

White Paper Risikomanagement 2021:
Asset Allocation Strategy

Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios?

Michael Herzum, Sandra Ebner, Sven Schömer

A stylized world map in shades of blue and cyan serves as the background. A light blue, rounded rectangular box is positioned in the upper left quadrant, containing the text.

Die Investmentwelt post Corona wird sich von der Welt zuvor spürbar unterscheiden, insbesondere von den Jahren nach der Finanzmarktkrise 2008/2009. Welche langjährigen makroökonomischen Trends werden sich konkret verändern? Welche Implikationen ergeben sich daraus für die Kapitalmärkte, und wie sollten Investoren ihr Portfolio anpassen?

Inhalt

1	Einleitung	04
2	Die Investmentwelt vor Corona	06
2.1	„Wall Street“ schlägt „Main Street“	08
2.2	Technologie, Growth und die USA dominieren den Aktienmarkt	10
2.3	Hohe Diversifikation in Portfolios durch negative Korrelation von Aktien und Anleihen	11
3	Die Weltwirtschaft in der Pandemie: Langjährige Trends beginnen sich zu verschieben	12
3.1	Das Ende der Nachfrageschwäche und beschleunigter technologischer Wandel	13
3.2	Aufbruch zu mehr Wachstum in den USA, Chancen auch in Europa?	16
3.3	Eine Neuordnung der globalen Wirtschaftsbeziehungen	18
3.4	Höhere Produktivität, mehr Wachstum	22
3.5	Die Zukunft der Inflation	23
4	Investieren in der Post-Corona-Welt	27
4.1	Höhere US-Zinsen und weniger Diversifikation	29
4.2	Historische Analyse: Anlageklassen in Inflationsregimen	32
4.3	Schlussfolgerungen im Portfoliokontext	35
4.4	Investmentimplikationen einer neuen Weltordnung	38
4.5	Anlageklassen: Einschätzungen und Empfehlungen	42
Exkurs	Immobilien-Investments in der Post-Corona-Welt	49
5	Fazit	55
6	Anhang	58

1 Einleitung

1 Einleitung

Die Corona-Pandemie hat das private und das berufliche Leben stark verändert. Vieles spricht dafür, dass die Pandemie auch das Kapitalmarktumfeld nachhaltig beeinflussen wird.

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

Der sich anbahnende Wechsel im Makroregime hat wichtige langfristige Implikationen für Investoren. Denn er verändert den Ausblick für Anlageklassen, Investmentstile und Regionen, aber auch für die Diversifikation von Multi-Asset-Portfolios. Die USA nehmen einmal mehr eine Vorreiterrolle ein: Hier zeichnet sich der Wandel am deutlichsten ab. Aber über die internationalen Kapitalmärkte sind die Verschiebungen auch für europäische Investoren schon jetzt sichtbar, selbst wenn Europa bei seinem Strukturwandel letztlich in Tempo und Ausmaß hinter den USA zurückbleiben wird. Welche langjährigen makroökonomischen Trends werden sich konkret verändern? Welche Implikationen ergeben sich daraus für die Kapitalmärkte, und wie sollten Investoren ihr Portfolio anpassen? Diese Fragen werden im vorliegenden White Paper behandelt.

Im folgenden Kapitel 2 beschreiben wir die zentralen Trends an den Kapitalmärkten vor Corona, die nun im Zuge der Pandemie auslaufen könnten. Zudem geben wir eine knappe Erklärung für das aus unserer Sicht dominante Wirtschaftsregime der vergangenen Jahrzehnte. In Kapitel 3 erläutern wir, warum wir in der laufenden Dekade gute Chancen für einen Übergang der Weltwirtschaft in ein Umfeld höheren Wirtschaftswachstums und ein Ende der Disinflation sehen. Der Fokus liegt dabei auf den USA, da sich hier die Parameter unter einer neuen US-Regierung dynamischer verschieben, als dies in Europa aktuell der Fall ist. Das Kapitel endet mit den für Investoren wichtigsten makroökonomischen Ableitungen: Neben einem höheren nominalen Wirtschaftswachstum sind dies ein beschleunigter technologischer Wandel, eine Förderung der Investitionstätigkeit, eine höhere Produktivität, mehr Staatsausgaben sowie ein etwas höherer US-Zins.

Kapitel 4 beschreibt detailliert die wesentlichen Investmentimplikationen nach Corona innerhalb der Anlageklassen, aber auch im Multi-Asset-Kontext. Es liefert Analysen und Empfehlungen, wie Investoren das Drehbuch für ihre Portfolios ändern sollten. Im Zentrum steht ein klassisches Aktien-Renten-Portfolio, das wir durch Allokation und Selektion an das neue Umfeld anpassen.



2 Die Investmentwelt vor Corona

2 Die Investmentwelt vor Corona

Seit Anfang 2020 hält Corona die Welt fest im Griff. Die Pandemie hat nicht nur viele Todesopfer gefordert und dramatische Einschnitte in das Alltagsleben vieler Menschen zur Folge gehabt. Auch die Auswirkungen auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte waren und sind bis heute massiv.

Einige der wirtschaftlichen Konsequenzen werden vorübergehend sein, andere werden die Kapitalmärkte, Ertragserwartungen und Investmentstrategien nachhaltig beeinflussen.

Um diese Veränderungen einordnen und wirklich verstehen zu können, sollten wir zunächst einen Blick in den Rückspiegel werfen. Denn das Kapitalmarktumfeld zwischen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 und dem scharfen Corona-Einbruch im Frühjahr 2020 war in vielerlei Hinsicht ein besonderes. Die Investmentwelt – und damit auch der Blick auf die Assetklassen – war geprägt von verschiedenen übergeordneten Trends, die sich teilweise überlagerten und gegenseitig bedingten:

- Eine Outperformance des Finanzmarktes gegenüber der realen Wirtschaft
- Fallende Renditen am Rentenmarkt bis (teilweise) weit in den negativen Bereich
- Eine Dominanz von Technologieaktien
- Eine persistente und deutliche Outperformance des Investmentstils Growth gegenüber Value¹ und von qualitativ hochwertigen defensiven Aktien
- Eine erhebliche Outperformance des US-Aktienmarktes gegenüber sämtlichen anderen entwickelten Regionen
- Eine negative Korrelation zwischen Aktien- und Bondkursen

¹ Growth-Unternehmen weisen auch in einem schwachen Wachstumsumfeld ein vergleichsweise hohes Umsatzwachstum auf. Die Auszahlungen an Investoren (in Form von Dividenden) fallen aber eher (weit) in der Zukunft an. Value-Aktien sind Anteile an substanzstarken Unternehmen mit einer vergleichsweise stabilen Gewinnentwicklung, die aber zum aktuellen Investitionszeitpunkt unterbewertet sind.



2.1 „Wall Street“ schlägt „Main Street“

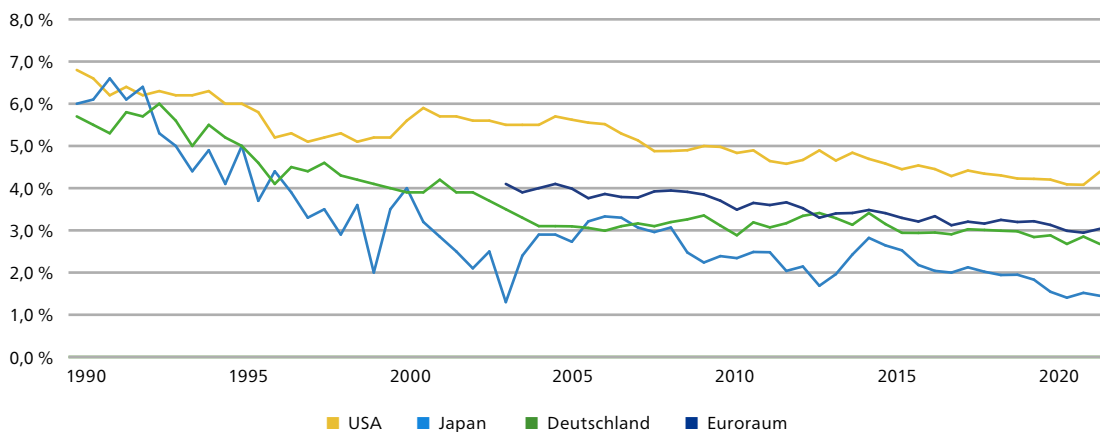
Ein geringes Wirtschaftswachstum bei einer gleichzeitig anhaltend niedrigen Inflationsrate: Die sogenannte „säkulare Stagnation“ war eines der bestimmenden Narrative an den Kapitalmärkten seit der Finanzkrise 2008/2009. Tatsächlich spricht jedoch viel dafür, dass sich das Phänomen bereits ab dem Beginn des Jahrtausends verfestigte und die Lehman-Krise dann zu einer abrupten Starre führte.

In Europa war diese Entwicklung besonders ausgeprägt. So fiel das Wachstum durch die aus der Finanzmarktkrise resultierende Eurokrise sogar noch verhaltener aus als in den USA. Ähnliches galt für die Inflationsrate: Sie sank unter das Teuerungs-niveau der Vorkrisenzeit und verharrte auf diesem niedrigen Level. Entsprechend wurden die Prognosen für das langfristige Wirtschaftswachstum in den Industrieländern im Laufe der Jahre stetig nach unten korrigiert (siehe Abbildung 1).

Über die Gründe für die säkulare Stagnation haben Ökonomen in den vergangenen Jahren intensiv diskutiert. Am plausibelsten erscheint aus unserer Sicht, dass eine vergleichsweise schwache Investitionsneigung gepaart mit einem deutlichen Anstieg der weltweiten Sparquote das Wirtschaftswachstum nachhaltig bremste. Die Folge der ausgeprägten Nachfrageschwäche war, dass der gleichgewichtige Zins² deutlich fiel. Das Problem: Je geringer dieser Zins, desto schwieriger ist es, die ge-

Abbildung 1 **Rückgang der langfristigen Wachstumsprognosen über die vergangenen dreißig Jahre**

Langfristige Prognosen (6 bis 10 Jahre) für das nominale Wirtschaftswachstum
(in Prozent pro Jahr)



Quelle: Consensus Economics; Stand: Juli 2021.

² Der gleichgewichtige natürliche Zins bringt das Angebot an Ersparnis und die Nachfrage nach Investitionen zum Ausgleich. Diese Entwicklung geht mit einer Volllauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten einher und sorgt für ein Gleichgewicht auf den Güter-, Arbeits- und Kapitalmärkten.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

samtwirtschaftliche Nachfrage mit Geldpolitik effektiv zu stimulieren.

So stemmten sich die Notenbanken trotz des Einsatzes unkonventioneller geldpolitischer Instrumente letztlich vergeblich gegen die Nachfrageschwäche. Sie vermochten nicht, Inflation und Wachstum wieder auf zufriedenstellende Niveaus zu bringen.

Neben der Alterung der Bevölkerung in vielen Industrieländern dürfte auch die zunehmende Einkommens- und Vermögensungleichheit einen Beitrag zu den strukturellen Ersparnisüberschüssen geleistet haben. Die Alterung macht einerseits weniger Investitionen in Produktivkapital notwendig, andererseits führt sie zu mehr Vorsorgespargen. Diese Entwicklung verstärkt sich sogar noch, wenn die Verzinsung der Ersparnisse immer weiter fällt, da mehr gespart werden muss, um ein gesetztes Sparziel zu erreichen. Eine steigende Ungleichheit ver-

ringert hingegen die gesamtwirtschaftliche Konsumneigung, da höhere Einkommenschichten in der Regel eine deutlich höhere Sparquote aufweisen.

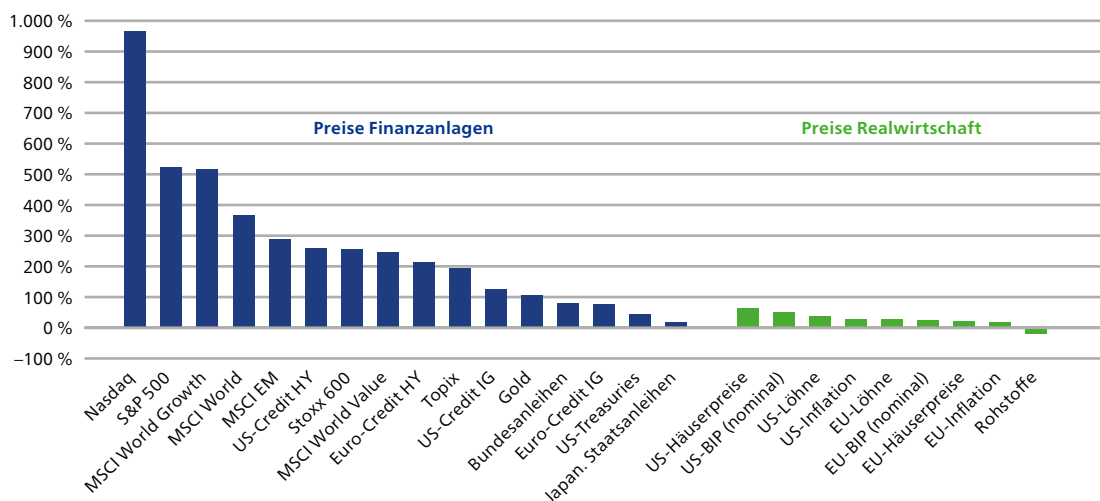
Auch deutliche Steuersenkungen änderten nur wenig an der schwachen Investitionstätigkeit. Insofern verwundert es nicht, dass Unternehmen ihre Gewinne in den vergangenen Jahren überwiegend für Aktienrückkäufe, Dividenden und Zukäufe verwendet haben. Die ausgeprägte Nachfrageschwäche erklärt aus unserer Sicht viele makroökonomische Phänomene des vergangenen Jahrzehnts, zum Teil sogar des Zeitraums vor der Finanzkrise seit der Jahrtausendwende: niedrige Zinsen, niedrige Inflation, geringes Produktivitätswachstum, Vermögenspreisinflation.

Welche Auswirkungen hatte dieses Umfeld auf die Preise an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft? Die immer weiter fallenden

Abbildung 2

„Wall Street“ schlägt „Main Street“ – Unterschiede in der Preisentwicklung von Finanzanlagen und in der Realwirtschaft

Gesamtertrag seit Januar 2009 in lokaler Währung
(in Prozent)



Quelle: Datastream, Bloomberg, Macrobond, Goldman Sachs; Stand: Juni 2021.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Anleiherenditen, die sich im Einklang mit den Leitzinsen abwärts bewegten, verhalfen Finanzanlagen in der Breite zu einem kräftigen Preisanstieg. Die Preise in der Realwirtschaft für zum Beispiel Güter oder Arbeit legten dagegen nur

moderat zu, viele Rohstoffpreise gaben sogar nach (siehe Abbildung 2). Die „Wall Street“ hatte sich in gewisser Weise von der „Main Street“ entkoppelt, der Finanzmarkt die reale Wirtschaft hinter sich gelassen.

2.2 Technologie, Growth und die USA dominieren den Aktienmarkt

Bei vielen Aktien – insbesondere im Euroraum – war die positive Wertentwicklung nicht (durchgehend) auf sprudelnde Gewinne der Firmen zurückzuführen. Vielmehr gaben die immer niedrigeren Zinsen und Anleiherenditen Rückenwind für die Bewertungen.

Letztlich billigten die Investoren den Firmen auch aufgrund mangelnder Anlagealternativen höhere Bewertungen zu. Euroraum-Aktien haben zwischen 2009 und 2020 einen Wertzuwachs von 93 Prozent erzielt. Davon kamen

lediglich 40 Prozent von den Dividenden. Das Gewinnwachstum war sogar negativ mit –14 Prozent. Mehr als die Hälfte des Wertzuwachses kam dementsprechend durch höhere Bewertungen zustande (67 Prozent).

Abbildung 3 **Growth schlägt Value, und USA schlagen Europa seit Ende der 2000er Jahre deutlich**



Quelle: Bloomberg, Union Investment; Stand: September 2021. * Grundlage ist der Gesamtertrag (Total Return), 1. Januar 1995 = 100.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Etwas anders sah das Bild in den USA aus: Hier wurde im Aggregat der überwiegende Teil der Wertentwicklung tatsächlich durch höhere Gewinne gedeckt. Allerdings ist diese Betrachtung verzerrt. Denn die hohe Profitabilität und der große Anteil des Technologiesektors am US-Markt kaschieren, dass auch viele US-Firmen eine nur schwache Geschäftsentwicklung aufwiesen. Die Gewinne des Technologiesektors sind hingegen zwischen 2009 und Ende 2020 durch den strukturellen Trend der Digitalisierung, die häufig gut skalierbaren Geschäftsmodelle und eine zunehmende Marktmacht um enorme 143 Prozent gestiegen.

