche Indizes wie zum Beispiel Verbraucherpreis-Index oder Bau-Index gekoppelt sein beziehungsweise länderspezifischen Mietanpassungsvereinbarungen unterliegen. Grundsätzlich muss aber bei allen Anpassungen stets auch die Miettragfähigkeit berücksichtigt werden, die in den verschiedenen Nutzungsarten unterschiedlich ist und auch von der jeweiligen Branche des Mietvertragspartners und dessen Bonität abhängt.

Auch die steigenden Baukosten haben insbesondere in den zurückliegenden beiden Jahren die Mietpreisentwicklung gestützt. Schließlich

müssen die gestiegenen Baupreise erwirtschaftet und damit – soweit durchsetzbar – höhere Nettokaltmieten für Neubauprojekte und sanierte beziehungsweise modernisierte Flächen verlangt werden. 2020 und 2021 gab es – bedingt durch Materialknappheit, Lieferkettenengpässe und die vor allem zuletzt erheblich zunehmenden Energiepreise – Baukostensteigerungen von etwa 7,5 Prozent pro Jahr. Eine weitere spürbare Baukostenerhöhung bei Projekt- und Bestandsentwicklungen, Instandhaltungen und Mieterausbauten zeichnet sich ab, wobei die Höhe noch nicht exakt abzuschätzen ist.

Die Kehrseite der stark gestiegenen Baukosten ist allerdings, dass es gerade bei Projektentwicklungen zu deutlichen Kostensteigerungen gekommen ist und auch weiter kommen wird. Dasselbe gilt für Bestandsmaßnahmen, die dazu dienen, die Attraktivität und nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit der Objekte zu erhalten und zu erhöhen. Auch Fertigstellungstermine haben sich oftmals verzögert. Demzufolge sind Investitionen in Projektentwicklungen derzeit noch einmal mit einem höheren Risikoprofil belegt. Es bedarf eines sehr selektiven Vorgehens gerade bei noch weiter in der Zukunft liegenden Projektfertigstellungen und einer äußerst professionellen Vertragsgestaltung, um die Baukostenrisiken erfolgreich zu managen. Die zu erwartende rückläufige Zahl an Projektentwicklung kann perspektivisch zu einer Verknappung des Angebots führen und damit auch die Mietentwicklung zukünftig stützen.

Steigende Zinsen

Als Reaktion auf die anhaltend hohen Inflationsraten haben viele Zentralbanken die Zinsen erhöht. Aus dieser Entwicklung ergeben sich zwangsläufig Auswirkungen auf die Immobilienmärkte: Zunächst verteuern steigende Zinsen die Finanzierung von Immobilieninvestments. Gerade Investoren, die mit hohem Fremdkapitaleinsatz agieren, stehen vor großen Herausforderungen in ihren Investitions-



modellen. Es ist zu erwarten, dass sich vor allem diese Akteure zunächst aus dem Markt zurückziehen oder weniger aktiv sein werden. Daher dürfte das Transaktionsvolumen auf den internationalen Immobilienmärkten in den kommenden Quartalen sinken.

Außerdem stärkt ein erhöhtes Zinsniveau alternative Anlageformen. So sind die Renditen für als sicher geltende Staatsanleihen weltweit teils deutlich gestiegen. Auf diese Weise geraten die Immobilienrenditen unter Druck und steigen. Allerdings kann es noch einige Monate dauern, bis das neue Marktumfeld allgemein akzeptiert ist und sich ein angepasstes Preisniveau herausgebildet hat.

Fazit

Die aktuelle Situation ist in ihrem Zusammenspiel diverser Einflüsse mit unterschiedlichen Wirkmechanismen für Immobilien beziehungsweise Immobilienfonds (Erträge, Kosten, Immobilienwerte) überdurchschnittlich komplex. Das von sehr hoher Unsicherheit geprägte Marktumfeld erfordert ein sehr umsichtiges, risikoadäquates Vorgehen – insbesondere bei neuen Akquisitionen. Aber für eigenkapitalstarke Investoren können sich bereits zeitnah gute Investitionsmöglichkeiten ergeben. Die Ausbildung eines neuen Marktniveaus bleibt dabei abzuwarten.

