


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

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, purple, and pink. 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



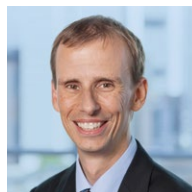
Philipp Brugger
Senior Investment Advisor
bei Union Investment



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	07
2.1	Von Great Inflation und Great Moderation zur Great Transformation	08
2.2	Die Zukunft der Volatilität	10
3	Schwankungen voraus: Die Reaktion des Kapitalmarkts	14
3.1	Historische Analyse: Anlageklassen in Volatilitätsregimen	15
3.2	Kapitalmarkteigenschaften unterschiedlicher Volatilitätsregime	17
3.3	Strukturell höhere Inflation als zusätzlicher Gegenwind	19
4	Investieren in einer volatilen Welt	21
4.1	Multi-Manager-Strategien als Alpha-Quelle	22
4.2	Alternative Investments als weitere Diversifikationsquelle	27
5	Fazit	31

1 Einleitung

1 Einleitung

Die Great Moderation ist vorbei. Die Ära, die seit Mitte der 1980er Jahre die Weltwirtschaft prägte, hatte sich durch eine enorme Stabilität ausgezeichnet. Dies sorgte an den Kapitalmärkten für einen langen Boom mit geringen Schwankungsbreiten. Doch nun herrscht ein neues Regime, das wir als Great Transformation bezeichnen.¹

Dieses neue Regime verändert auch die Investmentwelt spürbar: Wir erwarten für eine längere Phase mehr Volatilität, aber auch mehr Inflation und – insbesondere in den USA – mittelfristig mehr Wachstum.

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

Was sind Ursachen und Treiber für die erhöhte Makrovolatilität? Was bedeuten die höheren Schwankungsbreiten der Makrofaktoren für den Kapitalmarkt – mit Blick auf Volatilität, Rendite, Korrelation und damit Diversifikation? Welche Lösungen bieten sich Investoren in diesem Umfeld?

¹ Karl Polanyi bezeichnete mit der Great Transformation den tiefgreifenden Wandel der westlichen Gesellschaftsordnung im 19. und 20. Jahrhundert. Auch in den vergangenen Jahren griffen Historiker die Theorien von Polanyi auf. Wir beziehen uns bei der Bezeichnung nicht auf diesen theoretischen Unterbau, sondern schreiben begrifflich passend den Kanon aus Great Inflation und Great Moderation fort.



2 Die Weltwirtschaft im Phasenwechsel: Auf Stabilität folgt Volatilität

2 Die Weltwirtschaft im Phasenwechsel: Auf Stabilität folgt Volatilität

Die Pandemie hat das Kapitalmarktumfeld nachhaltig verändert: Langfristige Trends haben begonnen sich zu verschieben und den Grundstein für den Ausbruch aus dem Makroregime aus schwachem Wirtschaftswachstum und Disinflation gelegt.

Im nächsten Jahrzehnt erwarten wir einen sich beschleunigenden technologischen Wandel, eine nachhaltige Veränderung in der Wirtschaftsphilosophie und eine schnellere Neuordnung der globalen Wirtschaftsbeziehungen.

Der Ukrainekrieg hat diese Entwicklungen verstärkt: Energiesicherheit wird zum kategorischen Imperativ, grüne Transformation ist das Leitbild, und die Blockbildung zwischen den USA und China manifestiert sich endgültig.

2.1 Von Great Inflation und Great Moderation zur Great Transformation

Wir erwarten mittelfristig ein höheres reales Wachstum, einen höheren gleichgewichtigen Realzins sowie eine höhere Inflation – insbesondere in den USA.²

Wir gehen zudem davon aus, dass die Great Transformation deutlich volatiler sein wird als die Great Moderation. Diese löste ab 1985 die Great Inflation ab und zeichnete sich durch sehr geringe Wachstums- und Inflationsvolatilität aus. Drei Treiber haben dies begünstigt.

1. Glückliche Umstände

Die makroökonomischen Schocks sind während der Great Moderation – abgesehen von der Finanzkrise – vergleichsweise harmlos ausgefallen.³ Der wichtigste Schock war sogar ein positiver: das Ende des Kalten Krieges. Die Gefahr globaler Krisen sank, die internationale Arbeitsteilung nahm sprunghaft zu – ein Grundstein für strukturelle Veränderungen.

² 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 die umfangreichen Fiskalpakete für einen Investitions- und Produktivitätsschub. In Europa dürften wichtige Zukunftsinvestitionen vor allem in den digitalen 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 (siehe: <https://ui-link.de/endederwachstumsschwaechen>).

³ 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 etwa die Ölpreisschocks der 1970er Jahre oder die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009.



2. Vorteilhafte strukturelle Veränderungen

Eine weitere Erklärung beruht auf drei Entwicklungen. Erstens gab es Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen: Deregulierung, mehr Wettbewerb auf Güter- und Arbeitsmärkten und das Wachstum des globalen Handels sowie der Wegfall von Kapitalverkehrskontrollen dürften dazu beigetragen haben, dass Schocks eine geringere Wirkung auf Wachstum und Inflation hatten als früher.

Zweitens: die geringere Wachstumsvolatilität. Neben der niedrigeren Volatilität des Konsums von langlebigen Wirtschaftsgütern und der Investitionen ist vor allem die Lagerkomponente⁴ von Bedeutung. Die Lagerhaltung wirkte während der Great Moderation tendenziell antizyklisch und damit volatilitätsdämpfend. Fortschritte im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien haben effizientere Produktions- und Lieferprozesse ermöglicht. Bessere Informationen über die Endnachfrage und die Produktion gepaart mit sinkenden Transportkosten haben zu effizienten globalen Lieferketten nach dem Prinzip „just in time“ geführt. Dies verringerte nicht nur das absolute Ausmaß der Lagerhaltung, sondern erleichterte auch die Anpassungen bei Nachfrageschwankungen.

Drittens: ein sich selbst verstärkender Effekt. In einem relativ stabilen Umfeld mit fallenden Güterpreisen und der Überzeugung, dass Produktionskomponenten jederzeit verfügbar sind, werden Lagerkosten minimiert. Dies wirkte ebenfalls dämpfend auf die Volatilität der Wachstumsraten.

3. Verlässliche (Geld-)Politik

Auch die Geldpolitik dürfte einen Beitrag geleistet haben. Die Geldpolitik während der Great Inflation wird häufig als „Stop-go-Politik“ bezeichnet: In der „Go“-Phase versuchten die Notenbanken, den Arbeitsmarkt 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.

Die Abkehr von der „Stop-go-Politik“ wurde Mitte der 1980er Jahre eingeläutet. Die Geldpolitik orientierte sich seither an geschätzten Zielgrößen und versuchte, Abweichungen vorausschauend zu steuern. Ab 1994 wurde darüber hinaus eine verlässliche Kommunikationsstrategie zu einem integralen Bestandteil der Geldpolitik. Sie wurde insgesamt deutlich besser prognostizierbar. Dadurch konnten die Inflationserwartungen in den vergangenen knapp 30 Jahren erfolgreich stabilisiert werden. Die Geldpolitik wandelte sich von einer Volatilitäts- zu einer Stabilitätsquelle.

Die Konsequenzen geringerer Volatilität

Das Ergebnis dieser Entwicklungen war eine deutlich geringere Wachstums- und Inflationsvolatilität, die sich in erheblich längeren Expansionsphasen und selteneren Rezessionen niederschlug.