Die Sonderkonjunktur des Technologiesektors in dem allgemein schwachen Wirtschaftsumfeld führte zu einer immer höheren Marktkon-

zentration vor allem von Technologieaktien. Die Investoren suchten und favorisierten jene wenigen Aktien, die einen Schutz gegenüber niedrigem Wachstum boten. Wie bereits in den späten 1960er und frühen 1970er Jahren die „Nifty Fifty“-Aktien³ gab es eine kleine Gruppe von Growth-Werten, für die Investoren eine Prämie zu zahlen bereit waren. Value-Titel hatten dagegen in diesem Umfeld das Nachsehen.

Die wichtige Rolle von Technologieaktien erklärt auch, warum der US-Aktienmarkt im besagten Zeitraum andere Regionen der Welt so deutlich hinter sich lassen konnte: Der starke Technologiesektor hat in den USA mit 27,5 Prozent ein deutlich höheres Gewicht als in anderen Ländern (Euroraum: lediglich 13,4 Prozent).

2.3 Hohe Diversifikation in Portfolios durch negative Korrelation von Aktien und Anleihen

Ein mit Blick auf Aktien-Renten-Portfolios sehr günstiger Trend war die negative Korrelation von Aktien- und Rentenkursen.

Diese besteht bereits seit Ende der 1990er Jahre. Die damalige Asienkrise war aus unserer Sicht zentral für diese Entwicklung, die sich in der Folge durch das Platzen der Technologieblase Anfang der 2000er Jahre und die spätere Finanzmarktkrise verstetigte. In dem Umfeld niedriger Wachstums- und Inflationsraten wurde jede kurzzeitige Wirtschaftsbelebung als Hoffnung auf eine Überwindung der wirtschaftlichen Schwäche gedeutet. Baldige Zinserhöhungen durch die Notenbanken waren aufgrund des geringen Preisauftriebs dagegen

nicht zu erwarten: Die Aktienkurse stiegen, die Rentenkurse fielen. Stellte sich die Wirtschaftsbelebung als nicht nachhaltig heraus, federten höhere Rentenkurse die entsprechenden Aktienverluste wieder ab.

Multi-Asset-Portfolios haben entsprechend viele Jahre doppelt profitiert: erstens von den hohen Erträgen bei beiden Anlageklassen, zweitens von einer hohen Diversifikation. Damit waren die Portfolios zugleich ertragreich und robust.

³ Gruppe von 50 Blue-Chip-Aktien an der New Yorker Börse, die als besonders solide Wachstumswerte galten.

3 Die Weltwirtschaft in der Pandemie

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

Die Corona-Pandemie hat die Investmentwelt in starkem Maße beeinflusst. Im folgenden Kapitel beschreiben wir zunächst diese Veränderungen im Kapitalmarktumfeld.

Im Mittelpunkt steht die These, dass Corona zu einem neuen Wachstumsregime führen wird. Abschnitt 3.1 diskutiert die Gründe: die Beschleunigung des technologischen Wandels auf der Angebotsseite sowie das höhere wirtschaftliche Aktivitätslevel des Staates auf der Nachfrageseite. Abschnitt 3.2 arbeitet heraus, warum sich die Unterschiede zwischen den USA und dem Euroraum eher vergrößern als

verkleinern werden. In Abschnitt 3.3 legen wir dar, dass sich nicht nur das Wachstumsregime, sondern auch die internationalen Wirtschaftsbeziehungen verändern. In 3.4 bringen wir die verschiedenen Entwicklungen zusammen und zeigen, welche Auswirkungen wir für Wachstum und Zins erwarten. Der abschließende Abschnitt 3.5 diskutiert die Zukunft der Inflation in den USA und im Euroraum.

3.1 Das Ende der Nachfrageschwäche und beschleunigter technologischer Wandel

Die Pandemie könnte das Ende des Wachstumsregimes der vergangenen zwei Jahrzehnte eingeläutet haben. Denn sie hat Entwicklungen angestoßen, die eine nachhaltig positive Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität entfalten könnten: eine Beschleunigung des technologischen Wandels, eine neue, aktivere Rolle des Staates sowie die mit beiden Entwicklungen verbundenen Investitionen.

Wie viele Krisen zuvor hat auch die Corona-Pandemie zu einer schnelleren Verbreitung neuer Technologien geführt. Speziell an der Pandemie ist der Zwang zum Social Distancing, der in zahlreichen Sektoren die Digitalisierung dramatisch beschleunigt hat. Das Ergebnis ist ein höheres Produktivitätswachstum.

- **Beispiel E-Commerce:** In den USA stieg der Anteil des E-Commerce am gesamten Einzel-

handel in den Monaten des ersten Lock-downs so stark wie in den gesamten fünf Jahren zuvor. Weit mehr als die Hälfte dieses Anstiegs scheint permanent zu sein.

- **Beispiel Telemedizin:** Vor der Krise fanden in den USA nicht einmal ein Prozent der Arztbesuche virtuell statt. Dieser Anteil stieg in der Spitze auf 17 Prozent und scheint sich nun bei elf Prozent einzupendeln. Der Ge-



sundheitssektor war bisher durch eine vergleichsweise geringe Produktivität gekennzeichnet. Dies könnte sich nun ändern.

Auch in anderen Bereichen wie beispielsweise dem verarbeitenden Gewerbe dürfte die Krise für eine beschleunigte Verbreitung von Automatisierungstechnologien sorgen. Schon unter normalen Umständen nutzen Unternehmen die Erholungsphase nach Rezessionen häufig dafür, Investitionen in neue, arbeitssparende Technologien zu tätigen. Die Logik ist simpel: In der Krise bauen Unternehmen Arbeitsplätze ab. Wenn die Konjunktur dann wieder anzieht, müssen sie – etwas vereinfacht dargestellt – die Entscheidung treffen, ob sie zum Wiederaufbau der Kapazitäten in Personal oder Maschinen investieren.

Beobachtungen zur Erholung

Die Erholung von der Pandemie scheint diesem Muster in größerem Stil zu folgen: Erstens war der pandemiebedingte Abbau von Arbeitsplätzen intensiver als in normalen Abschwüngen. Zweitens waren die am stärksten betroffenen Sektoren andere als bei typischen Rezessionen, oft solche mit relativ starrer Arbeitsproduktivität.

Viele der Unternehmen in diesen Bereichen sehen sich nun mit einem Mangel an Arbeitskräften konfrontiert, der sich in einem kräftigen Anstieg der Stundenlöhne niederschlägt. Hinzu kommt, dass bei künftigen Investitionsentscheidungen die Erfahrungen aus der Pandemie zum Social Distancing eine wichtige Variable sein wird, was eher für Automatisierungstechnologien spricht. All dies sollte sowohl die Investitionstätigkeit deutlich befördern als auch am Ende das Produktivitätswachstum erhöhen.

Dieser Effekt dürfte in den USA stärker ausfallen als in Europa. Einer der wichtigsten Gründe dafür ist die unterschiedliche Struktur der Arbeitsmärkte in beiden Wirtschaftsräumen.

Kurz gesagt: In der Krise kommt es in den USA zu Entlassungen und in Europa zu Kurzarbeit. Insofern haben europäische Unternehmen einen geringeren Entscheidungsspielraum bei der Abwägung zwischen Mensch und Maschine. Außerdem verbreiten sich neue digitale Technologien in Europa deutlich schleppender als in den USA. Positiv allerdings: Die Erkenntnis, dass Europa hohen Nachholbedarf in der Digitalisierung seiner Volkswirtschaft und Verwaltung hat, setzt sich in der Breite durch, und auch die EU adressiert das Problem mit dem Wiederaufbaufonds in großem Stil. Deshalb hat Europa ebenfalls gewisse Chancen, in das neue Wachstumsregime überzugleiten.

Eine neue Wirtschaftsphilosophie setzt sich durch

Die Coronakrise könnte auch einen Paradigmenwechsel in der wirtschaftspolitischen Grundausrichtung eingeläutet haben. Dies gilt vor allem für die USA. Dort orientierte sich die Wirtschaftspolitik in den vergangenen rund vierzig Jahren an den Grundprinzipien des Neoliberalismus: Demnach funktionieren Märkte dann am besten, wenn sie sich selbst überlassen werden und der Staat sich auf möglichst wenige Grundfunktionen beschränkt. Konkret bedeutete dies einen fiskalischen Konservatismus mit der Kürzung von Staatsausgaben (außer im militärischen Bereich), Steuersenkungen und einer nach Möglichkeit niedrigen Inflation.

Der Neoliberalismus US-amerikanischer Prägung büßte allerdings bereits durch die Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008/2009 stark an Glaubwürdigkeit ein. Insbesondere das Vertrauen in die Fähigkeit der Märkte zur Selbstregulierung wurde erschüttert. Die Pandemie verschafft dem Staat nun das Mandat für eine stärkere Rolle, auch weil sie Defizite offenlegte, die viele Beobachter seit Jahren kritisieren.



Der Einfluss der neuen US-Administration

Die Regierung unter Präsident Joe Biden nutzt die Gelegenheit, um die Rolle des Staates im wirtschaftspolitischen Bereich neu zu definieren. Ihre ökonomische Agenda basiert auf der These, dass die wirtschaftliche Stagnation und der deutliche Anstieg der Ungleichheit in den vergangenen Jahren Haupttreiber der politischen Polarisierung und des Vertrauensverlusts in die staatlichen Institutionen gewesen sind. Das Ziel der Biden-Regierung ist deshalb klar: Sie will das Vertrauen in den Staat zurückgewinnen durch einen möglichst schnellen und für alle Gesellschaftsschichten spürbaren wirtschaftlichen Aufschwung. Präsident Biden scheint dafür alle ihm zur Verfügung stehenden Mittel nutzen zu wollen: Transferzahlungen, staatliche Investitionen, eine aktive Industriepolitik sowie die Wettbewerbspolitik. Viele dieser Maßnahmen sollen auch die Produktivität erhöhen. Denn so soll sichergestellt werden, dass kein zu starker Inflationsdruck entsteht.

Flankiert werden diese Maßnahmen von der Geldpolitik: Die Fed misst dem Mandat der Vollbeschäftigung deutlich mehr Gewicht bei als in der Vergangenheit. Zugleich verfolgt sie nicht mehr das Ziel, potenziellen Inflationsdruck frühzeitig im Keim zu ersticken. Sie lässt auch ein temporäres Überschießen zu.

Starker Fiskalimpuls mit dem American Rescue Plan

Den ersten Auswuchs dieser neuen Wirtschaftspolitik stellt der American Rescue Plan dar. Dieser hatte das Ziel, die US-Wirtschaft mit einem kräftig dimensionierten Fiskalimpuls so schnell wie möglich auf den Wachstumspfad von vor der Krise zurückzuführen. Damit wollte die Biden-Regierung den Fehler vermeiden, den die damalige US-Regierung nach der Finanzkrise beging: 2008 war der Fiskalimpuls zu klein und falsch strukturiert.

Der massive fiskalische Stimulus fiel mit der Wiederöffnung der Wirtschaft nach der ersten Phase der Pandemie zusammen.

Ein zwischenzeitliches Überhitzen der Wirtschaft nahm die Biden-Regierung billigend in Kauf, schließlich führte dies zu einem durchaus gewünschten Effekt am Arbeitsmarkt: Vorübergehende Engpässe haben vor allem im Niedriglohnbereich für deutliche Lohnanstiege gesorgt.

Die aktuellen Lohnsteigerungen können ausreichen, um zumindest in Teilen des Niedriglohnbereichs auch mittelfristig für eine Niveauverschiebung zu sorgen. Dennoch dürfte ein zu starker Lohndruck ausbleiben, denn im Zweifelsfall stehen den Unternehmen durch die zunehmende Digitalisierung der Wirtschaft auch mehr Möglichkeiten zur Automatisierung zur Verfügung. Der Nettoeffekt auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität sollte nichtsdestotrotz positiv sein.

Weitere geplante Investitionsprogramme

Der zweite Schritt der Biden-Regierung ist bereits in Planung und soll das grundlegende Wachstumspotenzial der USA nachhaltig erhöhen. Dies will die US-Administration durch eine Kombination aus Investitionen in physische Infrastruktur sowie Forschung und Entwicklung erreichen, aber auch durch mehr Geld für Sozialpolitik. Auch hier nutzt Präsident Biden die Gunst der Stunde: Der Kampf gegen den Klimawandel und die digitale Transformation schaffen vielfältige Investitionsmöglichkeiten für den Staat, zumal die US-Regierung dies auch mit dem Wettbewerb mit China begründen kann (siehe dazu nachfolgend Abschnitt 3.3).

Die Erfahrung aus den vergangenen Jahren hat gezeigt, dass die in diesen Bereichen notwendigen Investitionen nicht ausreichend vom privaten Sektor getätigt werden. Der

Staat soll diese Lücke füllen, mit eigenen Mitteln und gezielten Investitionsanreizen. Das Ziel ist, die Verbreitung von innovativen digitalen und grünen Technologien zu beschleunigen. Dies würde wiederum private Folgeinvestitionen nach sich ziehen.

Der Wettbewerb mit China ist zudem ein Argument für eine aktive Industriepolitik. Dies bedeutet den Aufbau inländischer Produktionskapazitäten in strategisch wichtigen Bereichen wie der Halbleiterindustrie, der Produktion von Hochleistungsakkus oder der Förderung kritischer Mineralien⁴.

Bidens Pläne haben das Potenzial, einen langfristigen Investitionszyklus anzustoßen, der Arbeitsplätze und Nachfrage schafft, aber gleichzeitig auch die Produktivität erhöhen sollte. Höhere Steuern für Unternehmen und einkommensstarke Bürger wirken zwar auf der Nachfrageseite in die entgegengesetzte Richtung, sollten aber mehr als überkompensiert werden.

Ob es den USA tatsächlich gelingt, aus dem bisherigen Wachstumsregime auszubrechen, ist noch offen. Die Chancen stehen aber so gut wie lange nicht.

3.2 Aufbruch zu mehr Wachstum in den USA, Chancen auch in Europa?

Während sich in den USA die Anzeichen für einen Wandel konkret verdichten, ist es im Vergleich offener, ob auch Europa die chronische Nachfrageschwäche überwinden kann. Beide Regionen weisen zwar einige Gemeinsamkeiten, aber auch grundlegende Unterschiede auf.

Sowohl die USA als auch die Europäische Union haben nach der Finanz- und Wirtschaftskrise wie erläutert unter einer strukturellen Nachfrageschwäche gelitten. Die drastischen Sparmaßnahmen im Zuge der Eurokrise („Austerität“) haben diese in Europa allerdings noch deutlich verschärft. Eine weitere Gemeinsamkeit besteht darin, dass die politischen Entscheidungsträger aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt und dieses Mal besser auf den Ausbruch der Krise reagiert haben – nämlich schnell und mit umfangreichen Stützungsmaßnahmen. Mit dem Wiederaufbaufonds hat die EU zwei Fliegen mit einer Klappe geschla-

gen: Sie hat in der Krise ein starkes politisches Zeichen der Solidarität gesetzt und damit vermutlich auch das Risiko eines Auseinanderbrechens endgültig gebannt. Zugleich nutzt die EU die Chance, langfristig in den digitalen und grünen Wandel zu investieren. Allerdings dürften die europäischen Investitionsprogramme am Ende in ihrem Umfang deutlich unter jenen der USA liegen.

Der entscheidende Unterschied dürfte jedoch ein anderer sein: Die USA haben mit dem im März 2021 verabschiedeten American Recovery Act „Druck auf den Kessel“ gebracht, um die

⁴ Beispiele für kritische Mineralien sind seltene Erden, aber auch Lithium. Allgemeiner formuliert handelt es sich um Rohstoffe, die für strategisch wichtige Produkte oder Technologien von zentraler Bedeutung sind, vor allem auch im militärischen Bereich. Zudem besteht bei diesen Rohstoffen in der Regel eine hohe Importabhängigkeit, beziehungsweise der Zugang ist potenziell gefährdet.



Wirtschaft möglichst schnell auf den ursprünglichen Wachstumspfad zurückzuführen. Das Ziel besteht darin, langfristige Schäden zu vermeiden, wie sie beispielsweise durch die zähe Erholung nach 2008 entstanden sind. Im Vergleich dazu wird der Aufschwung in der EU nach Auslaufen reiner Stabilisierungsprogramme deutlich weniger unterstützt. Nachdem die Impulse aus den Stabilisierungs- und Überbrückungsprogrammen allmählich schwächer werden, fehlt in Europa zusehends der Druck. Dies bedeutet, dass der Zustand der wirtschaftlichen Unterauslastung länger andauern könnte.