Resiliente Nutzungsarten bedienen dabei vor allem wesentliche menschliche Grundbedürfnisse: Wohnen, Essen, Schlafen. Unter der Prämisse, dass zumindest in attraktiven Lagen die drohenden Steigerungen bei den Nebenkosten an die Nutzer weitergegeben werden können, bieten diese auch in wirtschaftlich unsicheren Zeiten eine hohe Ertragskraft und

Stabilität. Das sollte für Wohnimmobilien ebenso gelten wie für die Güter des täglichen Bedarfs (Nahversorgung) und die dazugehörigen Logistikketten. Dies trifft aber ausdrücklich auch auf moderne Büroimmobilien in sehr guten Lagen (Homeoffice-Polarisierungsgewinner) zu, die das Bedürfnis nach Begegnung, sozialem Austausch und Kollaboration bedienen.

Allgemein ist und bleibt auch perspektivisch Nachhaltigkeit ein äußerst wichtiges Thema – nicht zuletzt vor dem Hintergrund der deutlich gestiegenen Energiepreise und der verstärkten Diskussionen um die Energiesicherheit beziehungsweise -unabhängigkeit. Trotz sich stark verändernder Rahmenbedingungen ist der politische Wille zur nachhaltigen Transformation klar erkennbar und in nationalen, produktbezogenen regulatorischen Anforderungen festgehalten. Zukünftige ESG-Anforderungen, die in allen Nutzungsarten relevanter werden, können am besten in hochwertigen Gebäuden neueren Baujahrs beziehungsweise im Rahmen von Sanierungen umgesetzt werden. Die strengeren regulatorischen Vorgaben – etwa durch die EU-Offenlegungsverordnung – sollten daher als Chance betrachtet werden. Eine vorausschauende Portfoliogestaltung und die Berücksichtigung von physischen und transitorischen Risiken bieten Opportunitäten für eine langfristig gesicherte Performance.



4.3 Weitere Strategiealternativen in einem Umfeld höherer Volatilität

Neben der von uns geschilderten Lösung der Alpha-Extraktion über eine Multi-Manager-Strategie sowie der Betrachtung von Alternative Investments bieten sich für das von uns erwartete Umfeld höherer Makro- und Kapitalmarktvolatilitäten weitere Vorgehensweisen an.

Aufgrund von Einschränkungen in der Umsetzung, insbesondere aufgrund der verwendeten Instrumente, sind diese nicht Fokus der vorliegenden Studie. Dennoch beschreiben wir sie – der Vollständigkeit halber – im Folgenden kurz.

Eine naheliegende Alternative in einem Umfeld zunehmender Makrovolatilität und geopolitischer Unsicherheit sind explizite Volatilitätsstrategien, die über Optionen oder entsprechende Handelsstrategien umgesetzt werden. Neben der vergleichsweise hohen Komplexität und möglicherweise regulatorischen Einschränkungen im Einsatz von Derivaten spricht allerdings noch ein weiteres Argument eher gegen diese Vorgehensweise: Ein hoher Anteil entsprechender Strategien setzt auf die Prämieinnahmen durch eine Short-Position auf die Volatilität. Diese Vorgehensweise wäre nur dann profitabel, wenn die implizite Volatilität die (zunehmende) realisierte Volatilität überkompensiert. Damit ist der erwartete Anstieg der Schwankungsbreiten nicht per se positiv für diese Strategien. Vielmehr ist auch auf diesem Feld eine gezielte und fachgerechte Auswahl geeigneter Strategien nötig, um von diesem Lösungsansatz profitieren zu können.