Mit zunehmender Persistenz der niedrigeren Makrovolatilität setzte sich an den Kapitalmärkten die Überzeugung durch, dass dieser Zustand von Dauer sein würde. Deshalb ließen sich niedrigere Risikoprämien und eine höhere Risikoneigung rechtfertigen. Allerdings führte dies zwischenzeitlich zu Exzessen mit entsprechend destabilisierender Wirkung, wie sich 2008 mit der Finanzkrise zeigte.

⁴ 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.



2.2 Die Zukunft der Volatilität

In den vergangenen knapp drei Jahren hat die realwirtschaftliche Volatilität dramatisch zugenommen. Die Pandemie und der Ukrainekrieg haben Verwerfungen nach sich gezogen, wie beispielsweise eine Lieferketten- und eine Energiekrise. Sie haben auch den Übergang in ein neues Wachstumsregime zementiert, das sich durch längerfristig erhöhte Makrovolatilität auszeichnet.

Die Gründe dafür sind vielfältig. Im Folgenden arbeiten wir die erwarteten Wirkungen einiger 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 säkulare Stagnation beendet.⁵ Dieses Regime war durch eine Nachfrageschwäche gekennzeichnet, die die weit-

gehend 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 Anzeichen für eine Überhitzungsphase. Dies ist ein Indiz dafür, dass es in der gesamten Periode in vielen Bereichen ein Überschussangebot gab, insbesondere am Arbeitsmarkt.

Doch dieser strukturelle Slack bei wichtigen Produktionsfaktoren (neben Arbeit auch Rohstoffe) scheint nun aufgebraucht. Für eine Wirtschaft, die näher an der Vollauslastung agiert, besteht jedoch die Gefahr, in regelmäßigen

Abbildung 1 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.

⁵ Vgl. unser White Paper Risikomanagement 2021: Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios? (siehe: <https://ui-link.de/rmk21>)



Abständen zu überhitzen. Wir erwarten daher die Rückkehr des klassischen Konjunkturzyklus. Zumal auch die Notenbanken dem Zyklus tendenziell etwas länger freien Lauf lassen als in den vergangenen Jahrzehnten. Die Folge: mehr Wachstums- und Inflationsvolatilität.

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 wird restrukturiert. Wahrscheinlich ist, dass es immer wieder zu Angebotschocks kommen wird. Das hat spätestens die durch den Krieg in der Ukraine ausgelöste globale Energiekrise gezeigt.

Bei den fossilen Energieträgern wird die fehlende Planungssicherheit über die zukünftige Nachfrage notwendige Anpassungsmechanismen auch in Zukunft erschweren. Die Folge wird eine zu geringe Angebotsausweitung trotz steigender Preise sein. Auf der Nachfrage-seite werden die Anpassungsmechanismen durch 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.

Instabilität droht auch von den Lieferketten grüner Technologien. Viele benötigen Rohstoffe wie Kupfer und Lithium, der Bedarf wird kräftig steigen. Ob das Angebot mithalten kann, ist fraglich. Langfristige Rohstoffinvestitionen verlangen ein Mindestmaß an Planungssicherheit. Genau diese ist aber aktuell kaum gegeben.

Während das Endergebnis all dieser Entwicklungen zwar ein resilienteres und unabhängigeres Energiesystem sein wird, wird der Weg dorthin 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 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 Abhängigkeiten von globalen Lieferketten sensibilisiert. Während es den westlichen Regierungen primär um strategisch relevante Bereiche wie Halbleiter und kritische Mineralien geht, überdenken auch immer mehr Unternehmen ihre Lieferketten. Reshoring, Nearshoring und Friendshoring werden zunehmen.

Daraus folgt, dass lokale Angebots- und Nachfragebedingungen wichtiger 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 für die Inflationsvolatilität. In der Vergangenheit wirkte die Globalisierung vor allem bei Güterpreisen volatilitätsdämpfend. Hinzu kamen positive Spillover-Effekte der Disinflation in entwickelten Ländern auf aufstrebende Volkswirtschaften. Dieser Trend wird sich umkehren: Güterpreise werden volatiler werden, und die Spillover-Effekte von Industrieländern auf Schwellenländer werden ins Negative drehen.



Staatliche Eingriffe und institutionelle Rahmenbedingungen

→ höhere Erwartungsvolatilität

In der Great Moderation standen insbesondere in den USA klar die Unternehmensinteressen im Vordergrund. Staatliche Eingriffe waren auf ein Minimum beschränkt. Der Strukturwandel der nächsten Jahrzehnte wird aber nur mit einer stärkeren staatlichen Lenkung möglich sein. Diese bringt eine erhöhte Unsicherheit mit sich. Die aktuelle Energiekrise zeigt, dass das Handeln der Politik bei deutlich höheren Energiepreisen und zunehmendem öffentlichem Druck erratischer wird und zuweilen falsche Anreize setzt.⁶

Geldpolitik

→ mehr Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilität

Die Geldpolitik befand sich bereits vor der Pandemie im Wandel. So führte die Strategieanpassung der Fed 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 neue Strategie erlebte allerdings einen Fehlstart: Die großen Zentralbanken haben zu spät auf den sich verbreiternden Inflationsdruck reagiert und mussten beziehungsweise müssen stärker als geplant auf die geldpolitische Bremse treten.

Wir gehen davon aus, dass die Geldpolitik zukünftig eher volatilitätssteigernd wirken wird: zum einen im Hinblick auf Wachstum und Inflation, weil sie später auf zyklische Schwankungen reagiert als in der Vergangenheit. 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: Die Notenbanken werden keine vollkommene Entankerung der Inflationserwartungen zulassen.

Geopolitische Risiken und Blockbildung

→ mehr Erwartungsvolatilität

Spätestens seit dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs stehen die geopolitischen Risiken bei vielen Unternehmen auf der Prioritätenliste ganz oben. Die viel weitreichenderen Auswirkungen für Unternehmen sind aber vom strategischen Wettbewerb zwischen dem Westen und China zu erwarten. Beide Blöcke streben offensichtlich eine Entkoppelung an. Die Folge dürfte eine Trennung strategischer Lieferketten, des Datenverkehrs und vermutlich auch des Finanzsystems sein.

Die 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.

⁶ Siehe etwa die extrem kostspieligen und in Teilen undifferenzierten Fiskalpakete in Großbritannien aus dem September 2022, die inzwischen mehrheitlich auch schon wieder zurückgenommen wurden.



Fazit

Von den wichtigsten Stabilitätsquellen der Great Moderation wird in Zukunft eher eine volatilitätstreibende Wirkung ausgehen. Wir erwarten, dass auf Sicht des nächsten Jahrzehnts (und vermutlich darüber hinaus) die Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilitäten höher sein werden als in den vergangenen Dekaden. Die Folgen dieser Entwicklung sind:

- Mehr Wachstumszyklus: kürzere Expansionsphasen und häufigere, aber in ihrem Verlauf klassischere Wachstumsrezessionen
- Mehr Inflationszyklus
- Mehr Divergenz zwischen den Blöcken (Entkoppelung) und mehr Konvergenz innerhalb der Blöcke (Friendshoring)
- 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

Durch den Übergang in eine neue Phase – 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

Wir haben den Zusammenhang zwischen beiden Volatilitäten über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten empirisch untersucht. Konkret geht es um die grundsätzliche Verbindung zwischen der Schwankungsbreite zentraler Makrovariablen und der Volatilität verschiedener Anlageklassen.