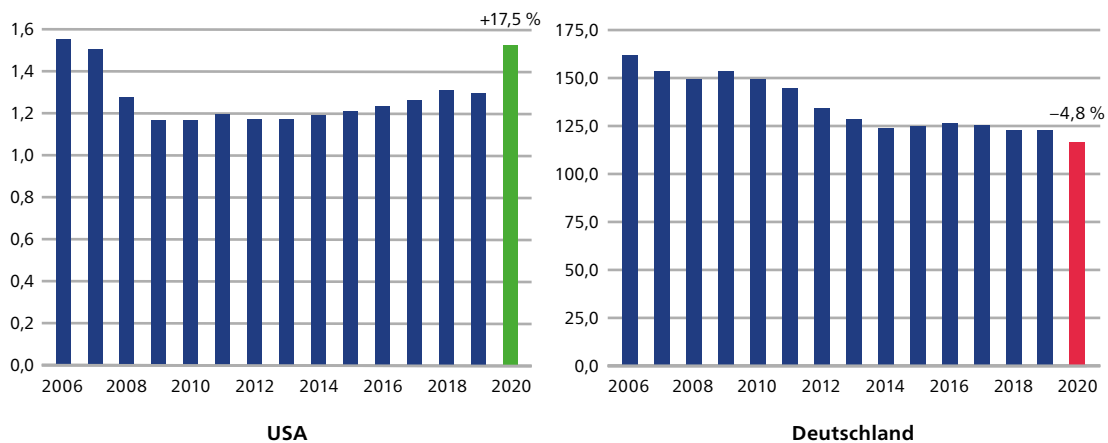
Darüber hinaus wird die Dynamik, mit der die USA aus der Krise kommen, durch die Zunahme

von Unternehmensgründungen getrieben. Diese Entwicklung ist wichtig, denn gerade junge, innovative Unternehmen leisten in der Regel einen wichtigen Beitrag zum Produktivitätswachstum. Europa fehlen weiterhin Unternehmer und geeignete Kapitalgeber – Kapital gäbe es genug.

Fazit: Es spricht einiges dafür, dass die USA aus dem bisherigen Wachstumsregime ausbrechen werden. Im Falle Europas ist die Entwicklung offener. Die wichtigsten Gründe dafür sind der weniger stark ausgeprägte Effekt auf das Produktivitätswachstum, die nicht vorhandene kurzzeitige Überhitzung und die langfristig im Vergleich immer noch vorsichtiger Fiskalpolitik als auf der anderen Seite des Atlantiks.

Abbildung 4 **Boom der Unternehmensneugründungen in den USA – Rückgang in Deutschland**

Gründung von Betrieben mit größerer wirtschaftlicher Bedeutung
(USA: in Mio., Deutschland: in Tsd.)



Quellen: Macrobond, destatis, Union Investment; Stand: Dezember 2020.

3.3 Eine Neuordnung der globalen Wirtschaftsbeziehungen

Die Corona-Pandemie wird nicht nur Einfluss auf das bisherige Wachstumsregime nehmen. Wir erwarten auch nachhaltige Veränderungen der internationalen Wirtschaftsbeziehungen.

Zahlreiche Entwicklungen haben sich bereits vor dem Ausbruch von Covid-19 abgezeichnet. Die Krise hat sie beschleunigt – und in bestimmten Fällen auf eine neue Eskalationsstufe gehoben.

Wirtschaftliche Entwicklungen

Der Trend zur Deglobalisierung⁵ begann bereits nach der Finanz- und Wirtschaftskrise. Einer der wichtigsten Treiber hinter dieser Entwicklung war der wirtschaftliche Aufstieg Chinas. Dieser schlug sich innerhalb Chinas einerseits in steigenden Löhnen und folglich auch höheren Lohnkosten nieder. Andererseits trug er zu einer steigenden Bedeutung des chinesischen Konsums bei, relativ zu der zuvor stark dominierenden Investitionstätigkeit. Die Folge war ein schwächeres Wachstum der chinesischen Importnachfrage, insbesondere nach Rohstoffen.

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

der Liefernetzwerke noch einmal beschleunigen wird.

Konkret dürfte dies bedeuten, dass das Prinzip „Just in time“ bei strategisch wichtigen Komponenten endgültig zum Auslaufmodell und stattdessen „Just in case“ zum bestimmenden Leitbild wird.⁶ Beispielsweise leidet die Automobilindustrie fast zwei Jahre nach Ausbruch der Krise immer noch unter der Knappheit von Halbleitern. Die dadurch erlittenen massiven Umsatzeinbußen dürften ein Umdenken herbeiführen: hin zu einer höheren Lagerhaltung und langfristigeren direkten Beziehungen zu den Lieferanten kritischer Komponenten. Mehr Resilienz wird in der Regel aber auch höhere Kosten bedeuten.

Die Pandemie dürfte auch den Fokus auf räumlich kürzere Lieferketten und mehr Nähe zum Kunden deutlich verstärkt haben. Dies könnte sowohl für die Struktur der Lieferketten – mehr Regionalisierung – als auch für etwaige Investitionsentscheidungen – näher am Absatzmarkt – gelten.

Asien dürfte zu den Profiteuren dieser Entwicklung zählen. Das Prinzip „In China, for China“ wird angesichts der Marktgröße und des dynamischen Marktwachstums ein dominantes Thema bleiben. Die Region insgesamt dürfte auch von der zunehmenden Integration im Zuge verschiedener Handelsabkommen profitieren.

⁵ Eine Entwicklung, in der der globale Güterhandel langsamer wächst als die globale Wirtschaftsleistung.

⁶ Das „Just-in-time-Prinzip“ bezeichnet eine Produktionsstrategie, die auf eine Minimierung von Durchlaufzeiten, Lagerhaltung und Kapitalbindung abzielt. Zu diesem Zweck werden Materialien und Vorprodukte genau dann an den Ort geliefert, wenn sie benötigt und weiterverarbeitet werden. Im Gegensatz dazu betont das „Just-in-case-Prinzip“ den Wert von Sicherheitsreserven, um flexibel auf Schwankungen oder Ausfälle reagieren zu können.



Technologische Entwicklungen

Während das Wachstum des weltumspannenden Güterhandels seinen Zenit überschritten hat, könnte die Pandemie in einem anderen Bereich einen Globalisierungsschub eingeläutet haben: beim Handel von Dienstleistungen. Dieser Anteil beträgt nur etwa ein Viertel des globalen Handels, obwohl Dienstleistungen etwa drei Viertel der Wirtschaftsleistung und vier Fünftel der Beschäftigung in den OECD-Staaten⁷ ausmachen.

Doch die Ortsgebundenheit vieler Dienstleistungen hat eine Verlagerung lange Zeit verhindert. Durch die zunehmende Digitalisierung werden mehr Dienstleistungen handelbar, vor allem im IT-Bereich, aber auch im Finanz- und im Gesundheitssektor. Die Pandemie hat gezeigt, dass Remote Work und dezentrale Leistungserbringung in vielen Bereichen einwandfrei funktionieren. Das Potenzial für mehr Handel von Dienstleistungen ist enorm.

Politische Entwicklungen

Die Pandemie hat einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf den Konflikt zwischen China und den USA. Schon vor Corona befanden sich die beiden Nationen in einem strategischen Wettbewerb. China hat bereits nach der Finanzkrise seinen Anspruch auf eine globale Führungsrolle deutlich gemacht. Das Selbstbewusstsein zog das Land aus der Tatsache, dass es die Krise relativ unbeschadet überstanden hatte und im Nachgang sogar die Weltwirtschaft mit einem nationalen Wachstumsimpuls stimulieren konnte. Dadurch verfestigte sich die chinesische Überzeugung, dass das eigene System dem westlichen Kapitalismus überlegen sei.

Made in China 2025

Mit dem Entwicklungsplan „Made in China 2025“ stellte das Land schließlich unmissverständlich klar, dass es mittelfristig zu einer industriellen Supermacht werden möchte. Bemerkenswert war diese Agenda vor allem deshalb, weil sie quantitative Marktanteilsziele für zehn Schlüsseltechnologien formulierte. Die amerikanische Reaktion: Bereits zum Ende der Amtszeit von Barack Obama setzte ein Strategiewechsel gegenüber China ein. Die USA wandten sich vom Versuch der Einbindung und der Hoffnung ab, dass sich China durch die Integration in das Welthandelssystem über kurz oder lang an westliche Standards anpassen würde. Unter Präsident Trump wurde dieser Konflikt zunehmend offensichtlich, er begann zunächst als traditioneller Handelsstreit. Im Mittelpunkt standen bilaterale Handelsdefizite, die beide Staaten mit klassischen Zöllen bekämpften.

Bereits vor der Pandemie fand jedoch eine Verschiebung der Prioritäten statt: Chinas Ambitionen, die eigene Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit bei strategisch wichtigen Technologien zu stärken, sahen die USA zunehmend als Gefahr für die eigene nationale Sicherheit. Schließlich sichern viele hybride Technologien, wie etwa Virtual und Augmented Reality, nicht nur den zukünftigen Wohlstand und die Wettbewerbsposition eines Landes. Sie haben auch das Potenzial, die künftige militärische Leistungsfähigkeit zu erhöhen. Dadurch verlagerte sich nicht nur der Fokus in Richtung strategisch wichtiger Schlüsseltechnologien. Auch die Instrumente in der Konfliktführung veränderten sich, hin zu einer stärkeren Nutzung von Sanktionen und Zugangsbeschränkungen zu kritischen Komponenten, bei denen China weiterhin von Importen abhängig ist. Dies gilt beispielsweise für Halbleiter.

⁷ Der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD) gehören 38 Mitgliedsstaaten an, dazu zählen unter anderen die wichtigsten Industrieländer.



Großmachtwettbewerb löst Globalisierung ab

Die Pandemie hat die Dynamik in diesem Konflikt deutlich verschärft. Chinas Narrativ, dass die Weltmacht USA im Niedergang begriffen sei, hat an Kraft gewonnen. Für die Vereinigten Staaten unter Präsident Biden geht es deshalb nun vor allem darum, Stärke zu zeigen, sowohl im eigenen Land als auch auf der internationalen Bühne. Der Großmachtwettbewerb mit China ist dabei ein zentrales Element und hat die Globalisierung abgelöst.

Decoupling von China

Künftig werden die USA Unternehmensinteressen im Zweifel den Interessen der nationalen Sicherheit unterordnen. Konkret bedeutet das, dass die USA in strategisch wichtigen Wirtschaftsbereichen ein Decoupling von China anstreben werden, um Versorgungssicherheit zu gewährleisten. Das wird vor allem die Lieferketten von Schlüsselprodukten und -industrien betreffen. Halbleiter, kritische Mineralien (wie etwa seltene Erden), Batterien und aktive pharmazeutische Wirkstoffe⁸ werden ganz oben auf der Liste stehen. Gleichzeitig sollen kritische Infrastrukturen, insbesondere Telekommunikationsnetze, frei von chinesischer Technologie werden. Primäres Ziel der US-Regierung ist, die Lieferketten für die Technologien der Zukunft vorzugsweise im eigenen Land aufzubauen. Dies spricht aber nicht gegen Allianzen mit zuverlässigen und vertrauenswürdigen Partnern und Lieferanten.

Zwei getrennte technologische Einflussphären

Auch China hat die Risiken für die nationale Sicherheit erkannt und reagiert mit der Dual-Circulation-Strategie, die die Binnennachfrage stärken und die eigenen technologischen Kompetenzen steigern soll.

Das langfristige Ergebnis dieser Entwicklungen dürften zwei getrennte technologische Einflussphären sein: mit einerseits von China, andererseits von den USA initiierten und dominierten Lieferketten, digitalen Netzwerken und Ökosystemen, zwischen denen der Datenfluss stark eingeschränkt ist. Da es sich bei den strategisch wichtigen Bereichen überwiegend um Wachstumssegmente handelt, geht es für Unternehmen primär um die Frage, wo sie zukünftig Investitionen tätigen werden. Der Plan der USA, mit aktiver Industriepolitik die richtigen Investitionsanreize zu setzen und etwaige Härten abzumildern, könnte daher durchaus erfolgreich sein. Tatsächlich zeigen sich im Technologiebereich und insbesondere bei Halbleitern erste Tendenzen, dass die USA Produktionskapazitäten aufbauen.

Problematik einer bipolaren Welt

Für Unternehmen wird es nicht einfach werden, sich in einer Welt zu bewegen, in der sich die wirtschaftlichen Großmächte in einem Wettbewerb um die globale Vormachtstellung gegenüberstehen. Eine bipolare Welt ist riskanter als eine Welt mit einer unangefochtenen Führungsmacht. Erstens werden sich Unternehmen mehr geopolitischen, geoökonomischen und geotechnologischen Risiken gegenübersehen. Zweitens entstehen Ineffizienzen, wenn Unternehmen ihre Strukturen an zwei getrennte Blöcke anpassen müssen. Größe wird für Unternehmen in diesem Umfeld von Vorteil sein. Profitieren dürften auch Länder und Regionen, die sich als alternative Lieferanten für kritische Komponenten anbieten (zum Beispiel Australien, Indien und Vietnam) oder um deren Blockzugehörigkeit die Großmächte buhlen.

China verfügt mit der „Belt and Road“-Initiative bereits über ein probates Mittel, um mit Investitionen in (digitale) Infrastruktur „Freunde“ zu

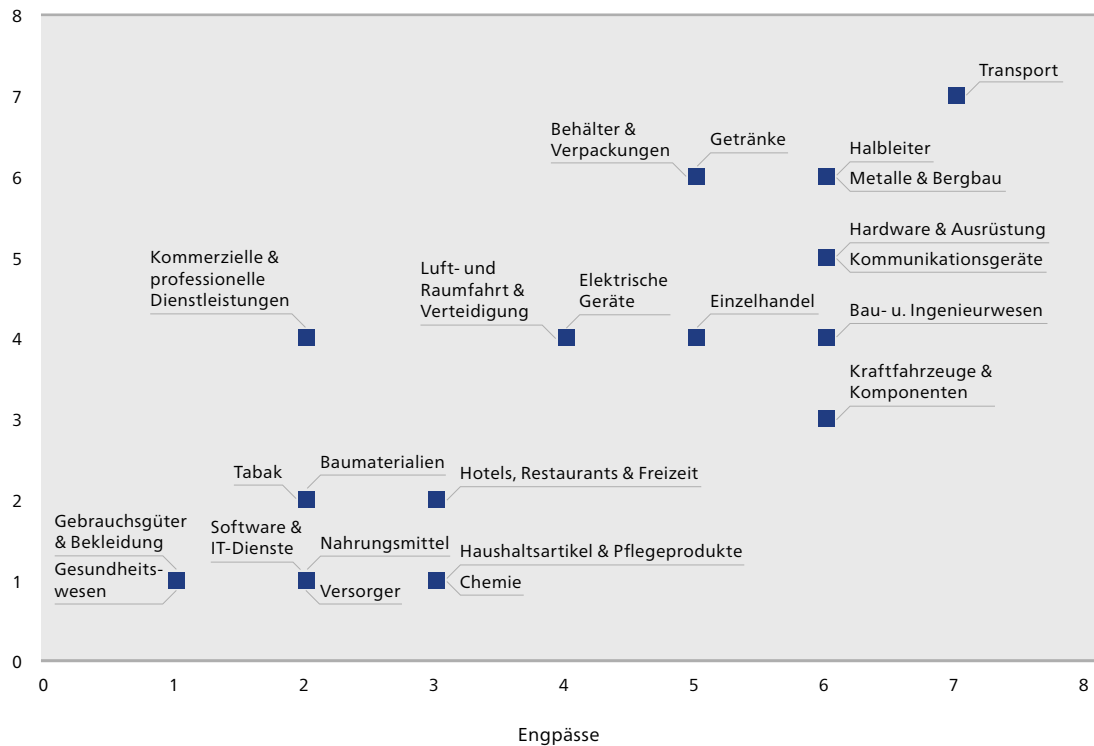
⁸ Aktive pharmazeutische Wirkstoffe sind die Rohstoffe eines Arzneimittels, die dessen medizinische Wirkung bedingen. Dazu gehören beispielsweise Antibiotika.