Ähnliches gilt für eine weitere Variante der derivativen Umsetzung von Anlageentscheidungen in der Asset Allocation: asymmetrische Optionspositionen. Durch das asymmetrische Profil können Investoren an „vorteilhaften“ Schwankungen im Sinne der Positionierung partizipieren, wohingegen Verluste auf den

Prämieinsatz begrenzt werden. Auch diese Strategie ist allerdings davon abhängig, inwiefern die Kosten für die Optionen (Prämien, implizite Volatilität) das neue Kapitalmarktumfeld reflektieren. Hinzu kommen auch hier mögliche (regulatorische) Einschränkungen im Einsatz der Instrumente.

Grundsätzlich wächst bei allen geschilderten Lösungsbausteinen die Bedeutung der taktischen gegenüber der strategischen Asset Allocation (TAA beziehungsweise SAA). In der Phase der Great Moderation mit ausgeprägt positiver Kapitalmarktentwicklung lagen stabile Trends der Assetklassen bei überschaubaren Schwankungen vor. Im Rahmen der SAA mit ihren ausgedehnten Entscheidungszeiträumen ergaben sich deshalb Investmentchancen. Im aktuellen und zukünftigen Regime sind die Renditeerwartungen der SAA niedriger, aber die Schwankungen der Renditen höher. Die Bedeutung der TAA nimmt also zu, um diese kurzfristigeren Schwankungen zu nutzen. Investmentprozesse sollten diese Anforderung berücksichtigen.



5 Fazit

5 Fazit

Mit der Coronapandemie und dem Krieg in der Ukraine ist die mehrere Jahrzehnte andauernde Phase der Great Moderation endgültig Geschichte. Die Kombination aus vorteilhaften strukturellen Veränderungen und verlässlicher (Geld-)Politik (gepaart mit einer Reihe glücklicher Umstände), die der Weltwirtschaft zwischen 1985 und 2020 eine überdurchschnittliche Stabilität verliehen hat, existiert nicht mehr.

Doch die nun anbrechende Phase der Great Transformation birgt ebenfalls Chancen: Die seit der Finanzkrise dominierende säkulare Stagnation gehört mittel- und langfristig der Vergangenheit an – zumindest in den USA. Nach der akuten Krisenphase (mit Rezession und überschießender Teuerung) erwarten wir strukturell höhere Wachstums- und Inflationsraten als in der vergangenen Dekade. Verantwortlich dafür ist neben der digitalen und grünen Transformation der Ökonomien auch die stark stimulierende Fiskalpolitik.

Klar ist aber auch, dass die Great Transformation deutlich volatil sein wird als die Great Moderation. Die Gründe dafür sind vielfältig. Wir rechnen mit mehr Angebots- und Makroschocks als in den vergangenen Jahrzehnten: Die Blockbildung wird schneller voranschreiten und mit ihr auch die Restrukturierung zentraler Lieferketten. Auf dem Weg dahin werden nicht immer Effizienz und Kostendisziplin an erster Stelle stehen. Denn auch der Staat wird ökonomisch wieder eine größere Rolle einnehmen, etwa wenn es darum geht, strategisch

Abbildung 37

Great Transformation: Ein neues Kapitalmarktumfeld bildet sich

Ökonomie		Kapitalmarkt / Lösungen	
Great Moderation	Great Transformation	Great Moderation	Great Transformation
Neoliberalismus	Starker Staat / Industriepolitik	Diversifikation	Positive Korrelation
Austerität	Defizite	Asset Allocation	Erweiterung um Strategy Allocation
Fed Put	Fiscal Put	Globale Allokation	Block-Allokation
Steuersenkungen	Steuererhöhungen	(Nominale) Anleihen	Linker, Rohstoffe, Infrastruktur
Disinflation	Inflation	Long-Duration-Anlagen	Short-Duration-Anlagen
Globalisierung	USA/China-Großmachtwettbewerb	Growth-Aktien*	Value- & Growth-Aktien
Just in time	Just in case	Technologie*	IT, Infrastruktur, Banken
Stabilität	Volatilität	Gold	Kupfer, Nickel, Energie
		Traditionelle Assetklassen	Erweiterung um Alternative Investments

* Gilt insbesondere für die Phase nach der Finanzkrise 2008.
Quelle: Union Investment.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

wichtige Wirtschaftsbereiche im eigenen Land anzusiedeln und damit mehr Unabhängigkeit von politischen Rivalen zu erreichen.