Neben 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 analysiert⁷:

- **ISM Manufacturing:** Der Einkaufsmanagerindex 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 Preisunterkomponente des ISM Manufacturing berechnet sich nach den Antworten der Einkaufsmanager auf die Frage nach den gezahlten Preisen für Vorleistungsgüter.
- **US Economic Policy Uncertainty Index:** Indikator, der auf Basis einer breiten Palette von US-Nachrichtenquellen die wirtschaftspolitische Unsicherheit in den USA abbildet soll.⁸
- **US Monetary Policy Uncertainty Index:** Indikator, der auf Basis einer breiten Palette von US-Nachrichtenquellen die aktuelle geldpolitische Unsicherheit in den USA abbildet soll.⁹
- **US Monetary Policy Surprise Index:** Von Union Investment entwickelter Indikator, der die Abweichung der tatsächlichen von der für diesen Zeitpunkt zuvor erwarteten Geldpolitik misst.¹⁰

⁷ Der Fokus liegt dabei auf der US-Wirtschaft, da diese nach wie vor die größten Effekte auf die globalen Kapitalmärkte hat.

⁸ Zur genauen Konstruktion siehe Baker, Bloom, Davis – Measuring Economic Policy Uncertainty; NBER Working Paper Series, Oktober 2015. (siehe: <https://ui-link.de/policyuncertainty>).

⁹ Der Indikator liefert damit Hinweise auf das aktuelle Sentiment der Marktteilnehmer mit Blick auf die Geldpolitik.

¹⁰ 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.

In unserer Analyse konnten wir eine positive simultane Korrelation von Makrovolatilität und den Volatilitäten unterschiedlicher Anlageklassen mit hoher Stabilität und Konsistenz über verschiedene Indikatoren hinweg feststellen.

Klare Zusammenhänge bestehen etwa zwischen der Schwankung der Inflation und den Rohstoffpreisen, insbesondere im Falle angebotsseitiger Schocks. Das ist insofern erwartbar, da die Rohstoffpreise ein wesentlicher Treiber der Inflation sind.

Daneben gibt es Zusammenhänge bei der Volatilität der Aktienmärkte (USA, Vereinigtes Königreich, Deutschland und insbesondere Japan) mit der geldpolitischen Unsicherheit in den USA. Die Schwankungsbreite von Staats- und Unternehmensanleihen weist starke Zu-

sammenhänge mit der Volatilität des makroökonomischen Sentiments auf, aber auch mit geldpolitischen Überraschungen (siehe Abbildung 2).

Im nächsten Schritt erweitern wir unsere Analyse um Volatilitätsregime. Dabei teilen wir die historisch beobachteten Volatilitäten der jeweiligen Makrovariablen in verschiedene Regime ein:

- „Niedrige Volatilität“
→ 25. Perzentil¹¹
- „Durchschnittliche Volatilität“
→ 25. bis 75. Perzentil
- „Erhöhte Volatilität“
→ > 75. Perzentil

Abbildung 2 **Starker Zusammenhang zwischen Makro- und Kapitalmarktvolatilität**

Simultane Korrelationen der Fünf-Jahres-Volatilitäten

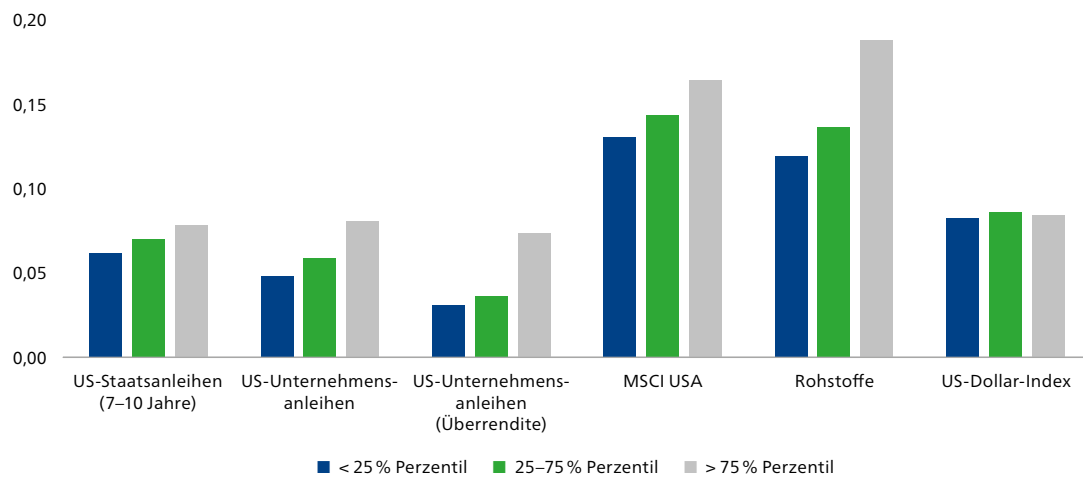
		US-Staatsanleihen (7-10 Jahre)	US-Unternehmensanleihen	US-Unternehmensanleihen (Spreads)	MSCI USA	MSCI Japan (in USD)	MSCI UK (in USD)	MSCI Germany (in USD)	Rohstoff-Index	Energie	Industriemetalle	Edelmetalle	US-Dollar-Index
Wachstumsvolatilität	Reales US-BIP	0,34	0,47	0,48	0,26	-0,19	0,36	-0,04	0,31	-0,24	-0,07	0,40	-0,17
	US-Industrieproduktion	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
Erwartungsvolatilität	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.

¹¹ Die Volatilität des Indikators liegt innerhalb der unteren 25 Prozent der untersuchten historischen Fälle.

Abbildung 3 **Wachstumsvolatilität treibt Kapitalmarktvolatilität**

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



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

Für verschiedene Variablen können wir zeigen, dass Regime erhöhter Makrovolatilität von erhöhter Kapitalmarktvolatilität begleitet werden. Das gilt insbesondere für die Schwankungsbreite der Kurse von Risikoanlagen wie

Aktien, Unternehmensanleihen und Rohstoffe. Auch für Staatsanleihen ist der erwartete positive Zusammenhang zwischen Makrovolatilität und Volatilität der Anleihekurse nachweisbar.

3.2 Kapitalmarkteigenschaften unterschiedlicher Volatilitätsregime

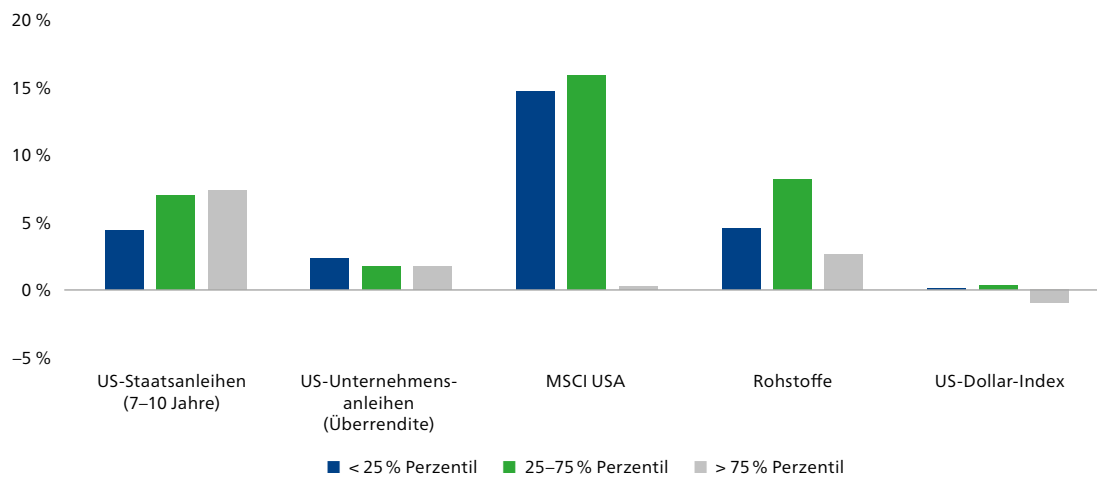
Steigt am Kapitalmarkt die Volatilität, schwanken die erzielbaren Renditen stärker und fallen insgesamt geringer aus. Höhere Volatilität bedeutet höhere Risikoprämien – und dies geht letztlich zulasten der Renditen.