Abbildung 5 **Engpässe und Verlagerungsabsichten von US-Unternehmen****Ergebnisse einer Umfrage unter Union Investment-Sektorexperten***

Skala von 1 („stimme überhaupt nicht zu“) bis 7 („stimme voll und ganz zu“)

Einfluss auf Investment-Entscheidung



Quelle: Union Investment; Stand: Juni 2021. * Fragen: „Bei den Lieferketten hat es für viele Unternehmen aus meinem Sektor seit dem Beginn der Corona-Pandemie starke Engpässe gegeben“ sowie „Für viele Unternehmen aus meinem Sektor wurden Investmententscheidungen durch die Lieferkettenproblematik beeinflusst“.⁹

gewinnen. Die G7-Staaten planen mit „Build back better for the World“ eine Alternative zu den chinesischen Infrastruktur-Investitionen. Für Europa dürfte es trotzdem schwierig werden. Denn bei jenen Zukunftstechnologien,

in denen der Wettbewerb hauptsächlich stattfindet, fehlen dem alten Kontinent bislang die Kompetenzen – wenn es Europa nicht gelingt, die eigenen Wettbewerbs- und Innovationskräfte zu stärken.

⁹ Engpässe sind besonders in den Bereichen Transport, Halbleiter, im Automobilbereich und im Bau ausgeprägt. In den Sektoren mit den größten Engpässen prüfen die Unternehmen auch stärker die Verlagerung der Produktion. Weitere Ergebnisse der Umfrage siehe Abbildung 23 im Anhang.



3.4 Höhere Produktivität, mehr Wachstum

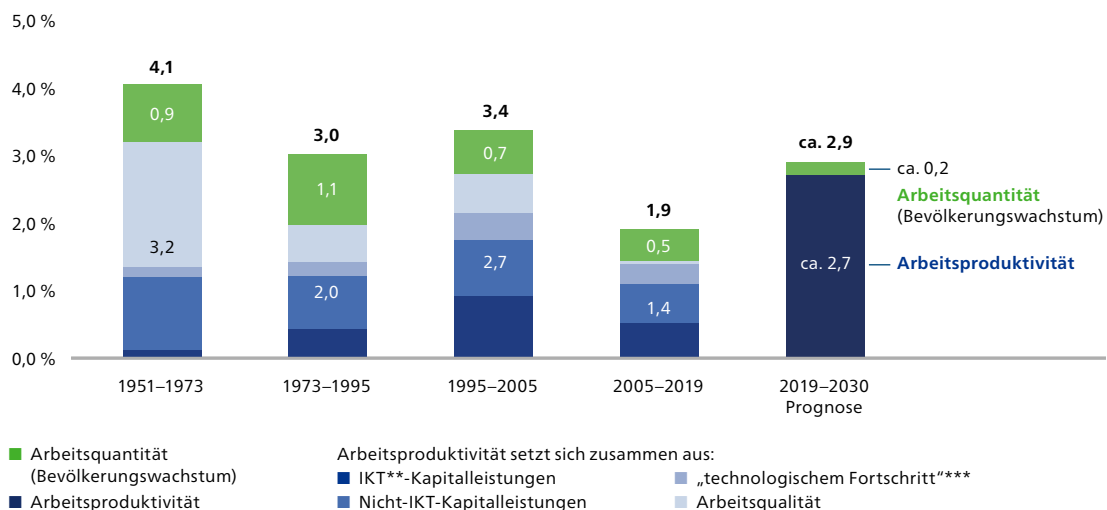
In den Abschnitten 3.1 bis 3.3 haben wir diskutiert, wie sich die Pandemie auswirkt. In den nun folgenden Abschnitten ziehen wir Bilanz, welche makroökonomischen Auswirkungen sich daraus ergeben.

Der beschleunigte technologische Wandel dürfte die Investitionstätigkeit fördern. Gleichzeitig zielen die Pläne der Biden-Regierung unter der Prämisse der neuen Wirtschaftsphilosophie darauf ab, die Nachfrage zu stärken. Eine höhere Kapitalintensität sowie Strukturformen, die positiv auf die Erwerbsquote wirken sollten, und Effizienzsteigerungen durch Investitionen in Digitalisierung könnten das Produktivitätswachstum der USA in den nächsten zehn Jahren deutlich über das Niveau der schwachen Entwicklung der vergangenen Dekade heben: Wir halten einen ähnlichen „Mini-Produktivitätsboom“ wie zwischen 1995

und 2005 für möglich. Damals sorgten vor allem Investitionen in Informations- und Kommunikationsanwendungen für einen zwischenzeitlichen Anstieg des Produktivitätswachstums auf drei Prozent. Folglich erwarten wir in der nächsten Dekade einen durchschnittlichen Zuwachs zwischen 2,5 und drei Prozent pro Jahr. Zum Vergleich: Zwischen 2005 und 2019 lag der Wert bei 1,4 Prozent. Angesichts der demografischen Entwicklung dürfte der Beitrag aus der Ausweitung des Arbeitsangebots nur noch recht gering ausfallen. Das Potenzialwachstum sollte sich daher ebenfalls im Bereich von 2,5 bis drei Prozent bewegen.

Abbildung 6 **Technologischer Wandel beherrscht den Alltag, aber nicht das Wachstum der vergangenen Jahre**

Zerlegung des Potenzialwachstums in den USA
durchschnittliches BIP-Wachstum (in % p. a.)*



Quelle: Conference Board, Union Investment; Stand: Dezember 2019.

* Rundungsdifferenzen möglich. ** Informations- und Kommunikationstechnologien. *** Multifaktorproduktivität.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

3.5 Die Zukunft der Inflation

Das neue Wachstumsregime, das wir in den USA erwarten, hat auch Auswirkungen auf die Inflation.

Ein Ende der strukturellen Unterauslastung sollte die disinflationären Tendenzen der vergangenen Dekaden beenden und vor allem jenseits des Atlantiks für wieder „normalere“ Inflationsraten sorgen. Damit sollten konstante Teuerungsraten weit unterhalb des Inflationsziels der US-Notenbank von zwei Prozent pro Jahr der Vergangenheit angehören. Dem neuen Normalzustand dürften eher Inflationsraten

etwas oberhalb dieses Ziels entsprechen. Für den Euroraum sind wir weniger optimistisch: Zwar sprechen einzelne strukturelle Treiber für etwas mehr Inflation in der Zukunft.

Die unserer Meinung nach wichtigste Grundvoraussetzung für die Zielerreichung – die Überwindung der strukturellen Nachfrageschwäche – dürfte im Euroraum jedoch gedämpfter ausfallen.

Abbildung 7 **Einfluss makroökonomischer Treiber auf die Inflation**

Einschätzung der Stärke und Richtung des Einflusses

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

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

Strukturelle Treiber der Inflation

Deutlich wichtiger für die langfristige Inflationsentwicklung ist eine Reihe von strukturellen Treibern, die in den vergangenen Dekaden für den langfristigen Abwärtstrend der Teuerungsraten gesorgt hat.

Hier zeichnen sich einige Verschiebungen ab, die teils preistreibend und teils preisdämpfend wirken.

Im Folgenden diskutieren wir einzelne Inflationstreiber der kommenden fünf bis zehn Jahre und ihre Wirkungen auf die Preise.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Produktionslücke (Zyklus):**USA → preistreibend; Euroraum → neutral**

Die US-Regierung und die Fed haben bewusst die Wirtschaft in der Erholungsphase unter Hochdruck gesetzt, um schnell auf den ursprünglichen Wachstumspfad zurückzukehren. Dabei nehmen sie eine vorübergehende Überhitzung mit entsprechenden Lohn- und Preiseffekten in Kauf. Zumal sie davon ausgehen, dass sich die kurzfristigen pandemiebedingten Effekte mit zunehmender Normalisierung zurückbilden. Im Gegensatz dazu wird es im Euroraum noch deutlich länger dauern, bis die Vollausslastung der Produktionsfaktoren erreicht wird. Folglich ist auch mit einer deutlich moderateren Inflationsentwicklung im Vergleich zu den USA zu rechnen.

Grüne Transformation:**USA und Euroraum → preistreibend**

Investitionen in die grüne Transformation sind ein wichtiger Eckpfeiler der Biden-Agenda. Weltweit legen derzeit viele Nationen ähnliche Programme auf. Die Umsetzung dieser Initiativen wird nicht nur den Bedarf an traditionell für Infrastruktur-Investitionen notwendigen Rohstoffen erhöhen, sondern vor allem auch die Nachfrage nach neuen oder vergleichsweise knappen Rohstoffen. Dazu gehören beispielsweise Lithium und seltene Erden. Für diese Rohstoffe werden Preisaufschläge notwendig sein, damit die Anbieter das Angebot ausweiten. Auch CO₂-Emissionen werden zunehmend höher bepreist und treten als neue Kostenart auf.

Fiskalpolitik: USA → preistreibend;**Euroraum → neutral**

Die Fiskalpolitik hat in der vergangenen Dekade eine untergeordnete Rolle gespielt. Die US-Wirtschaftspolitik unter Präsident Biden ist dagegen darauf ausgelegt, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mit öffentlichen Investitionen über den Zyklus hinweg zu stimulieren, was preistreibend wirkt. Ein ausgeglichener Haushalt ist kein Selbstzweck, der durch Sparmaßnahmen erreicht werden soll. Vielmehr plant die Biden-Regierung, den Haushalt durch höheres Wirtschaftswachstum zu konsolidieren. Im Euroraum dürfte der Konsolidierungswille etwas stärker ausgeprägt sein. Nach dem beherzten Eingreifen während der Krise gehen wir davon aus, dass die Diskussionen über die Schuldenbremse in den nächsten Jahren wieder zunehmen werden.

Industriepolitik:**USA und Euroraum → preistreibend**

Industriepolitik kann schützend, aktivierend und fördernd wirken. Der Schwerpunkt der von der Biden-Regierung vorgestellten industriepolitischen Agenda liegt eindeutig bei den beiden letzteren Wirkungen. Das Reshoring von Lieferketten in strategisch wichtigen Bereichen will die US-Regierung vor allem durch finanzielle Anreize erreichen.¹⁰ Dies dürfte dennoch zu Preisanstiegen führen. Auch einzelne Maßnahmen wie beispielsweise Importverbote können zu höheren Kosten führen und damit preistreibend wirken. Die Konzepte der EU wie „strategische Autonomie“ und „technologische Souveränität“ schlagen in die gleiche Kerbe.

¹⁰ Reshoring ist die Rückverlagerung von Produktion ins Inland, die ursprünglich – oft aus Kostengründen – ins Ausland verlagert wurde.



Ungleichheit: USA → preistreibend; Euroraum → neutral

Der Fokus von Bidens Wirtschaftsagenda liegt auf der Realwirtschaft und nicht auf den Finanzmärkten. Mit Investitionen, die die Regierung über höhere Steuern für Unternehmen und einkommensstarke Haushalte zu finanzieren plant, will der Staat die Schaffung von gut bezahlten Arbeitsplätzen für die Mittelschicht anstoßen. Eine Ausweitung von Sozial- und Bildungsprogrammen soll außerdem den Zugang zum Arbeitsmarkt erleichtern. Die Regierung will zudem mit regulatorischen Maßnahmen für mehr Wettbewerb auf dem Arbeitsmarkt sorgen und die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer stärken. Die höhere Konsumneigung von Haushalten mit niedrigen Einkommen und der Versuch der Unternehmen, ihre Gewinnmargen zu halten, könnten preistreibend wirken. Vergleichbare Entwicklungen erwarten wir im Euroraum nicht.

Wettbewerbspolitik: USA → preisdämpfend; Euroraum → neutral

Die US-Wettbewerbspolitik der vergangenen rund 40 Jahre war geprägt von dem Glauben an Märkte, die sich selbst regulieren. In einigen Wirtschaftsbereichen hat dies zu monopolähnlichen Strukturen geführt, die sich in höheren Preisen niederschlugen. Mehr Regulierung und eine striktere Wettbewerbskontrolle sollten der Marktmacht der Unternehmen in hochkonzentrierten Sektoren stärker entgegenwirken und für mehr Wettbewerb und folglich auch sinkende Preise sorgen. Bei diesem Faktor rechnen wir mit einem Wechsel, denn in den vergangenen Jahren wirkte die Wettbewerbspolitik preistreibend. Im Gegensatz dazu erwarten wir im Euroraum von dieser Seite keine merkliche Inflationswirkung.

Digitalisierung/Technologie: USA und Euroraum → preisdämpfend

Digitalisierung und Technologie und dabei insbesondere die Automatisierung gehörten zu den wichtigsten preisdämpfenden Faktoren der vergangenen Dekaden. Die Pandemie dürfte beide Trends weiter beschleunigt haben. Neu ist, dass der technologische Fortschritt zunehmend auch bisher wenig produktive Dienstleistungsbereiche durchdringt. Höhere Produktivität sollte preisdämpfend wirken und der verbesserten Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer zumindest teilweise entgegenwirken. Die preisdämpfende Wirkung sollte in den USA stärker ausgeprägt sein als im Euroraum.

Globalisierung: USA und Euroraum → preistreibend

Die Pandemie dürfte bei den Lieferketten zu einem stärkeren Fokus auf Resilienz führen. Darüber hinaus wird der Großmachtwettbewerb für eine Neuordnung der globalen Lieferketten in strategisch wichtigen Bereichen sorgen. Trotz staatlicher Investitionsanreize und Produktivitätsfortschritten wird dies zu Ineffizienzen und folglich auch zu höheren Kosten für Unternehmen führen. Fraglich ist, ob Unternehmen die höheren Kosten weitergeben können oder ob sie sich in niedrigeren Gewinnmargen entlang der Wertschöpfungskette niederschlagen. In der vergangenen Dekade ist genau dies passiert, was auch an der Monopolmacht einzelner „Superstar-Unternehmen“ lag: Diese haben ihre Macht häufiger gegenüber Zulieferern als gegenüber Endkunden ausgenutzt.



Demografie: USA und Euroraum → preistreibend

Die Alterung der Gesellschaft hat in den vergangenen Jahrzehnten eindeutig preisdämpfend gewirkt, denn die Sparquote steigt, je näher Menschen an das Rentenalter kommen. Theoretisch beginnt mit der Rente dann die Phase des Entsparens. Deshalb erscheint es logisch, dass dieser Effekt mit einem Anstieg des Altenquotienten¹¹ perspektivisch ins Gegenteil umschlägt und eine preistreibende Wirkung entfaltet. Denn dies bedeutet, dass ein zunehmender Anteil der Bevölkerung nur konsumiert und dadurch eine Überschussnachfrage entsteht. Außerdem fragt eine alternde Gesellschaft überproportional Dienstleistungen nach, die größtenteils vor Ort beziehungsweise im Inland erbracht werden. Für diese arbeitsintensiven Leistungen steht aber mit fortschreitender Alterung der Gesellschaft ein immer kleiner werdender Anteil der Bevölkerung zur Verfügung. Dies könnte potenziell lohn- und preistreibend wirken.

Geldpolitik: USA → preistreibend; Euroraum → neutral

Weltweit nehmen die Notenbanken Anpassungen ihrer geldpolitischen Strategie vor. Dazu gehört auch die Fed (siehe Abschnitt 3.1). Sie wird nicht nur später auf einen Inflationsanstieg reagieren, sondern auch längere Phasen von Teuerungsraten über dem Inflationsziel von zwei Prozent tolerieren, sofern die Inflationserwartungen fest verankert bleiben. Gleichzeitig erhält der Arbeitsmarkt als Teil des dualen Mandats einen deutlich höheren Stellenwert. Die Strategieanpassung der EZB fiel im Vergleich dazu moderater aus.

Fazit

Insgesamt lässt die Mehrzahl der strukturellen Faktoren auf ein höheres Inflationsniveau als in den vergangenen zehn Jahren schließen. In den USA dürfte sich die Teuerungsrate mit Blick auf die kommenden fünf bis zehn Jahre etwas über der Zwei-Prozent-Marke bewegen. Für die EZB sollte es hingegen weiterhin eine Herausforderung bleiben, ihr Inflationsziel zu erreichen. Für den Übergang in ein neues Wachstumsregime sind steigende Preise allerdings kein Hemmnis – solange die Inflationserwartungen verankert sind und die Geldpolitik nicht zum Gegensteuern gezwungen ist.

¹¹ Der Altenquotient beschreibt das Verhältnis der Personen im Rentenalter zu 100 Personen im erwerbsfähigen Alter.



4 Investieren in der Post-Corona-Welt

4 Investieren in der Post-Corona-Welt

In Kapitel 3 haben wir diskutiert, welche Auswirkungen die Corona-Pandemie auf die Weltwirtschaft hat und wie die Zeit danach aussehen wird. Infolge der sich abzeichnenden langfristigen ökonomischen Verschiebungen erwarten wir, dass strukturelle Trends an den Finanzmärkten enden oder sich umkehren werden.