Subventionen werden zwar grundsätzlich Investitionen ankurbeln, allerdings wird wohl nicht jeder Anreiz richtig gesetzt werden. Unternehmen und Konsumenten müssen sich in jedem Fall auf eine Phase geringerer Planungssicherheit einstellen. Dazu trägt auch die Geldpolitik bei, die eher zum Volatilitätsherd denn zum Stabilitätsanker werden dürfte. Wie sich in der aktuellen Krise bereits gezeigt hat, könnten veränderte Strategien der Notenbanken in bestimmten Fällen dafür sorgen, dass die Währungshüter eher zu spät als zu früh auf Überhitzungstendenzen der Wirtschaft und steigende Inflationsraten reagieren.

Die erhöhte Makrovolatilität führt auch am Kapitalmarkt zu erhöhten Schwankungsbreiten. Unter sonst gleichen Bedingungen im Vergleich zu Niedrigvolatilitätsphasen sind geringere Erträge und verschlechterte Diversifikationseigenschaften die Folge. Die risikoadjustierten Renditen klassischer Asset-Allocation-Portfolios sinken, insbesondere aus realer Sicht. Denn die gleichzeitig strukturell erhöhte Inflation schmälert die Ertragslage.

Die Erfolgskonzepte aus der Phase der Great Moderation – wie der Fokus auf die eher träge strategische Asset Allocation mit vielen statischen und teils passiven Elementen – gehören deshalb auf den Prüfstand. Bereits im vergangenen Jahr haben wir Empfehlungen für Portfolioanpassungen an die Post-Corona-Welt gegeben: Die Beimischung von Rohstoffen (insbesondere Industriemetallen, die von der grünen Transformation profitieren), inflationsgeschützten Anleihen (Linker) sowie Infrastruktur- und Immobilienaktien können in der Ära der Great Transformation Renditepotenziale heben. Ähnliches gilt für eine größere Balance bei den Aktienstilen Growth und Value.

Gleichzeitig bedarf es einer Erweiterung des klassischen Multi-Asset-Blicks um eine Multi-Strategie-Perspektive. Durch die Konzentration auf marktneutrales Alpha in Verbindung mit einem maximalen Grad an Unabhängigkeit ergänzter Strategien (untereinander und mit Blick auf das bestehende Portfolio) können gezielt Diversifikationsvorteile wiederhergestellt und risikoadjustierte Renditen verbessert werden. Um aus den zugrunde liegenden anspruchsvollen Prozessen Kapital schlagen zu können, sind allerdings ein ausgereiftes analytisches Framework und eine entsprechende fachliche Expertise entscheidend.

Auch ein Blick auf Alternative Investments (inklusive Immobilien) kann im aktuellen Umfeld lohnen. Die Anlagestrategien dieses heterogenen Felds folgen zum Teil ganz unterschiedlichen Trends. Je nach Auswahl und Kombination bieten sich hier ebenfalls Möglichkeiten zur Diversifikation. Ein Allheilmittel für volatile Marktphasen sind sie aber nicht – entscheidend sind die zielgenaue Ausrichtung der Strategie und eine entsprechende Managerauswahl.

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 alten Strategien können in der neuen Welt Rendite kosten und sogar zu realem Kaufkraftverlust führen.



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: 12. Oktober 2022, soweit nicht anders angegeben.



Wir arbeiten für Ihr Investment

Herausgeber:

Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
Deutschland

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

institutional@union-investment.de

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

Stand: Oktober 2022