In unserer Analyse haben wir zusätzlich den Ursprung der Kapitalmarktvolatilität bestimmt. Kommt sie eher von den Aktien- oder den Rentenmärkten?

Abbildung 4 zeigt, dass Aktienanlagen im Regime erhöhter Volatilität deutlich geringere Erträge generieren als in Phasen niedriger und durchschnittlicher Volatilität. Dieses Muster gilt

auch für andere Risiko-Assets – und zwar unabhängig vom Ausgangspunkt der Volatilität. Die Überrenditen des Credit-Markts gegenüber Staatsanleihen sind im Regime niedriger Volatilität maximal. Steigt die Schwankungsbreite, nehmen die Renditen leicht ab.

Bei Rohstoffinvestments macht es hingegen einen Unterschied, welchen Ursprung die

Abbildung 4 **Höhere Kapitalmarktvolatilität lässt die Renditen sinken****Jährliche Rendite ausgewählter (Sub-)Assetklassen nach Volatilitätsregimen des Aktienmarkts**

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

Kapitalmarktvolatilität hat. Sind es die Aktienmärkte, die für die Volatilität sorgen, so sind die Renditen reduziert (siehe Abbildung 4). Sind es die Rentenmärkte (nicht abgebildet), so liefern Rohstoffe relativ gute Erträge – insbesondere in Phasen erhöhter Volatilität. Die Volatilität der Rentenmärkte ist häufig von einer größeren Schwankungsbreite der Inflation geprägt. Gerade in jenen Phasen, in denen sprunghaft steigende Rohstoffnotierungen die Teuerung in die Höhe treiben, steigen auch die Renditen von Rohstoffinvestments.

Für Investoren ist es darüber hinaus wichtig abzuschätzen, welche Effekte ein Hochvolatilitätsregime in Bezug auf die Korrelation zwischen den Anlageklassen und damit die Diversifikation im Portfolio hat.

Bekannt ist, dass die Korrelation von Aktien und Staatsanleihen (aus als ausfallsicher geltenden Staaten) in Schockphasen sprunghaft steigen kann. Wir haben deshalb untersucht, inwiefern die Korrelationen sich verschieben, wenn die Volatilität nicht aufgrund eines sin-

gulären Schockereignisses ansteigt, sondern aus strukturellen Gründen.

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

- Prägt die Aktienvolatilität das Umfeld, so funktioniert die Aktien-Renten-Korrelation gut. Anleihen sind in der Lage, Kursverluste von Aktien (teilweise) abzufedern.
- Prägt die Zinsvolatilität das Umfeld, so gilt die Aktien-Renten-Korrelation nicht mehr. Anleihen tragen nur noch geringfügig zur Stabilisierung von gemischten Portfolios bei.

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

Auch auf die regionale Diversifikation können sich Investoren im Fall erhöhter Volatilität nicht verlassen: So steigt etwa die Korrelation zwischen US-amerikanischen und deutschen Aktien deutlich von circa 0,56 (Regime geringer Volatilität) auf 0,78 (Regime erhöhter Volatilität). Ähnliches gilt für die Korrelation von

Aktien mit anderen Assetklassen: Die Korrelation von US-Aktien- und Rohstoffinvestments verdoppelt sich vom Regime mit geringer gegenüber erhöhter Volatilität von 0,1 auf 0,2. Für ein Multi-Asset-Portfolio bedeutet dies eine weiter abnehmende Diversifikation.

3.3 Strukturell höhere Inflation als zusätzlicher Gegenwind

Das beschriebene Umfeld spiegelt sich auch in unseren langfristigen Kapitalmarktprognosen¹² wider: Vergleichen wir unsere Erwartungen für die kommenden fünf Jahre mit den seit 2000 durchschnittlich erzielbaren nominalen Renditen, fällt auf, dass zwar die Aktienerträge im 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 zu beobachten, dass sich der zuvor jahrelange Trend kontinuierlicher Kursgewinne umkehrt. Insbesondere für Anlagen, die in Portfolios institutioneller Investoren in Deutschland überproportional vertreten sind (wie Euro-Staatsanleihen und Covered Bonds), ist dieser Effekt problematisch.

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.

Zusätzlichen Gegenwind erhalten allerdings sämtliche prognostizierten Erträge vom struk-

turell höheren Inflationsniveau, das die real erzielbaren Renditen weiter sinken lässt. Auf Grundlage der realisierten Teuerung und von Inflationsprognosen¹³ haben wir auch die historischen und erwarteten realen Renditen analysiert.

Historisch konnten Staatsanleihen aus dem Euroraum und Covered Bonds positive reale Returns erzielen. Der Blick in die Zukunft auf Basis unserer Fünfjahresprognosen zeigt, dass dies mit den genannten Anlageklassen mittelfristig nicht mehr möglich sein dürfte.

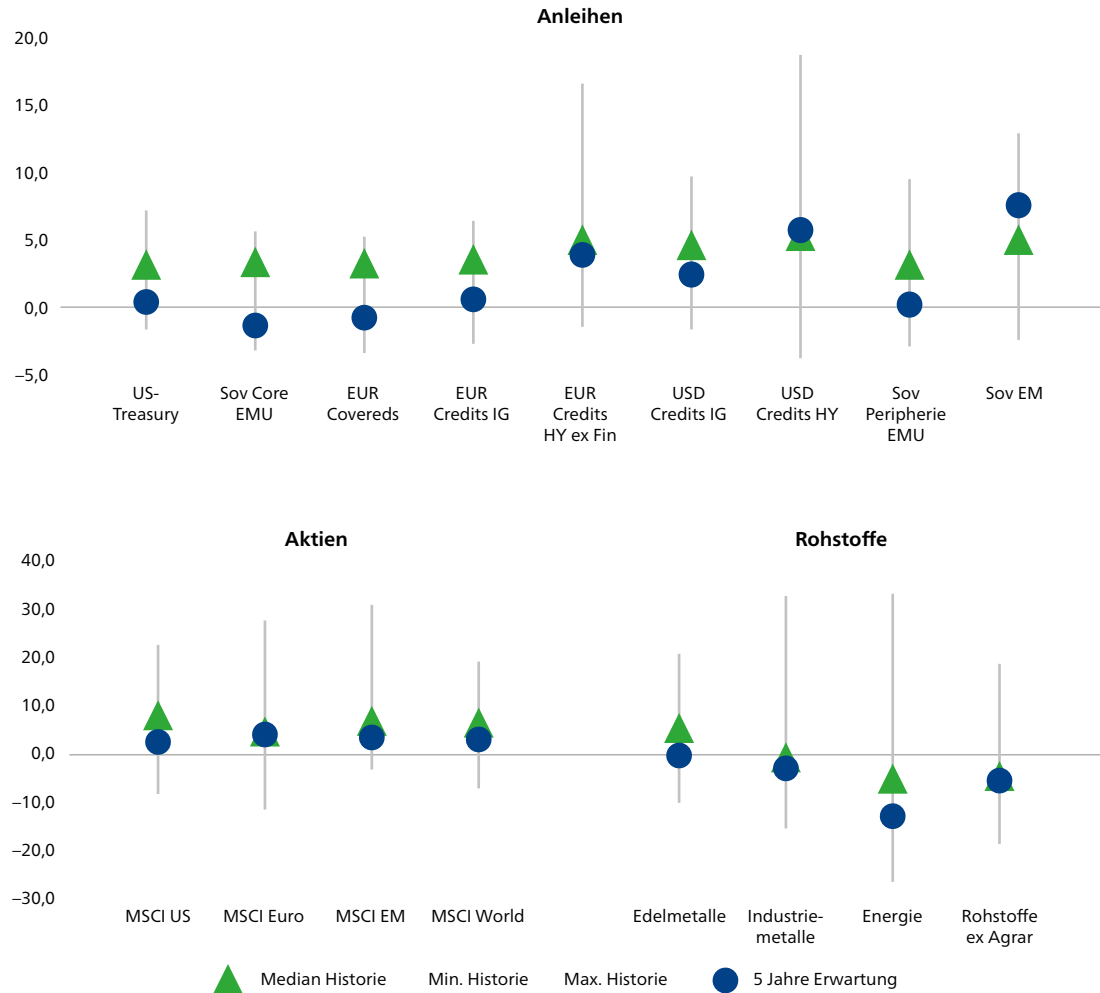
Bei stark ausgeprägtem Home Bias kann eine solche Anlagestrategie zu realem Kaufkraftverlust führen. Aktien lassen in diesem Umfeld noch positive reale Erträge erwarten, wenn auch unter deutlich erhöhter Volatilität.