Große Veränderungen bringt die Politik der Biden-Regierung in den USA. Deshalb sind die dortigen Kapitalmärkte am deutlichsten von einem ökonomischen Paradigmenwechsel betroffen. Durch die herausgehobene Stellung der US-Börsen wird sich diese Entwicklung jedoch auch an den europäischen Finanzplätzen und in den Portfolios von hiesigen Investoren niederschlagen. Kurzum: Wir gehen von substantiellen Verschiebungen bei Assetklassen, Investmentstilen und Regionen aus – und auch bei der Diversifikation von Multi-Asset-Portfolios.

In diesem Kapitel erläutern wir, welche Schlüsse Investoren aus diesen strukturellen Brüchen ziehen sollten. In Abschnitt 4.1 zeigen wir, dass

sich die „Jagd nach Rendite“ mit etwas höheren US-Zinsen leicht abschwächen sollte. Daneben beantworten wir die Frage, warum Aktien-Renten-Portfolios in den kommenden Jahren weniger Diversifikation bieten dürften. Wir analysieren zudem das historische Verhalten von Assetklassen in unterschiedlichen Inflationsregimen und ziehen daraus Schlussfolgerungen im Portfoliokontext (4.2 und 4.3). Abschnitt 4.4 zeigt, wie Investoren von der Neuordnung der globalen Wirtschaftsbeziehungen profitieren können. Danach erläutern wir in Abschnitt 4.5 die wesentlichen Investmentimplikationen nach Corona entlang der Assetklassen. Das Kapitel 4 schließt mit einer Allokationsempfehlung für ein internationales Multi-Asset-Portfolio in der Post-Corona-Welt.



4.1 Höhere US-Zinsen und weniger Diversifikation

In den vergangenen Jahrzehnten gab es bei den Zinsen nur eine Richtung: abwärts. Das traf auch auf den natürlichen Zins zu – ein Dreh- und Angelpunkt der Kapitalmärkte. Dieser geht mit einer Vollausslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten einher und sorgt für ein Gleichgewicht auf den Güter-, Arbeits- und Kapitalmärkten.

Die Talfahrt des natürlichen Zinses war unter anderem verantwortlich für den strukturellen Rückgang der globalen Bondrenditen und der Outperformance des „Carry“-Faktors¹² an den Rentenmärkten.

Das von uns erwartete strukturell höhere Wachstum (siehe Kapitel 3.4) impliziert auch einen strukturell höheren natürlichen Zins. Wir gehen für die nächsten zehn Jahre in den USA von einem Anstieg um 0,7 Prozentpunkte auf dann durchschnittlich etwa 1,2 Prozent aus.¹³ Somit dürfte der neutrale US-Leitzins (Federal Funds Rate) über die nächste Dekade ebenfalls um 0,7 Prozentpunkte in den Bereich von dann 3,5 Prozent steigen. Der Zinsanstieg bedeutet Gegenwind für viele Trends. Einige dürften sich abschwächen, andere umkehren. Am eindeutigsten zeigt sich das am Anleihemarkt, wo sich voraussichtlich die gesamte US-Zinsstrukturkurve nach oben verschieben wird. Die von uns erwartete höhere Inflationsrate in den kommenden Jahren unterstützt diese Bewegung.

Natürlicher Deckel für Renditeanstieg

Allerdings wird der Anstieg bei den langfristigen Staatsanleiherenditen aus zwei Gründen gebremst: Erstens dürfte der Impuls für höhere Renditen am US-Rentenmarkt im internationa-

len Vergleich zwar am stärksten ausfallen, weil dort der Paradigmenwechsel hin zu höheren Fiskalausgaben am konsequentesten erfolgt. In Europa verhindern institutionelle Schranken zur Begrenzung von Neu- und Gesamtverschuldung eine allzu expansive Fiskalpolitik. Damit sollte der Abstand der US-Bondrenditen zu den Staatsanleihemärkten anderer Regionen zunächst zunehmen. Da dies aber internationales Kapital anzieht, erhält der Renditeanstieg in den USA einen natürlichen Deckel. Ein Beispiel für diese Entwicklung zeigte sich zu Jahresbeginn 2021: Die zehnjährigen US-Renditen legten in den ersten Monaten deutlich um über 80 Basispunkte auf 1,74 Prozent zu, ehe sie sich – mit zunehmender Nachfrage nach US-Anleihen aus dem Ausland – zunächst seitwärts und später wieder abwärts bewegten.

Zweitens stehen auch die langfristigeren Zinsen weiter unter dem Einfluss der Geldpolitik. Denn es wird allgemein erwartet, dass die US-Notenbank ihren Bestand an Staatsanleihen bis zum jeweiligen Laufzeitende auf der Bilanz halten und damit marktverträglich agieren wird.

Aus diesen Gründen werden sich höhere Inflationsraten auch nicht 1:1 in höheren Nominalrenditen niederschlagen. Im Gegenteil:

¹² Hinter dem Carry-Faktor steht die Annahme, dass sich Investments mit hoher laufender Rendite (zum Beispiel Anleihe- und Dividendenrendite) besser entwickeln als Anlagen mit niedriger Rendite.

¹³ Unsere Schätzungen basieren auf dem Modell aus L. Rachel, T. Smith: Are Low Real Interest Rates Here to Stay? Bank of England, 2017. Ein Anstieg der Produktivität um 1 Prozentpunkt lässt danach den natürlichen Zins (ceteris paribus) um 0,5 Prozentpunkte steigen.



Ein Anstieg der Break-Even-Inflationsraten¹⁴ wird durch die Begrenzung der Nominalrenditen unter sonst gleichen Bedingungen zu niedrigeren realen Renditen führen. In einem Umfeld von zunehmender Inflation stellt die gewisse Entkopplung von Teuerungsrate und nominalen Bondrenditen eine positive Implikation für Aktien dar.

Weniger Diversifikation in gemischten Portfolios

In den USA gehen wir von einem Ende des langjährigen Disinflationstrends aus. Die Zeit zwischen der Finanzkrise und der Corona-Pandemie war von geringen Inflationsraten zwischen einem und maximal zwei Prozent geprägt. Das Risiko bestand in einem Unterschließen der Teuerung oder gar in der Deflation. Diesem Szenario messen wir in den nächsten gut fünf Jahren nur noch eine sehr geringe Wahrscheinlichkeit bei. Mit strukturell etwas höheren Teuerungsraten über der Zwei-Prozent-Marke bildet sich im Vergleich zur Zeit vor Corona ein neues Inflationsregime heraus, in dem ein kurzzeitiges Überschießen wahrscheinlicher ist als Deflationstendenzen (siehe Abschnitt 3.5).

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

(siehe Abschnitt 2.1). Jede Hoffnung auf ein Überwinden der Stagnation erhöhte die Nachfrage nach Aktien zulasten von Anleihe-Investments – und umgekehrt.

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

Veränderte Korrelation von Aktien und Renten

Zentral für die Entwicklung der Korrelation ist die Frage, vor welchem wirtschaftlichem Hintergrund sich die Kapitalmärkte bewegen. Steigen die Anleiherenditen in Erwartung eines sich verbessernden Wirtschaftsausblicks, ist der Renditeanstieg „gutartig“: Den höheren Anleiherenditen stehen dann perspektivisch auch höhere Umsätze und Gewinne der Unternehmen gegenüber. „Bösartig“ ist ein Renditeanstieg am Rentenmarkt, wenn er im Zuge eines sich nachhaltig eintrübenden Inflationsausblicks erfolgt. In diesem Fall müssen sich die Notenbanken dem noch laufenden Inflationsauftrieb mit einer Straffung der Geldpolitik entgegenstellen. Risiko-Assets geraten unter Druck, die Korrelation zwischen Aktien- und Rentenkursen wird positiv.

Letztmals gab es diese Umkehr der Korrelation im Spätsommer und Herbst 2018, als eine unter Vollast laufende US-Wirtschaft die Kerninflation im Sommer 2018 auf fast 2,5 Prozent trieb. Nach bereits sechs Zinserhöhungen der Fed seit Ende 2015 folgten bis zum Jahreswechsel 2018 noch zwei weitere. Das Ergebnis: Der S&P 500 verlor von September bis Dezember fast 20 Prozent.

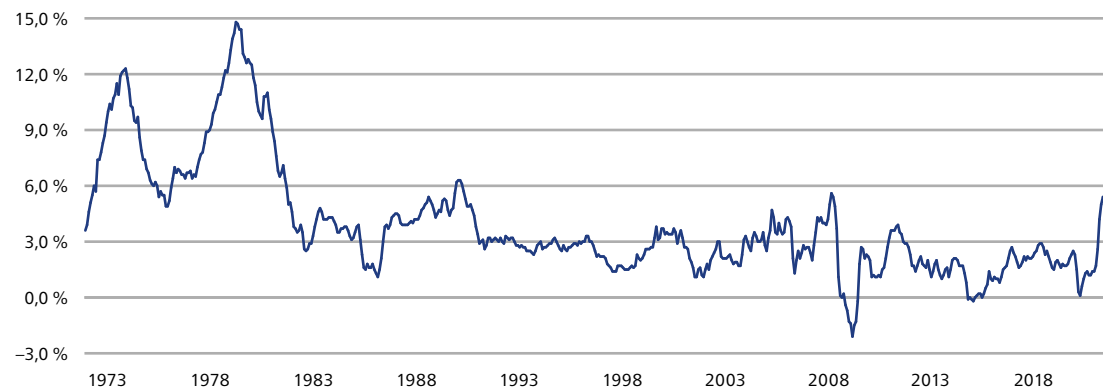
¹⁴ Die Break-Even-Inflationsrate bezeichnet die Renditedifferenz zwischen einer Anleihe mit fixem Kupon und einer vergleichbaren inflationsindexierten Anleihe.



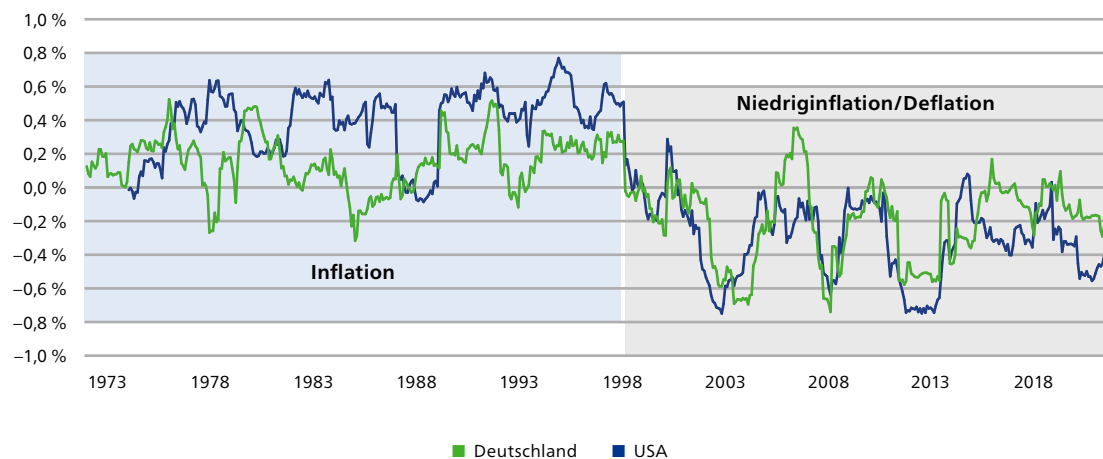
Abbildung 8

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

US-Inflation, jährliche Veränderungsrate in Prozent



2-Jahres-Korrelation Aktien vs. Staatsanleihen*



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

4.2 Historische Analyse: Anlageklassen in Inflationsregimen

Multi-Asset-Investoren müssen auf das neue Umfeld aus höheren Inflations- und Wachstumsraten reagieren. Geschieht dies nicht, wären mangelnde Diversifikation, verschenkte Renditepotenziale und zunehmende Risiken die Folgen.

Wie sollte eine an das veränderte Umfeld angepasste optimale Vermögensallokation aussehen? Um uns einer Antwort zu nähern, analysieren wir zunächst die historische Entwicklung der Anlageklassen seit 1973 in verschiedenen Inflationsregimen. Der Fokus liegt deshalb auf der Inflation, weil das erwartete Ende der Disinflation in den USA den deutlichsten Trendbruch mit direkten Auswirkungen auf die Anlageklassen darstellt. Die historischen Muster vermitteln einen guten Anhaltspunkt, um das Verhalten der Anlageklassen unter dem Einfluss steigender Preise zu verstehen.

Dazu unterscheiden wir fünf unterschiedliche Inflationsregime:

- **unter 1 Prozent:**
geringe Inflation und Deflationsnähe
- **1 bis 2 Prozent:**
unterer Bereich des Inflation Sweet Spots¹⁵
- **2 bis 3 Prozent:**
oberer Bereich des Inflation Sweet Spots
- **3 bis 5 Prozent:** erhöhte Inflation
- **über 5 Prozent:** Überschießen der Inflation

Ausgangspunkt sind die US-Verbraucherpreise, denen wir die Entwicklung verschiedener Anlageklassen, aber auch Investmentstile gegenüberstellen (siehe Abbildung 9).

Fixed Income

US-Staatsanleihen lieferten in allen Inflationsregimen einen vergleichsweise hohen Gesamt-ertrag (Total Return). Die Performance setzt sich dabei aus Kurseffekten (Duration), Kupon und dem Roll-down-Effekt¹⁶ zusammen. Bei steigender und schließlich hoher Inflation entstehen so zwar Verluste über die Duration. Diese federt der dann höhere Kupon aber zunehmend ab. Die historisch gute nominale Performance auch bei erhöhter und überschießender Inflation ist vor diesem Hintergrund zu sehen. Inflationsgeschützte US-Anleihen (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS) zeigten hingegen eine deutlich stärkere Sensitivität gegenüber der Teuerung als ihre nicht inflationsgeschützten Pendanten. Je höher die Inflation, desto besser entwickelten sich – entsprechend ihrer Konstruktion – TIPS. Unternehmensanleihen konnten vor allem im Inflation Sweet Spot zwischen ein und drei Prozent ihre Vorteile ausspielen. Darüber und darunter ließ die Wertentwicklung deutlich nach. Dies gilt insbesondere für High-Yield-Anleihen, die in Phasen geringer Inflation (unter ein Prozent) einen negativen Gesamt-ertrag aufwiesen.

¹⁵ In diesem Bereich der Inflation haben sich die Kapitalmärkte, insbesondere Aktienanlagen, historisch betrachtet am besten entwickelt.

¹⁶ Der Roll-down-Effekt ermöglicht bei einer steilen Zinsstruktur Kursgewinne, wenn sich im Zeitablauf die Laufzeit von Anleihen verkürzt.



Abbildung 9

Historische Entwicklung von Anlageklassen in verschiedenen Inflationsregimen**Durchschnittliche Wertentwicklung (in US-Dollar oder Lokalwährung)**

in Prozent pro Jahr

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

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



zum Inhaltsverzeichnis

Aktien

Bei geringer Inflation (unter ein Prozent) zeigten Aktien historisch die schwächste Wertentwicklung. Eine zu geringe Teuerung ging oft mit einem wirtschaftlich schwachen Umfeld oder gar einer Rezession einher. In der folgenden Konjunkturphase mit anziehenden Wachstums- und Inflationsraten befand sich diese Anlageklasse hingegen in der besten aller Welten: Eine Überhitzung der Wirtschaft war noch kein Thema, folglich war auch eine deutliche Straffung der Geldpolitik noch nicht nötig. In einem Korridor zwischen ein und drei Prozent befand sich die Inflation für Aktien im Sweet Spot. Stieg die Teuerung weiter, übten die durch die Notenbank initiierten Zinserhöhungen allerdings über die Bewertungsseite Druck auf die Aktien aus. Folglich war die Performance bei hohen Inflationsraten im Durchschnitt weniger stark positiv.

Schwellenländertitel

Aktien aus Schwellenländern entwickelten sich bei höherer Inflation hingegen deutlich besser als US-Titel. Bei einer höheren Teuerung fielen die Returns zudem besser aus als bei niedriger Inflation. Diese Entwicklung hatte zwei Ursachen: zum einen der in der Vergangenheit hohe Rohstoffanteil von Schwellenländeraktien. Zum anderen wirkte ein inflationierender US-Dollar positiv auf in US-Währung handelnde und vor allem verschuldete Volkswirtschaften aus den Schwellenländern.