¹² 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.

¹³ Es handelt sich um Prognosen des internen „Volkswirtschaftlichen Roundtable“ des DZ Bank-Konzerns.

Abbildung 5 **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.

4 Investieren in einer volatilen Welt

4 Investieren in einer volatilen Welt

Was bedeuten die 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. Der Fokus lag dabei auf traditionellen Anlagen, die gleichzeitig einem gewissen Marktrisiko (Beta) unterliegen. Nun ergänzen wir unseren Instrumentenkasten und konzentrieren uns auf marktunabhängige Renditequellen (Alpha). Wir erweitern dabei den Multi-Asset-Blick um eine Multi-Strategy-Alternative.

Im Zentrum unserer Suche nach neuen Strategien steht das aktive Management. Denn dieses stiftet auch dann besonders großen Nutzen, wenn es sich daran orientiert, markt- und faktorunabhängige aktive Erträge (Alpha) zu generieren. Im zukünftigen Kapitalmarktumfeld dürfte dies – neben dem Abschöpfen

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

4.1 Multi-Manager-Strategien als Alpha-Quelle

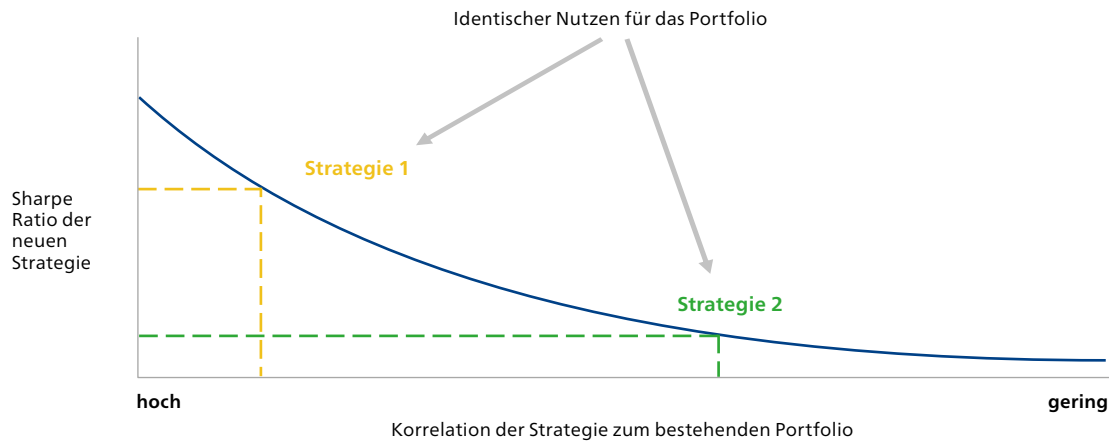
Multi-Manager-Strategien stellen eine Kombination verschiedener, zumeist unabhängiger Strategien in einem Portfolio dar.

Wichtig bei der Identifikation potenzieller Portfoliobausteine ist, zwischen systematischen und idiosynkratischen Risikofaktoren zu unterscheiden. Erstere bieten sich für die Analyse neuer Assetklassen und Strategien an (soweit sie diversifizierend gegenüber den spezifischen Treibern von Aktien- und Rentenanlagen wirken und ein vorteilhaftes Profil im erwarteten ökonomischen Regime besitzen). Mit einem sogenannten Multifaktormodell können wir jene Bausteine identifizieren, die die stärkste Ausprägung gegenüber dem gewünschten Profil systematischer Risikofaktoren besitzen.

Strategien mit Fokus auf idiosynkratische Risiken extrahieren Alpha als Performancequelle und wirken diversifizierend gegenüber systematischen Risiken, da sie idealerweise unabhängig von diesen sind. Sie sind zudem attraktiv bei der Kombination in einem Portfolio, wenn eine strukturelle Unabhängigkeit nicht nur zu systematischen Risiken und weiteren Portfolio-Bausteinen, sondern auch der verschiedenen Alphas untereinander besteht.

Dieses Argument ergänzt Abbildung 6: Nicht nur die isolierte Sharpe Ratio neuer Strategien



Abbildung 6 **Sharpe Ratio darf nie isoliert betrachtet werden****Zusammenhang zwischen Sharpe Ratio der neuen Strategie und Korrelation mit dem bestehenden Portfolio**

Quelle: Union Investment.

ist relevant, sondern auch deren Korrelation mit den bereits vorhandenen Bestandteilen des Portfolios. Gerade diese Korrelationen werden oft vernachlässigt – mit entsprechend negativen Auswirkungen für das Gesamtportfolio.

Identifikation neuer, unabhängiger Strategien

Für die Analyse und Selektion neuer Strategien nutzen wir das „Fundamental Law of Active Management“ von Grinold/Kahn¹⁴:

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

Die Formel beinhaltet:

- IR = Information Ratio¹⁵
- 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“ eines Investors (hier: Multi-Strategie-Manager) als den Zusammenhang zwischen dessen Prognose und der Realisierung finanzieller Kenngrößen (hier: Sharpe Ratio der selektierten Strategie). Bei gegebenem „Skill“ wird die risikoadjustierte Performance (Information Ratio oder Sharpe Ratio) des Portfolios von der Anzahl unabhängiger „Wetten“ („Breadth“, hier: selektierte Strategien) bestimmt. Je höher die Anzahl unabhängiger „Wetten“ bei gegebener positiver Prognosefähigkeit (Information Coefficient > 0

¹⁴ Richard C. Grinold (1989): „The fundamental law of active management“, The Journal of Portfolio Management Spring 1989, 15 (3) 30–37.

¹⁵ Die Information Ratio beschreibt die Überschussrendite eines Investmentfonds gegenüber seiner Benchmark im Verhältnis zum eingegangenen Fondsrisiko in Form des Nachbildungsfehlers (Tracking Error).

Abbildung 7 **Multi-Manager-Strategie kann Renditebeiträge liefern****Indizierte Wertentwicklung Multi-Manager-Strategie Absolute Return relativ zum Geldmarkt**

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

beziehungsweise erwartete Sharpe Ratio selektierter Strategien > 0), desto höher die erwartete risikoadjustierte Performance des Portfolios.

Dieser Zusammenhang bildet das Fundament für Multi-Strategie-Ansätze aus Alpha-Bausteinen. Eine erfolgreiche Strategie sollte sowohl „Skill“ als auch „Breadth“ berücksichtigen.

Bei Union Investment managen wir seit 2009 eine Multi-Manager-Strategie aus marktneutralen Strategien, die auf den genannten theoretischen Grundlagen aufsetzt und ein komplexes Analyse- und Selektions-Framework nutzt.¹⁶ Wir verwalten in der Strategie mehr als drei Milliarden Euro und haben mit ihr seit Auflage eine Information Ratio von 0,9 erzielt.

Dies belegt, dass die vorteilhaften Attribute einer Portfoliokonstruktion aus unabhängigen Alpha-Bausteinen in der Praxis nutzbar sind.¹⁷

Um höhere Ertragsziele zu realisieren, haben wir Anfang 2022 eine „Conviction“-basierte Variante dieser Multi-Manager-Strategie gestartet. Dabei prägt unsere Einschätzung der relativen Attraktivität der selektierten Manager („Skill“) die Gewichtung – bei der oben genannten risikoparitätischen Vorgehensweise ist es hingegen „Breadth“. Ein mit diesem Ansatz gesteuertes Mandat konnte 2022 trotz des schwierigen Kapitalmarktumfelds ermutigende Ergebnisse erzielen.

Von der Theorie in die Praxis

Wie kann die Implementierung einer Multi-Manager-Strategie in ein bestehendes Portfolio konkret aussehen? Dazu analysieren wir verschiedene Möglichkeiten der Strategie-Beimischung. Ausgangspunkt ist ein beispielhaftes Multi-Asset-Portfolio (siehe Abbildung 8).¹⁸

¹⁶ Ausführliche Details und Hintergrundinformationen zum Prozess liefert die Langversion dieses White Papers (siehe: <https://ui-link.de/rmk22>).

¹⁷ Die Strategie hat bislang in zwölf von vierzehn Jahren ein positives Anlageergebnis erzielt, bei einer Volatilität von weniger als zwei Prozent. Zudem zeigen Faktoranalysen nur sehr geringe Expositionen zu systematischen Risikofaktoren, was als Beleg für erfolgreiche Alpha-Extraktion gesehen werden kann.

¹⁸ Das Beispiel-Portfolio haben wir in unserem White Paper 2020 als typisch für deutsche institutionelle Investoren ermittelt. Es basiert auf den Daten der Bundesbank.

Zunächst analysieren wir die Auswirkungen auf das Rendite-Risiko-Verhältnis mit folgenden Strukturanpassungen:

- **5 Prozent Multi Manager Absolute Return (gleichmäßige Finanzierung):** Aus allen Assetklassen werden proportional gleiche Entnahmen vorgenommen. Neue Position: 5 Prozent.
- **10 Prozent Multi Manager Absolute Return (gleichmäßige Finanzierung):** Analog zur ersten Anpassung. Neue Position: 10 Prozent.
- **10 Prozent Multi Manager Absolute Return (Finanzierung: Kern-Staatsanleihen):** Aus der Position „Staatsanleihen aus dem Kern-Euroraum“ werden 10 Prozent entnommen. Neue Position: 10 Prozent.
- **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 Multi Manager Absolute Return-Strategien bei.

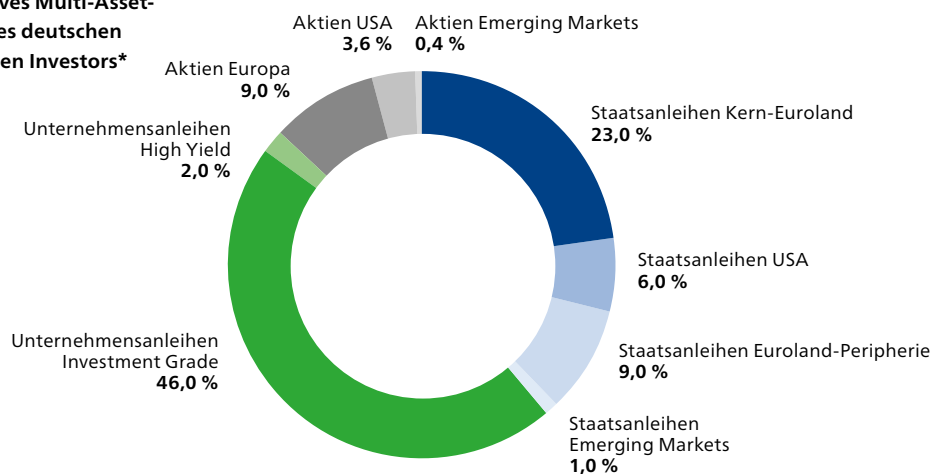
Um das veränderte Kapitalmarktumfeld der jüngeren Vergangenheit analysieren zu können, nutzen wir als Inputparameter die realisierten Renditen und Volatilitäten der einzelnen Anlageklassen von Anfang 2020 bis zum 31. März 2022. Das Ergebnis: Jede Beimischung der Multi-Manager-Strategie verbesserte das Rendite-Risiko-Verhältnis des Portfolios.

Die Gründe liegen in den Diversifikationseigenschaften von Alpha als Ertrags- und Risikobau-stein in einem ansonsten aus direktionalen Bausteinen bestehenden Multi-Asset-Portfolio, das aufgrund des veränderten Umfelds mit abnehmenden Diversifikationsmöglichkeiten konfrontiert ist. Allerdings lieferte erst die Beimischung von fast einem Drittel der Multi-Manager-Strategie (= risikoparitätische Optimierung) eine positive risikoadjustierte Rendite. Gründe sind der hohe Rentenanteil sowie der ausgeprägte Home Bias im Ursprungsportfolio.

Im nächsten Schritt nutzen wir als Inputparameter die fünfjährigen Ertragsprognosen von Union Investment sowie historische Volatilitäten. Dabei zeigt sich, dass nun wieder durchgehend positive Rendite-Risiko-Verhältnisse

Abbildung 8 Ausgangsportfolio für Beimischung von Multi-Manager-Strategien

Repräsentatives Multi-Asset-Portfolio eines deutschen institutionellen Investors*



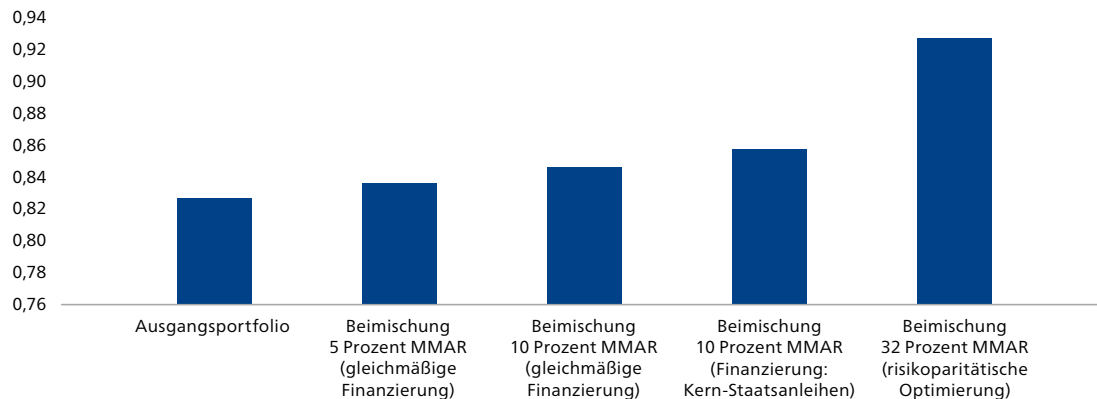
*Anlagen in Euro bzw. Euro-hedged.