Branchen und Sektoren

Unter den Branchen entwickelten sich zyklische Sektoren im Sweet Spot besser als defensive. Hintergrund ist das Wachstumsumfeld, das konjunktursensitive Zykliker begünstigte. Die Analyse zeigt zudem, dass sich die Energiebranche in der Vergangenheit besonders als Inflationsschutz eignete. Im Kontrast dazu

wies der Technologiesektor bei hoher Inflation die schwächste Performance auf. Aus unserer Sicht spielte hier die vergleichsweise hohe Duration der oftmals weit in der Zukunft liegenden Zahlungsströme der Tech-Konzerne eine zentrale Rolle.

Als weitere Sektoren stechen US-Immobilieninvestments (Real-Estate-Investment-Trust, REITs) und Infrastruktur-Aktien heraus. Immobilieninvestments tolerieren nach oben hin etwas mehr Inflation als der breite Aktienmarkt.¹⁷ Ein plausibler Grund ist der bessere Inflationsschutz der Zahlungsströme, der etwa durch eine mögliche Kopplung der Mieten an die Teuerung erzielt werden kann. Auch globale Infrastruktur-Aktien entwickelten sich mit steigender Inflation zunehmend besser als der Gesamtmarkt¹⁸, da auch die Einnahmen von Infrastruktur-Unternehmen zum Teil inflationsgeschützt sind.

Investmentstile

Beim Blick auf die Investmentstile zeigt sich ein vertrautes Bild: Value performt historisch nur bei starker Inflation besser als Growth. Letzterer Stil ist über die weitere in der Zukunft liegenden Zahlungen durationssensitiv und wird von steigenden Zinsen mehr getroffen, was im Umfeld niedriger oder leicht steigender Inflation wiederum zu Outperformance führt. Bei einer Inflationsrate zwischen drei und fünf Prozent ergaben sich kaum Unterschiede zwischen den Investmentstilen. Auch beim Size-Faktor sind die Abweichungen gering. Tendenziell profitieren kleinere Unternehmen allerdings stärker von einer anziehenden Inflation als große Firmen.

¹⁷ Gemessen am MSCI All Country World-Index.

¹⁸ Dies gilt zumindest seit der Verfügbarkeit umfassender Daten ab 2002.



Rohstoffe

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

Energierohstoffe und Industriemetalle wiesen ein ähnliches Verhalten wie der gesamte Rohstoffmarkt auf. Allerdings ließ bei beiden Sektoren die positive Preisentwicklung bei sehr kräftiger Inflation nach. Zu hohe Preise bremsen die Nachfrage.

Edelmetalle und insbesondere Gold profitierten vor allem bei einer überschießenden Inflation im Bereich von fünf Prozent und mehr. Hintergrund ist, dass die Wirtschaftssubjekte in diesem Bereich zunehmend das Vertrauen in die Währung verlieren. Bei Inflationsraten im oberen Bereich des Sweet Spots oder leicht darüber entwickelten sich die übrigen Rohstoffsektoren besser als die Edelmetalle.

4.3 Schlussfolgerungen im Portfoliokontext

Die soeben dargelegten Betrachtungen wollen wir nun im Portfoliokontext bewerten. Dazu untersuchen wir die Auswirkungen von höherer Inflation im Multi-Asset-Kontext und leiten daraus Lösungen für Investoren ab, sowohl im Bereich der Allokation von Assetklassen als auch bei der Auswahl der Sub-Assetklassen.

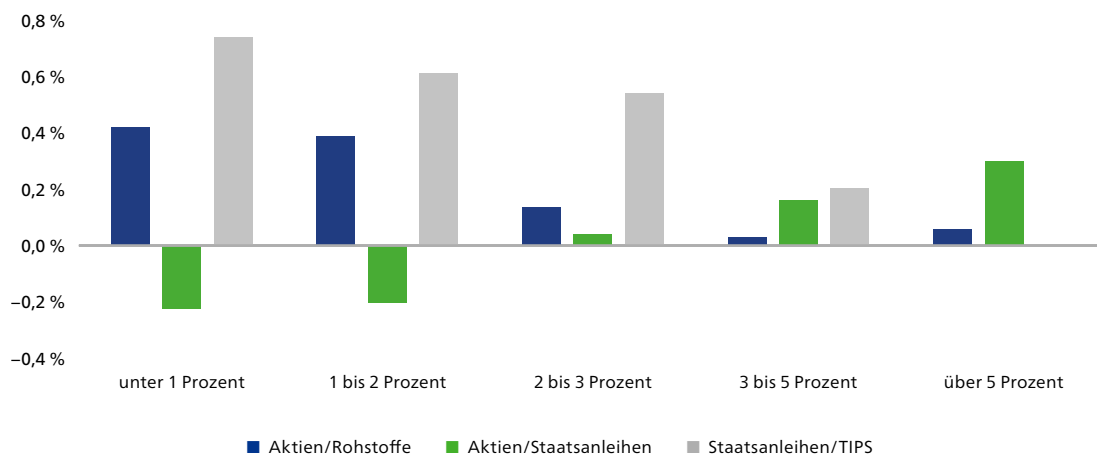
Ziel ist, die Portfolios hinsichtlich der Rendite, aber auch des Rendite-Risiko-Verhältnisses zu verbessern. Uns ist bewusst, dass sich die historischen Ergebnisse nicht 1:1 auf das heutige oder das Kapitalmarktumfeld der nächsten fünf Jahre übertragen lassen. Andere Rahmenbedingungen wie die Reaktionsfunktionen der Notenbanken, die internationalen Wirtschafts- und Kapitalmarktbeziehungen, der Aufstieg von China zur wirtschaftlichen Supermacht und weitere Entwicklungen erzeugen eine systematische Unschärfe. Wir halten es jedoch für legitim, historische Muster in unsere Überlegungen miteinzubeziehen. Dort, wo Unterschiede offensichtlich sind, passen wir entsprechend unsere Schlussfolgerungen an.

Nach der bereits im Abschnitt 4.1 beschriebenen Veränderung der Aktien-Renten-Korrelation analysieren wir nun weitere exemplarische Korrelationsbeziehungen. Abbildung 10 zeigt, dass die Korrelation zwischen Aktien und Rohstoffen mit steigender Inflationsrate abnimmt. Rohstoffe können also im Multi-Asset-Portfolio bei höheren Teuerungsraten den Diversifikationsverlust bei Aktien und Renten zu einem gewissen Grad abfedern.

Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Staatsanleihen und inflationsgeschützten US-Anleihen (TIPS). Letztere entkoppeln sich bei steigender Inflation zunehmend von den nominalen Staatsanleihen. Damit leisten sie bei höherer



Abbildung 10

Korrelation verschiedener Sub-Assetklassen in unterschiedlichen Inflationsregimen

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

Teuerungsrate ebenfalls einen guten Beitrag zur Portfolio-Diversifikation.

Auch die Korrelation von US-Aktien mit Schwellenländer-Aktien nahm mit steigender Inflation ab. Angesichts der mittlerweile stark veränderten Sektorstruktur (weniger Rohstoffe, mehr Technologie) dürfte der Diversifikationsnutzen in den nächsten Jahren allerdings zurückgehen.

Wie lassen sich diese Erkenntnisse im Portfolio-kontext anwenden? Dazu betrachten wir exem-

plarisch ein klassisches US-Aktien-Renten-Portfolio (mit 60 Prozent Aktien und 40 Prozent Staatsanleihen). Wir analysieren die Inflations-eigenschaften dieses Portfolios und zeigen auf, wie Investoren das Portfolio auf das Ende der Disinflation einstellen können. Dabei berücksichtigen wir auch eine Absicherung gegen ein mögliches Überschießen der Inflationsrate.

Eine historische Analyse des Ausgangsportfolio zeigt die folgenden Eigenschaften unter verschiedenen Inflationsregimen.

Abbildung 11

Klassisches US-Aktien-Renten-Portfolio in der historischen Analyse**Kennzahlen für ein Portfolio aus 60 Prozent US-Aktien und 40 Prozent US-Staatsanleihen**

Inflationsregime	weniger als 1 Prozent	1 bis 2 Prozent	2 bis 3 Prozent	3 bis 5 Prozent	über 5 Prozent
Rendite (in Prozent pro Jahr)	-0,20	11,48	12,01	11,30	6,65
Volatilität (in Prozent pro Jahr)	8,10	9,06	9,24	10,00	10,03
Rendite-Risiko-Verhältnis	0,0	1,27	1,30	1,13	0,66

Quelle: Bloomberg, Union Investment; Daten seit 31. Januar 1973.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

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

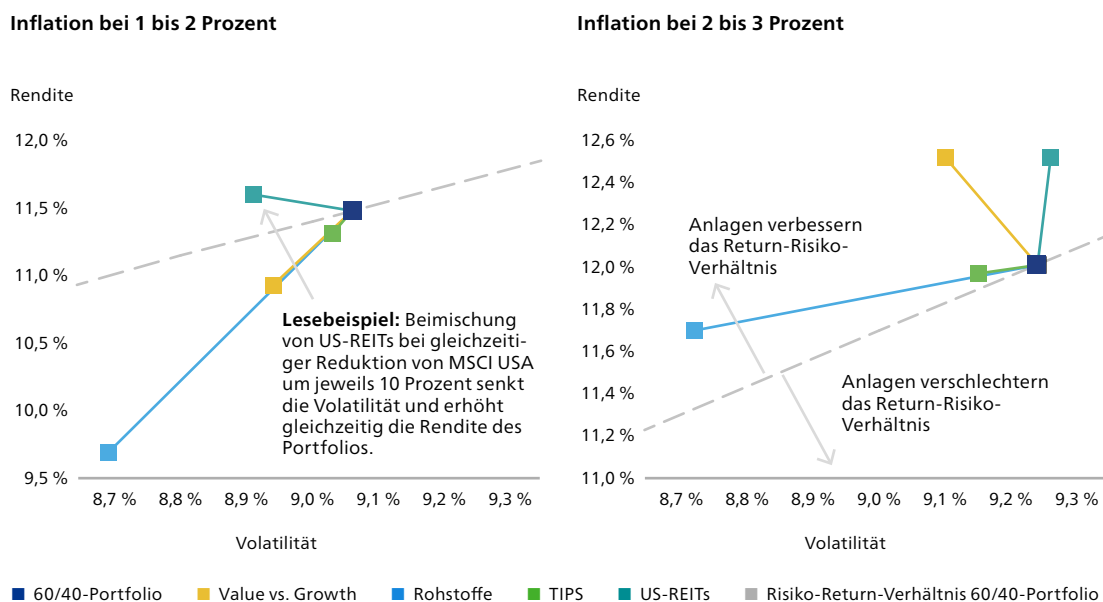
- Ersetzen wir im Basisportfolio zehn Prozent der US-Staatsanleihen durch zehn Prozent TIPS, erhalten wir – wie zu erwarten – insbesondere in einem Umfeld mit einer Inflation von mehr als fünf Prozent eine Verbesserung im Rendite-Risiko-Verhältnis. Bei einer Inflationsrate von weniger als ein Prozent wäre die Beimischung zwar von Nachteil, allerdings erachten wir dieses Szenario in den nächsten fünf Jahren als sehr unwahrscheinlich. Im Sweet Spot hat die Beimischung zwar fast keine Auswirkung auf das Rendite-

Risiko-Profil des Portfolios, ist aber trotzdem empfehlenswert. Denn die Kosten der Strategie sind gering, der Nutzen bei einem Überschießen der Inflation hingegen hoch.

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

Es zeigt sich, dass die Umstellungen bei erhöhter und hoher Inflation die Rendite und das Rendite-Risiko-Verhältnis verbessern. Einzelne

Abbildung 12 **Auswahl strategischer Portfolioumstellungen in verschiedenen Inflationsregimen**



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

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

Eine weitere Verbesserung bringt die Beimischung von Infrastruktur-Aktien. Werden im erwarteten Inflationsszenario zwischen zwei und drei Prozent zehn der 60 Prozent US-Aktien durch globale Infrastruktur-Aktien ersetzt, steigen sowohl die absolute Rendite als auch das Rendite-Risiko-Verhältnis.¹⁹ Positiv wirkt hier die in Abschnitt 4.5 näher beschriebene systematische Bindung der Umsätze vieler Infrastrukturunternehmen an die Teuerung. Lediglich in dem aus unserer Sicht unwahrscheinlichsten Szenario einer Inflation unter ein Prozent ist die Strategie nachteilig.²⁰

Auch Rohstoffe eignen sich, um die Chancen höherer Inflation zu nutzen und sich gleichzeitig gegen das Risiko einer überschießenden Teuerung abzusichern. Wir mischen den gesamten Rohstoffkomplex oder einzelne Rohstoffsektoren dem Portfolio bei und reduzieren entsprechend die Renten- und Aktien-Positionen.

Liegt die Inflation zwischen zwei und drei Prozent, sorgt die abnehmende Korrelation von Rohstoffen und Aktien für eine durchgehende Verbesserung des Rendite-Risiko-Verhältnisses. Steigt die Inflation über drei Prozent, ist sogar bei fast allen Kombinationen auch eine eindeutige Verbesserung der Rendite zu beobachten. Im Szenario einer Inflation unter zwei Prozent erweisen sich die Veränderungen als abträglich für das Portfolio.

4.4 Investmentimplikationen einer neuen Weltordnung

Neben den Verschiebungen bei Wirtschaftswachstum und Inflation müssen Investoren auch die Neuordnung der globalen Wirtschaftsbeziehungen bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen.

Die Veränderungen beginnen sich zwar gerade erst abzuzeichnen. Aus unserer Sicht können Investoren aber bereits heute von den Trendbrüchen durch eigens konstruierte Themeninvestments profitieren.

Blockbildung USA und China

Der Wettbewerb zwischen den USA und China gewinnt bei Investoren zunehmend an Bedeutung. Die Entwicklungen der vergangenen

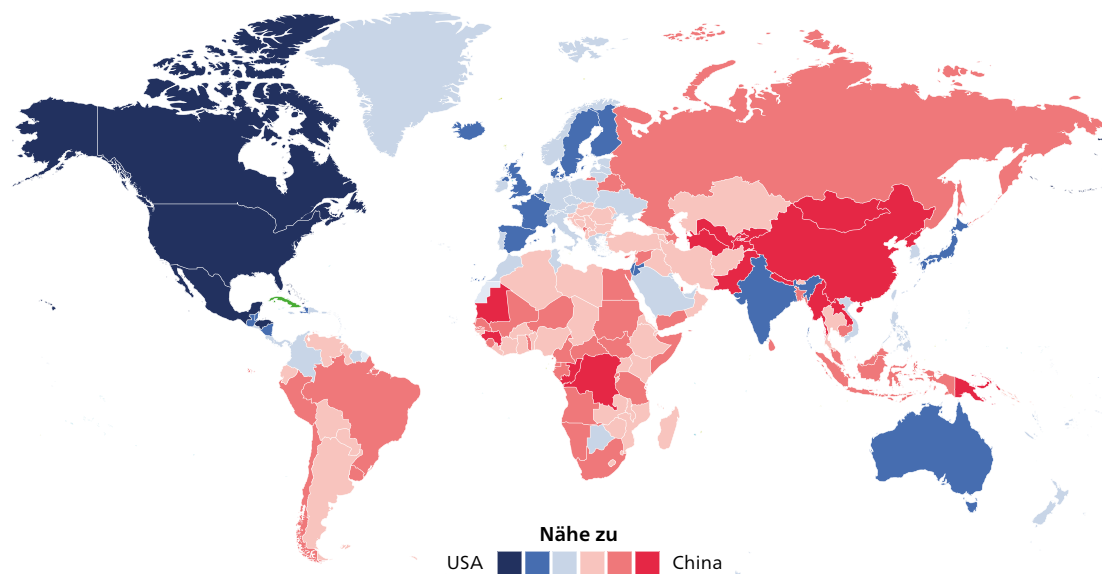
zwölf Monate lassen nur noch wenig Zweifel daran, dass sich die USA und China in einem strategischen Wettbewerb befinden (siehe 3.3). Die Folge werden zwei weitgehend unabhängige technologische Ökosysteme sein. Auf beiden Seiten sind massive Investitionen notwendig, um dieses Ziel zu erreichen. Dabei handelt es sich vor allem um Investitionen in Infrastruktur, etwa mit Blick auf getrennte Telekommunikationsnetze, und den Aufbau von lokalen Lieferketten in Zukunftstechnologien. Dies verbessert zunächst die langfristigen

¹⁹ Berechnungsgrundlage ist der Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Total Return Index, in dem Unternehmen enthalten sind, die mindestens 70 Prozent ihres Cashflows aus Infrastruktur generieren.