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

Abbildung 9

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: Fünfjahresprognosen und historische Volatilitätsentwicklung. Quelle: Union Investment. Stand: 31. März 2022.

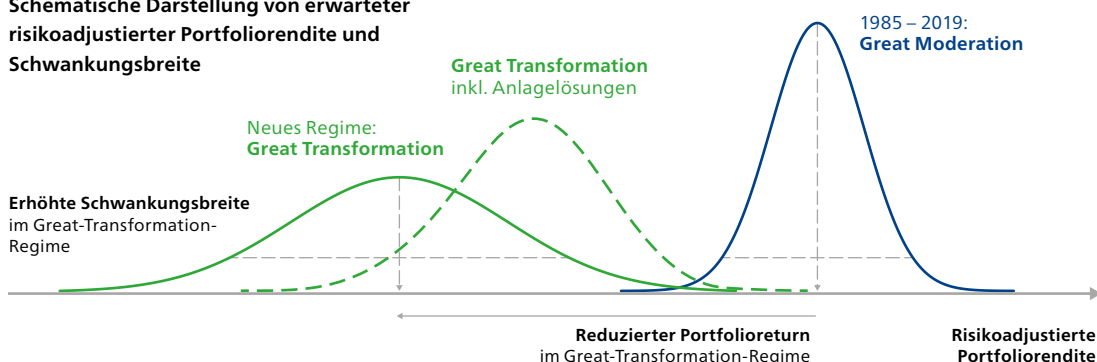
möglich sind. Zudem fällt die Verbesserung des Rendite-Risiko-Verhältnisses erneut umso stärker aus, je mehr Multi-Manager-Strategie beigemischt wird. Die Ergebnisse zeigen, dass sich vor dem Hintergrund der Great Transformation diese Strategien als Beimischung eignen. Neben Diversifikationseffekten bringen sie neue Ertragsquellen in das Portfolio ein, die strukturell weniger anfällig für die genannten Risikofaktoren erscheinen.

Diese Ergebnisse ergänzen die Empfehlungen aus unseren Veröffentlichungen zu den Risikomanagement-Konferenzen 2020 und 2021. Das Ziel bleibt: Lösungen für ein Umfeld erhöhter Volatilität, Korrelationen, Inflation und (Real-) Zinsen zu entwickeln. Denn die Great Transformation sorgt für reduzierte risikoadjustierte Renditeerwartungen und gleichzeitig erhöhte Schwankungsbreiten der Renditen (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10

Portfolio-Umstellungen können Renditeerwartungen erhöhen und Schwankungsbreiten reduzieren

Schematische Darstellung von erwarteter risikoadjustierter Portfolioerendite und Schwankungsbreite



Quelle: Union Investment.

[zum Inhaltsverzeichnis](#)

4.2 Alternative Investments als weitere Diversifikationsquelle

Wir erweitern die Analyse um zusätzliche, sehr heterogene (Sub-)Anlageklassen (alternatives Beta): die Alternative Investments. Nicht alle, aber einige stellen 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.

2021 sind die in diesem Segment angelegten Gelder weltweit um 20 Prozent gegenüber dem Vorjahr auf mehr als elf Billionen US-Dollar gewachsen.¹⁹ Die Assets under Management könnten bis zum Jahr 2025 auf weltweit über 17 Billionen US-Dollar ansteigen.²⁰

In Deutschland machen Alternative Investments bei institutionellen Investoren bereits einen beträchtlichen Anteil im Portfolio aus: Im Jahr 2021 waren es durchschnittlich 22,7 Prozent – rund ein Prozentpunkt mehr als 2020.²¹

Alternative Investments: Ein weites Feld

Eine abschließende Definition für Alternative Investments gibt es bisher nicht. Sie umfassen eine Vielzahl von Anlageklassen wie Private Equity und Hedgefonds sowie Private Debt, Real Assets (wie Infrastruktur und Immobilien) mit jeweils mannigfaltigen Strategien.

Grob lassen sich die Alternative Investments in zwei Gruppen einteilen: Die erste Gruppe ist überwiegend illiquide, da sie an nicht öffentlichen (also privaten) Märkten gehandelt wird. Dazu zählt die private Finanzierung (außerhalb

regulierter Märkte) über Fremd- und Eigenkapital von Unternehmen ebenso wie von Infrastruktur, Immobilien und Sachwerten wie Flugzeugen und Schiffen. Eine andere Gruppe, wie beispielsweise Rohstoffinvestments oder Kryptoassets, zeichnet sich durch – in Abstufungen – erhöhte Liquidität aus und ist an öffentlichen Märkten handelbar.

Alternative Investments sind ein heterogenes Feld mit verschiedenen Anlageklassen, spezifischen Treibern und Eigenschaften. Charakteristisch ist häufig ein hoher Grad an Intransparenz, Illiquidität und eine mangelnde Handelbarkeit verbunden mit Herausforderungen bei der Bewertung: Kursdaten sind (wenn überhaupt) oft nur quartalsweise verfügbar oder basieren auf Schätzungen mit zeitlicher Verzögerung. Dies kann zu geglätteten Renditen führen, die nicht vergleichbar mit jenen öffentlicher Märkte sind.

Zwar gibt es spezielle Indizes, aber sie sind häufig erst seit kurzer Zeit verfügbar (allerdings oft nicht öffentlich) und bilden die einzelnen Anlageklassen und -strategien in vielen Fällen nur unzureichend ab. Zudem weist die hohe Streuung innerhalb der Anlageklassen und zwischen den Strategien darauf hin, wie wichtig

¹⁹ McKinsey & Company: „Private markets rally to new heights – McKinsey Global Private Markets Review 2022“ (siehe: <https://ui-link.de/mckinsey>).

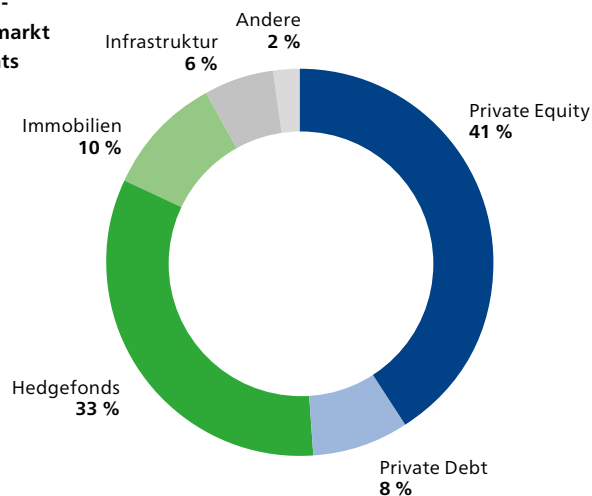
²⁰ Diese Prognose von Preqin basiert auf Daten aus dem Oktober 2020. Mittlerweile hat sich das Investmentumfeld verändert und eingetrübt, dies könnte sich auch auf die Wachstumsprognosen für Alternative Investments auswirken.

²¹ Die Zahlen basieren auf dem BAI Investor Survey 2021, bei dem 104 institutionelle Anleger aus Deutschland befragt wurden (siehe <https://ui-link.de/bai>).



Abbildung 11 **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.

Spezialwissen und die Auswahl des Managers sind: Dessen Kompetenz ist ausschlaggebend für die Rendite und ermöglicht – im Optimalfall – zusätzliche Diversifikation.

Diversifikation auf dem Prüfstand

Im Folgenden geben wir einen Einblick in Private Equity und Private Debt und untersuchen deren Diversifikationseigenschaften.

Traditionell haben Investoren Risiken vor allem über Staatsanleihen insbesondere bonitätsstarker Emittenten und Pfandbriefe abgesichert. In Zeiten sehr niedriger Zinsen und Anleiherenditen war dies eine zunehmend teure Absicherung, Investoren reduzierten entsprechend ihre Bestände.

In der Folge rückten Alternative Investments stärker in den Vordergrund. Diese Wertanlagen konnten interessante Potenziale zur Portfolio-

diversifikation unter Beweis stellen: In einer Untersuchung wurde anhand historischer Marktdaten die Performance von Alternative Investments in starken Rezessionen und Finanzmarkturbulenzen analysiert.²² Zwar liefert das Verhalten von Assets in solchen Krisen unter Aspekten des Risikomanagements wichtige Erkenntnisse, doch der langfristig orientierte Investor muss solche eher „punktbezogenen“ Resultate in Hinblick auf den Anlagehorizont einordnen können. Deshalb analysieren wir die längerfristige Korrelation, um das Diversifikationsverhalten außerhalb von Verlustphasen abzubilden.

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

²² Die Zeiträume in der Studie sind die Dotcom-Krise (2001 bis 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 wie beispielsweise die Coronapandemie, die geopolitische Entwicklung (insbesondere durch den Krieg in der Ukraine) und das Verlassen des Niedrigzinsumfelds durch die veränderte Geldpolitik der Notenbanken.

Investoren ein und investieren es in einzelne Unternehmen. Innerhalb der Alternative Investments ist Private Equity mit rund 41 Prozent die größte Assetklasse, bei deutschen institutionellen Investoren macht es einen Anteil von 4,5 Prozent am Gesamtportfolio aus.²³ International ist dieses Segment in den vergangenen Jahren dynamisch gewachsen, von 2010 bis 2020 mit einer jährlichen Rate von fast zehn Prozent. Prognosen aus dem Jahr 2020 zufolge könnte Private Equity bis zum Jahr 2025 um weitere 15,6 Prozent zulegen. Im Jahr 2021 war das Segment die erfolgreichste „private“ Anlageklasse mit einer gebündelten Rendite von 27 Prozent.²⁴

In der Vergangenheit hat Private Equity im Durchschnitt der recht heterogenen Strategien nur ein limitiertes Potenzial zur Diversifizierung in expliziten Krisenphasen gezeigt. Grund ist, dass 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.

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. Denn der Exit einer Private-Equity-Gesellschaft aus einem Unternehmen vollzieht sich meist durch einen Verkauf an einen strategischen Investor und nicht über einen Börsengang, was die direkte Korrelation mit dem Aktienmarkt reduziert.

Union Investment bietet seit dem Jahr 2006 mit dem „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 Frist²⁵ als auch seit Auflage der Strategie gilt (siehe Abbildung 12). Zumindest über längere

Abbildung 12

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	
MSCI World	-0,14	0,92	0,93		0,01	
Barclays Bond Index	-0,22	0,29	0,27	0,32		
						2017 bis 2022

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

²³ Quelle: „BAI Investor Survey 2021“ (siehe: <https://ui-link.de/bai>).

²⁴ Siehe Fußnote 20. Die Prognose von Preqin steht unter dem Vorbehalt, dass sich das Marktumfeld seitdem deutlich verändert hat.

²⁵ Hier: in den vergangenen fünf Jahren.

Abbildung 13 **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.

Zeitspannen können entsprechend ausgerichtete Private-Equity-Strategien also ein durchaus gutes Diversifikationspotenzial aufweisen.

Private Debt: Wachstum seit mehr als zehn Jahren

Private Debt bezeichnet Fremdkapitalinvestitionen (Kredite), die von Nichtbanken vergeben und die nicht an öffentlichen Märkten emittiert oder gehandelt werden. Die Kredite können Unternehmen betreffen, aber auch Investitionen in Infrastrukturprojekte, Immobilien oder andere Sachwerte (wie zum Beispiel Flugzeuge). Sie 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 ebenso wie private Unternehmen über Private Debt Geld leihen.

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.

Bis zum Jahr 2025 erwartet das Analysehaus Preqin ein Wachstum von 11,4 Prozent, jüngste Zahlen deuten darauf hin, dass es noch deutlicher ausfallen könnte.²⁶ Auch auf dem deutschen Markt wird das stärkste Wachstum im Alternative-Investment-Bereich bei Private Debt erwartet.²⁷

Einige Private-Debt-Segmente sind in Krisen durch eine vergleichsweise stabile Performance aufgefallen (siehe Abbildung 13). Durch das Anpassen von Vertragsklauseln beziehungsweise Nebenabreden in Kreditverträgen (Covenants) konnte meist ein Ausfall vermieden werden. Grundsätzlich sind die Kreditnehmer an den privaten Kreditmärkten aber denselben Risiken ausgesetzt wie an den öffentlichen Anleihemärkten.

²⁶ Preqin prognostiziert bis zum Jahr 2026 ein Wachstum bei Private Debt von 17,4 Prozent.

²⁷ Weitere Wachstumfelder sind laut Preqin Private Equity sowie Infrastruktur.

5 Fazit

5 Fazit

Die mit erheblichen Zuwächsen an den Kapitalmärkten einhergehende Great Moderation ist endgültig Geschichte. Doch die nun folgende Great Transformation bietet 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.

Die erhöhte Makrovolatilität führt auch am Kapitalmarkt zu erhöhten Schwankungsbreiten. Unter sonst gleichen Bedingungen im Vergleich zu Niedrigvolatilitätsphasen sind niedrigere 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.

Abbildung 14

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

Die Erfolgskonzepte aus der Phase der Great Moderation gehören auf den Prüfstand. Gleichzeitig bedarf es einer Erweiterung des klassischen Multi-Asset-Blicks um eine Multi-Strategie-Perspektive. Dazu sind 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. Entscheidend ist dafür die Ausrichtung der Strategie und eine entsprechende Managerauswahl.

Uns ist bewusst, dass – etwa aufgrund regulatorischer Vorgaben – nicht alle Investoren sämtlichen Empfehlungen folgen können. Dennoch sollten Investoren umdenken: Die alten Strategien können in der neuen Welt Rendite kosten und sogar zu realem Kaufkraftverlust führen.



The background features a blue-toned world map overlaid with various financial data points and line graphs. The data points are numerical values, some positive and some negative, scattered across the map. There are also several line graphs in different colors (green, purple, red) showing fluctuating trends. The overall aesthetic is professional and data-driven.

Klar ist, dass die Great Transformation deutlich volatiliter sein wird als die Great Moderation. Die Erfolgskonzepte aus der Phase der Great Moderation gehören damit auf den Prüfstand. Es bedarf unter anderem einer Erweiterung des klassischen Multi-Asset-Blicks um eine Multi-Strategie-Perspektive.

www.die-risikomanager.de

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit 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