²⁰ Aufgrund der deutlich kürzeren verfügbaren Historie werden die Infrastruktur-Aktien nicht in der Abbildung 12 dargestellt.



Abbildung 13

Neue Blockbildung – chinesische und US-amerikanische Einflussphären

Quelle: Union Investment.

Wachstumsperspektiven für beide Länder. Folglich wird auch China weiterhin als Absatzmarkt interessant bleiben.

Allerdings steigt dort auch das Risiko: Denn staatliche Eingriffe mit dem Ziel, die Interessen des erfolgreichen privaten Tech-Sektors mit den Interessen des Staates in Einklang zu bringen, werden zunehmen. Konkret sollen die überwiegend dienstleistungsorientierten Tech-Unternehmen zukünftig einen größeren Beitrag zur Stärkung der industriellen Basis leisten. Ob dieser Wandel von Soft Tech zu Hard Tech am Ende gelingt, ist derzeit offen. Klar ist aber, dass dieser Prozess mit Friktionen verlaufen wird. Insofern wird China wegen zunehmender staatlicher Eingriffe unberechenbarer.

Die Entkopplung erhöht jedoch nicht nur die Risiken in China – sie hat auch Folgen für den

Rest der Welt. Beide Seiten versuchen Allianzen mit anderen Ländern zu schließen, um die eigene Einflussphäre zu erweitern. Allerdings deckt sich die politische Nähe in vielen Fällen nicht mit der wirtschaftlichen Nähe und Abhängigkeit. Diese Diskrepanz und das Spannungspotenzial, das daraus erwächst, könnten am Ende auch für einige regionale Kapitalmärkte zur Belastung werden.

Deshalb haben wir versucht herauszufiltern, für welche Länder²¹ der Wettbewerb der Großmächte zu einer größeren Herausforderung werden könnte. Hierzu haben wir die Welt zunächst in einen US- und einen China-Block unterteilt. Die Einteilung erfolgt auf Basis eines qualitativen Scorings entlang sechs verschiedener Dimensionen.²² Abbildung 13 zeigt das Ergebnis dieser Unterteilung: Länder in Blautönen tendieren zu den USA, Nationen in Rottönen zu China.

²¹ Wir nutzen dabei den MSCI All Country World-Index, der 50 Länder umfasst.

²² Dimensionen: Bündnissysteme, Mitgliedsstaaten der chinesischen „Belt and Road Initiative“, Handelspartner, 5G/Huawei-Verbote, Impfstoff-Diplomatie, Verflechtung und Einflussnahme auf Basis des FBIC-Index der University of Denver (Abstufung von starker Bindung zu schwacher Bindung).



Im Anschluss haben wir die Abhängigkeit der lokalen Aktienmärkte von den US- und den chinesischen Börsen bei starken Kursrückgängen bestimmt (Co-Drawdown-Analyse). Bei vielen europäischen und asiatischen Märkten zeigt sich ein größerer Gleichlauf mit China als mit den USA und somit teilweise eine Diskrepanz zur Blockzugehörigkeit.

Schließlich haben wir die Ergebnisse genutzt, um eine Einteilung der Länder entlang der Kriterien „Marktnähe“, „Diskrepanz der Blockzugehörigkeit“ sowie „historische Bewertung“ vorzunehmen (siehe Abbildung 14). Länder wie Frankreich, die Niederlande und Südkorea stufen wir als riskant ein, da sie sowohl eine hohe Diskrepanz als auch eine teure Bewertung aufweisen. Investoren sollten diese Länder mit Blick auf ihr Risikomanagement unter besondere Beobachtung stellen. Denn die potenziellen Herausforderungen, denen sich diese Länder im Wettbewerb der Großmächte gegenüberse-

hen, könnten noch nicht ausreichend in den Kursen reflektiert sein. Dagegen ergeben sich aus unserer Analyse Chancen für Australien, Brasilien, Kanada und das Vereinigte Königreich. Diese Länder erscheinen günstig bewertet und stehen (bereits) im Einklang mit ihrer Blockzugehörigkeit.²³

Restrukturierung der globalen Lieferketten

Ein möglicher Ansatz für Investoren, von bestimmten Trends zu profitieren, ist das sogenannte thematische Investieren. Als professioneller Investor stellen wir dazu etwa Baskets von Einzeltiteln zusammen, die im Ganzen einem Fonds beigemischt werden können. Ein Beispiel: Wie in Abschnitt 3.3 dargestellt, hat die Pandemie den Umbau globaler Liefernetzwerke noch einmal beschleunigt. Unser Investment profitiert von dieser Neuordnung sowie

Abbildung 14

Neue Blockbildung – Länder im Blickpunkt

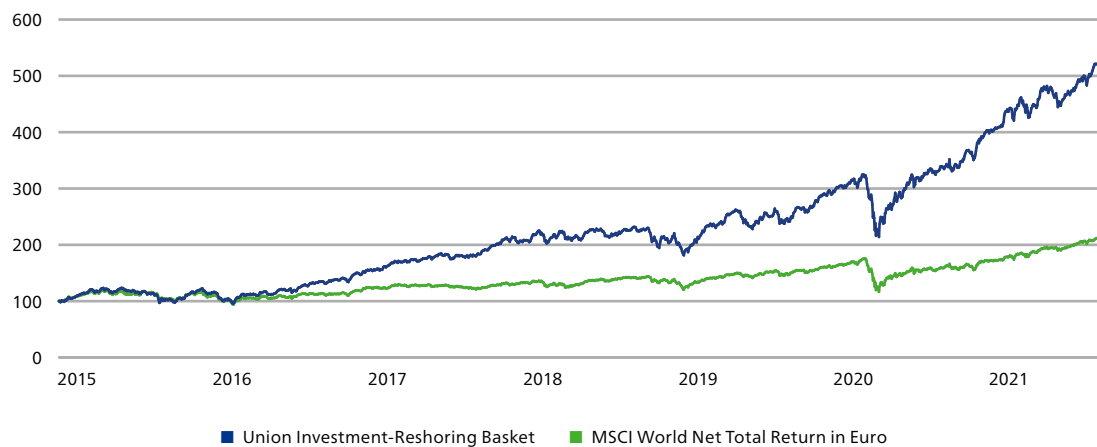
	Keine Diskrepanz zwischen Blockzugehörigkeit und Marktnähe		Diskrepanz zwischen Blockzugehörigkeit und Marktnähe	
Niedrige relative Bewertung* im historischen Vergleich	Australien Brasilien Kanada Chile Ägypten Ungarn Pakistan	Peru Philippinen Russland Taiwan Türkei UK	Österreich Kolumbien Tschechien Deutschland Griechenland Hongkong Indonesien Israel Italien	Japan Malaysia Mexiko Norwegen Polen Singapur Südafrika Spanien
Hohe relative Bewertung* im historischen Vergleich	Dänemark Indien Schweden	Schweiz Thailand	Belgien Finnland Frankreich Irland	Korea Niederlande Neuseeland Portugal

Quelle: Union Investment. * Relative historische Bewertung gegenüber dem MSCI All Country World-Index.

²³ Die gezeigten vorläufigen Ergebnisse sind ein Auszug aus einer laufenden tiefergehenden Analyse, in der wir die politischen und kapitalmarktrelevanten Auswirkungen der Blockbildung eingehend untersuchen und die in den kommenden Monaten veröffentlicht wird.



Abbildung 15

Reshoring-Basket mit guter Wertentwicklung in Zeiten gestörter Lieferketten**Indexierte Wertentwicklung***

Quelle: Bloomberg, Union Investment; Stand: 19. August 2021. * 01.01.2015 = 100.

von der Digitalisierung und Automatisierung von Wertschöpfungsketten und Produktionsprozessen. Ein international diversifizierter Aktien-Basket aus 49 Einzeltiteln ermöglicht den Zugang zu diesem Thema.²⁴ Die obestehende Grafik zeigt die relative Wertentwicklung. Bereits während des ersten Handelskonflikts in der Amtszeit von Donald Trump konnte der Basket den Referenzindex schlagen.

Gleiches gilt danach für die Phase, als die Lieferketten massiv gestört waren. Seit Ende 2020 entwickelt sich der Basket im Zuge des Reopenings der Wirtschaft in vielen Ländern und einer gewissen Entspannung der Lieferketten ähnlich wie der breite Markt. Langfristig könnte der Basket im Zuge der strukturellen Verschiebung der Lieferketten noch stärker profitieren.

²⁴ Die Unternehmen gehören den Sektoren IT, Industriewerte, Gesundheit, Immobilien und Grundstoffe an. Den Investments in die 49 Einzeltitel (Long) wird ein Short-Basket gegenübergestellt, der die Faktorrisiken auf der Long-Seite minimiert. So wird das eigentliche Investmentthema nicht von externen Einflüssen überlagert.

4.5 Anlageklassen: Einschätzungen und Empfehlungen

Der folgende Abschnitt beschreibt die wesentlichen Investmentimplikationen post Corona entlang der Anlageklassen. Zentral dafür sind die in Kapitel 3 beschriebenen makroökonomischen Verschiebungen in den nächsten Jahren. Zudem nutzen wir die Resultate der historischen Analyse der Assetklassen in unterschiedlichen Inflationsregimen.

Fixed Income

Mit dem erwarteten höheren US-Zins- und Renditeniveau empfehlen wir, den Fixed-Income-Anteil (Staats- und Unternehmensanleihen) in einem Multi-Asset-Portfolio zu verringern. US-Treasuries mit einer Laufzeit von sieben bis zehn Jahren rentierten Anfang September 2021 bei 1,1 bis 1,3 Prozent. Der erwartete Renditeanstieg der US-Kurve um 0,7 Prozentpunkte über die nächsten fünf Jahre bringt (Durations-)Kursverluste von etwa einem Prozentpunkt pro Jahr mit sich. Der Gesamtertrag schmilzt deshalb auf nur noch leicht positive Werte. Gegenüber den negativ (oder niedrig) rentierenden Bundesanleihen und Staatsanleihen aus anderen Ländern Kerneuropas liegen US-Papiere damit aber immer noch vorne. Mit den ansteigenden Kupons für US-Bonds sollte die Ertragsdifferenz mit den Jahren zunehmen.

Bei US-Staatsanleihen raten wir zudem, inflationsindexierte Anleihen (TIPS) gegenüber den nominalen Treasuries etwas höher zu gewichten. Zwar hat die historische Inflationsanalyse in Abschnitt 4.2 eine vergleichbare Wertentwicklung beider Anlagen innerhalb des Sweet Spots der Inflation gezeigt. Jedoch stellt die höhere Gewichtung von TIPS einen günstigen Schutz im Falle eines Überschießens der Inflation dar.

Unternehmensanleihen

Für Unternehmensanleihen und weitere Spread-Anlagen ergibt sich folgendes Bild: Mit den höheren US-Zinsen erwarten wir,

dass sich die „Jagd nach Rendite“ der Investoren und der Anlagenotstand abschwächen sollten. Denn im Niedrig- oder gar Negativzinsumfeld bestand bisher ein hoher Anreiz, die Risikoleiter hinaufzusteigen. Der Ertrag für eine weitere Risikoeinheit ist hoch. Mit steigenden Renditen für die vergleichsweise risikoarmen US-Staatsanleihen wendet sich das Blatt: Investoren verlieren weniger Ertrag pro Risikoeinheit, wenn sie die Risikoleiter wieder hinabsteigen. Die Nachfrage nach Spread-Produkten wie Investment-Grade- und High-Yield-Unternehmensanleihen (IG und HY) und Schwellenländer-Bonds wird dadurch geringer, zumal auch Aktien und Rohstoffe im Vergleich höhere Erträge liefern sollten. Auch die Nachfrage der Notenbanken sollte in dem erwarteten Umfeld eines höheren Wirtschaftswachstums nachlassen. Trotz des geringeren Rückenwindes gehen wir aber davon aus, dass die Anlageklasse Credit auch in den kommenden Jahren einen auskömmlichen Ertrag erwirtschaften wird.

Die Analyse unterschiedlicher Inflationsregime hat gezeigt, dass das von uns erwartete fundamentale Umfeld für Credit zwar nicht unattraktiv ist – sowohl IG- als auch HY-Titel performten im Sweet Spot der Inflation. Dennoch zeigten Aktien und auch Rohstoffe historisch eine bessere Wertentwicklung. Für ein Multi-Asset-Portfolio bedeutet dies: eine leichte Reduktion von Credit zugunsten von Aktien und Rohstoffen.

Innerhalb der Unternehmensanleihen wird die Selektion mit Blick auf die Regionen und die Sub-Segmente immer wichtiger. Wir erwarten



die folgenden Entwicklungen: Der Weg hin zu einem strukturell höheren US-Zinsniveau sorgt zunächst – konstante Spreads vorausgesetzt – für Kursverluste bei US-Papieren. Da die Zinsbindung bei IG-Papieren in der Regel höher ist als bei jenen aus dem HY-Bereich, dürften die Durationsverluste dort stärker ausfallen. Doch nachdem sich das höhere Zinsniveau eingestellt hat, profitieren Investoren wiederum von der dann höheren laufenden Rendite. Die gleiche Wirkung hat der abnehmende Anlagenotstand mit dem oben beschriebenen Abstieg auf der Risikoleiter.

In Europa stellt sich die Situation etwas anders dar. Das Potenzial für einen strukturellen Zinsanstieg ist deutlich geringer, und der Anlagenotstand ist beständiger. Damit bleiben europäische Corporate Bonds weiterhin attraktiv gegenüber Staatsanleihen – ein Abstieg auf der Risikoleiter ist weniger lohnenswert. Bei Euro-Credits sollten die Spread-Ausweitungen und Kursverluste damit geringer ausfallen als bei US-Credits. Aufgrund der geringeren Marktgröße können US-Unternehmen den Euromarkt nur begrenzt für Emissionen nutzen. Eine

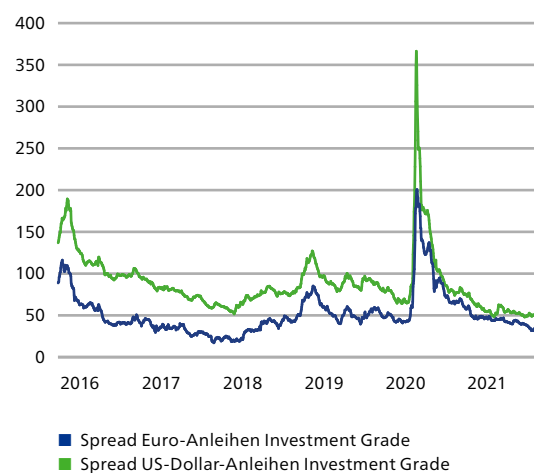
Spread-Angleichung ist damit limitiert. Langfristig dürfte die laufende Rendite von Euro-Credits deshalb hinter ihren US-Pendants zurückbleiben.

Für Credit-Investoren empfehlen wir deshalb, Positionen in europäischen Unternehmensanleihen zunächst zu halten. Nachdem sich das höhere Renditeniveau bei US-Papieren eingestellt hat, sollte in US-Credit umgeschichtet werden. Dabei dürfte sich zudem lohnen, stärker auf High Yield zu setzen. Neben der geringeren Duration und den damit vergleichsweise geringeren Kursverlusten sprechen zwei weitere Gründe für HY-Papiere: zum einen ihre bessere Performance im Sweet Spot der Inflation (siehe Abschnitt 4.2). Zum anderen sind ihre Ausfallraten in einem Umfeld höheren Wirtschaftswachstums geringer, das Investment damit weniger riskant.

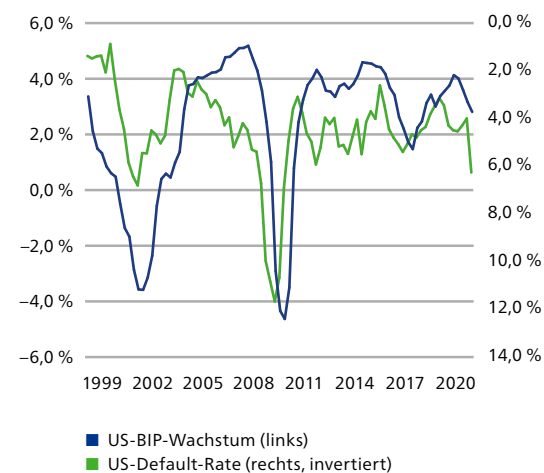
Empfehlung 1: Weniger Fixed Income im Multi-Asset-Portfolio. Sukzessive mehr US-Duration und -Credit. High Yield vor Investment Grade

Abbildung 16 **Unternehmensanleihen bieten weiter Chancen**

Creditspread-Entwicklung von IG-Anleihen



Ausfälle sinken mit steigendem BIP-Wachstum



Quelle: Union Investment.

Aktien

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

Das kräftigere Wirtschaftswachstum unterstützt die Ertragskraft der Unternehmen – die (nominalen) Gewinne steigen. Nachdem in den Jahren vor der Corona-Pandemie die Wertentwicklung vor allem in Europa in hohem Maße aus Bewertungsausweitungen resultierte (siehe Abschnitt 2.2), erwarten wir in den nächsten Jahren einen Wechsel: Die Gewinne übernehmen als Treiber. Unternehmen bieten sich zudem wieder mehr Investitionsmöglichkeiten (siehe Abschnitt 3.1). Für Investoren könnte das bedeuten, dass Dividenden und Aktienrückkäufe im Mittel geringer ausfallen als in der Zeit vor der Corona-Pandemie.

Der Einfluss von Inflationstendenzen

Das neue Inflationsregime dürfte nicht allzu abträglich für Aktien sein. Denn wir erwarten die US-Inflation in den nächsten fünf Jahren zwar oberhalb von zwei Prozent, allerdings noch innerhalb ihres Sweet Spots. Nur in zyklischen Überhitzungsphasen der Konjunktur mit mehr als drei Prozent Inflation dürfte es Gegenwind für die Anlageklasse geben: Eine solche Teuerung würde ein gewisses Gegensteuern der US-Notenbank auslösen mit den entsprechenden Folgen auch für die europäischen Aktienmärkte.

Value oder Growth?

Auch wenn die Auswirkungen des neuen Umfelds auf den ersten Blick überschaubar erscheinen, halten wir die Veränderungen innerhalb des Aktienmarktes für nachhaltiger und größer. Dies gilt insbesondere für Investmentstile und Regionen. So scheinen sich bei zwei langjährigen Trends die Gewichte allmählich zu verschieben: Zum einen erwarten wir das Ende der

Growth-Outperformance, zum anderen gewinnen damit die Aktienmärkte außerhalb der USA an Attraktivität, zumindest in der relativen Sicht.

Mit der digitalen Beschleunigung durch die Pandemie (siehe Abschnitt 3.1) und dem Druck zur technologischen Innovation aus der USA/China-Blockbildung (siehe Abschnitt 3.3) hält der Rückenwind für Unternehmen aus dem Technologiebereich – einem klassischen Growth-Sektor – zwar an. Ähnliches gilt auch für andere Growth-Branchen, wie beispielsweise das Gesundheitswesen, das durch die zunehmend alternde Gesellschaft an Bedeutung gewinnt. Auch sind Value-Sektoren wie Banken und Finanzdienstleistungen sowie Energie durch aufstrebende Fintechs auf der einen und die notwendige Dekarbonisierung von Energieunternehmen auf der anderen Seite weiterhin belastet.

Dennoch sprechen zwei Faktoren für eine gleichförmigere Wertentwicklung von Value und Growth im neuen Makroregime:

- In einem Umfeld mit einem strukturell höheren nominalen Wirtschaftswachstum schaffen es immer mehr Unternehmen, auskömmlich zu wachsen. Die Knappheit des Faktors „Wachstum“ nimmt ab, eine Prämie ist damit weniger gerechtfertigt. Derzeit liegt dieser Aufpreis bei Growth-Werten aus den USA gegenüber dem breiten S&P 500-Index bei knapp 30 Prozent. Im Falle eines nominalen Wirtschaftswachstums von zum Beispiel sechs Prozent ist eine Prämie von dann nur noch sieben Prozent gerechtfertigt. Relativ zum marktbreiten Index besteht also in dem von uns erwarteten Umfeld noch ein gewisses Potenzial der Neubewertung von Growth-Titeln aus den USA.
- Growth war in den vergangenen Jahren gleichzusetzen mit Technologie. Mit der zunehmenden digitalen Durchdringung anderer Branchen verschwimmt dieses Allein-

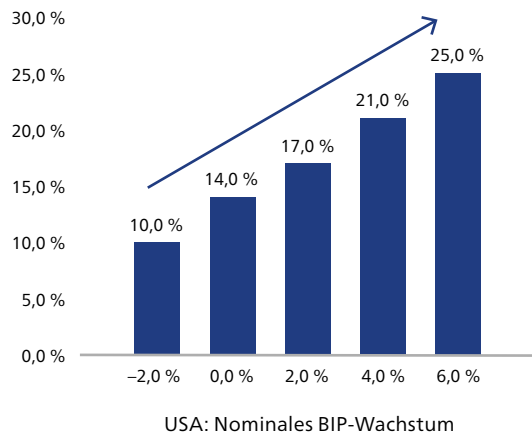


Abbildung 17

Höheres Wirtschaftswachstum lässt Prämie für Growth-Aktien sinken

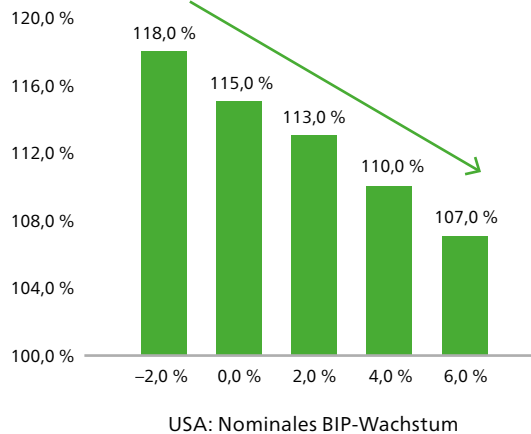
Steigende Anzahl an High-Growth-Unternehmen ...

Anteil High-Growth-Unternehmen am S&P 500



... geht mit sinkender Growth-Prämie einher

Growth-KGV-Prämie



Quelle: Bloomberg, Union Investment; Stand: 30. Juni 2021.

stellungsmerkmal der klassischen Tech-Aktien allerdings, es entstehen neue Wachstumschancen in anderen Sektoren. Beispiele für Unternehmen außerhalb des Technologiesektors, bei denen Technologie bereits disruptiv wirkt, sind Uber (Verkehr), Airbnb (Verbraucherdienstleistungen) oder auch Amazon (Handel).

Regionale Verschiebungen

Die Favoriten unter den Regionen leiten sich direkt aus den Thesen zu den Investmentstilen ab: Regionen mit einem geringen Anteil an Technologieunternehmen, aber dafür hohem Gewicht der Old Economy (etwa Finanzwesen und Energie) haben sich lange Zeit unterdurchschnittlich entwickelt. Dazu zählen Europa und hier insbesondere das Vereinigte Königreich, das mit lediglich 1,2 Prozent das geringste IT-Gewicht unter allen großen Regionen aufweist. Mit dem Ende der Growth-Stärke dürfte sich dieser Trend in den nächsten Jahren abschwächen. Die Investmentmöglichkeiten außerhalb der USA erscheinen damit – in der relativen Sicht – wieder attraktiver.

Wie die folgende Abbildung 18 zeigt, sind diejenigen Regionen und Branchen günstig bewertet, die sich in der säkularen Stagnation unterdurchschnittlich entwickelt haben. Dazu zählen Europa, die Schwellenländer sowie Finanzwerte und Grundstoffgüter. Nach Corona ergeben sich hier nach unserer Einschätzung Chancen, den Rückstand wieder etwas zu verringern.

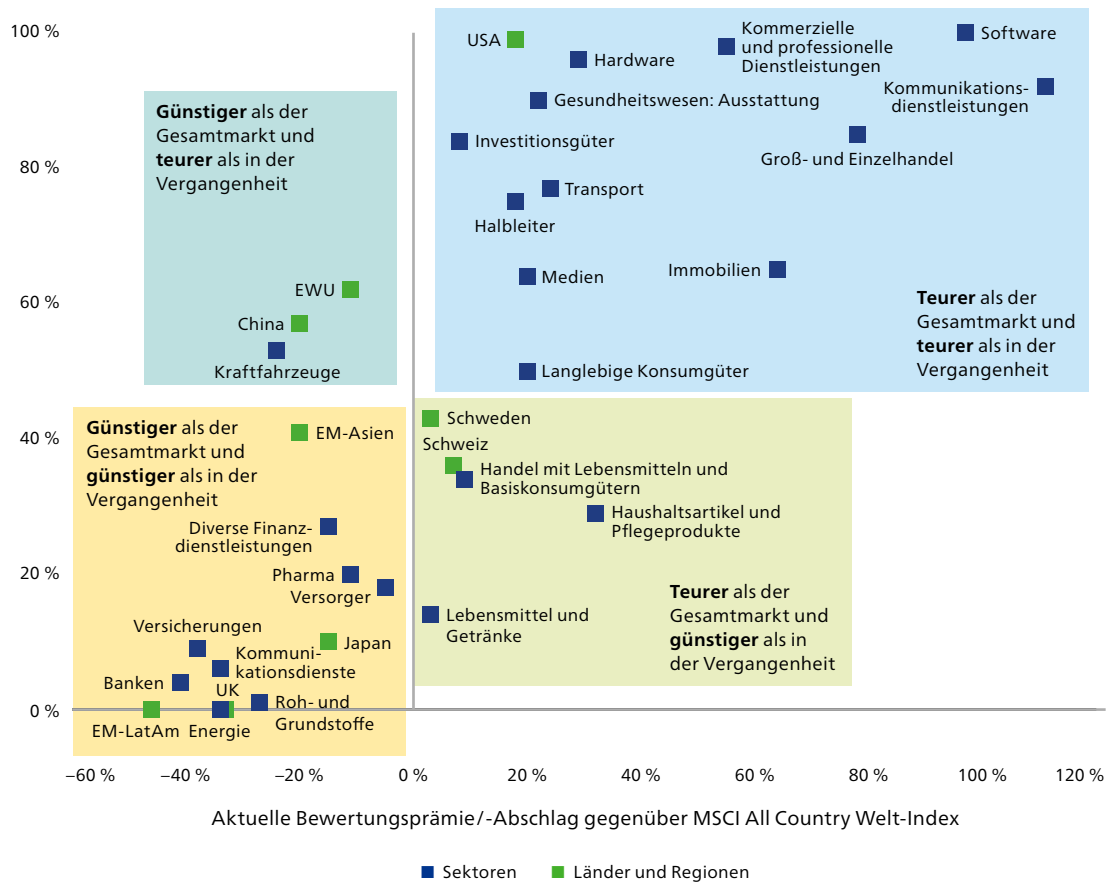
Empfehlung 2: Stile und Regionen stärker ausbalancieren

Investoren sollten Übergewichte in Growth-Aktien und den USA reduzieren und dafür Value sowie insbesondere Europa wieder stärker in Betracht ziehen. Bei den Sektoren dürften Banken – aufgrund des Zinsanstiegs – und Unternehmen aus der Branche der Grundstoffgüter profitieren, Letztere auch aufgrund der anziehenden Investitionsdynamik.

Abbildung 18

Viele Investmentmöglichkeiten sind im Value-Bereich zu finden

Aktuelle Bewertung im 20-Jahres-Vergleich*



Quelle: Datastream, Bloomberg, Macrobonds; Goldman Sachs; Stand: 20. Juli 2021.

* Perzentil-Betrachtung: 0 Prozent = historisch günstig, 100 Prozent = historisch teuer.

Welche Sektoren profitieren?

Auf der Ebene der Sektoren sind zudem Aktien von Infrastrukturunternehmen ein geeignetes Instrument, um am grünen und digitalen Strukturwandel zu partizipieren. Die staatlichen Infrastrukturprogramme in vielen Ländern geben zusätzlichen Rückenwind. Der Großteil der Infrastruktur-Assets befindet sich im Besitz der öffentlichen Hand und ist somit für Anleger nur schwer investierbar. Hinzu kommen eine geringe Liquidität, oftmals auch mangelnde Transparenz, hohe Investitionsvolumina und eine lange Kapitalbindung. Anders sieht es bei

Infrastruktur-Aktien aus: Mit einem Anteil von fünf bis sieben Prozent am MSCI All Country World-Index gibt es bereits jetzt eine breite Auswahl an liquiden Investmentalternativen. Und dieser Trend sollte sich weiter verbessern. Hohe Fiskalausgaben bei bereits historisch hoher Staatsverschuldung in vielen Ländern sollten dafür sorgen, dass zukünftig noch mehr Infrastruktur-Assets an den Börsen gelistet werden und die Anzahl der investierbaren Infrastrukturunternehmen zunimmt. Durch die Transparenz und Kontrolle der Börsen sollte damit auch die operative Performance steigen.

[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Einen weiteren Vorteil sehen wir im Inflationsschutz der Infrastruktur-Aktien. Dieser ergibt sich aus der Bindung von Cashflows an die Teuerung. Vielen Unternehmen wie dem britischen Strom- und Gasnetzbetreiber National Grid, dem ebenfalls in England beheimateten Wasserversorger Pennon und dem spanischen Telekommunikationsnetzbetreiber Cellnex ist es erlaubt, eine „reale“ Rendite zuzüglich einer Kompensation für die Inflation zu erwirtschaften. Deshalb haben Infrastruktur-Aktien in der Vergangenheit gerade in Zeiten hoher Inflation den breiten Aktienmarkt geschlagen (siehe Analyse in 4.2).

Empfehlung 3: Infrastruktur-Aktien in der Aktienanlage stärken

Infrastruktur-Aktien partizipieren am grünen und digitalen Strukturwandel, bieten Inflationsschutz, sind liquide und transparent. Wir empfehlen, in Multi-Asset-Portfolios einen Teil des Core-Aktieninvestments in Infrastruktur-Aktien zu allokalieren.

Rohstoffe

Die Anlageklasse Rohstoffe sollte in den kommenden Jahren zu den klaren Gewinnern zählen: Die Gründe dafür sind, wie in Kapitel 3 beschrieben, vor allem die höheren Investitionen durch die beschleunigte Digitalisierung, die grüne Transformation und der Aufbau getrennter Wirtschaftssphären von USA und China. Allerdings dürfte Gold (neben fossilen Rohstoffen) ein Verlierer der neuen Investmentwelt sein. Weniger negative oder gar positive Realzinsen reduzieren die Attraktivität des unverzinsten Edelmetalls.

Engpässe und steigende Preise

Für höhere Rohstoffpreise spricht darüber hinaus der Politikwechsel in den USA hin zu einer stärkeren Unterstützung von Haushalten mit niedrigen Einkommen, die eine höhere und rohstoffintensivere Konsumneigung aufweisen. Außerdem sollte das gewollte „Heißlaufen“ der US-Wirtschaft die Rohstoffpreise steigen lassen.²⁵

All diese Faktoren dürften zu regelmäßigen Engpässen bei einzelnen Rohstoffen führen. Hinzu kommt, dass allein die Dekarbonisierung sehr hohe Investitionen nach sich ziehen wird. Die für das zusätzliche Angebot nötigen „Anreizpreise“ sprechen zudem für neue Superzyklen²⁶ bei einzelnen Rohstoffen – bei Kupfer ist dies bereits jetzt der Fall.

Historisch sind echte Superzyklen bislang alle 30 bis 40 Jahre entstanden, der letzte begann Ende der 1990er Jahre nach der Asienkrise und erreichte seinen Höhepunkt in den Jahren 2012 bis 2014. Der positive Nachfrageschock durch die Beschleunigung vieler Makrotrends im Zuge der Corona-Pandemie könnte schon jetzt einen neuen Superzyklus auslösen.

²⁵ Rohstoffe haben in der Vergangenheit einen guten Inflationsschutz geboten (siehe Abschnitt 4.2). Wir gehen davon aus, dass dies auch in den kommenden Jahren der Fall sein wird.

²⁶ Ein „Superzyklus“ bezeichnet einen nachfragegetriebenen Preisanstieg, der mehrere Jahre anhält.



Abbildung 19

Rohstoff-Favoriten auf dem Weg zu einer grünen Wirtschaft

	Energieslösungen			Elektroautos	Carbon Capture and Storage
	Windkraft	Photovoltaik	Energie-speicherung		
Aluminium	■	■	■		■
Kupfer	■	■		■	■
Blei	■	■			
Lithium				■	
Seltene Erden	■			■	
Nickel	■	■	■	■	■
Platinmetalle			■	■	
Silber		■		■	
Stahl	■				
Zink		■			

Quelle: World Bank, BofA Global Research.

Rohstoffe der Zukunft

Was werden die Rohstoffe der Zukunft sein? Energie bleibt ein kritischer Faktor. Der globale Verbrauch wächst stetig. Allerdings steht eine große Energiewende bevor, bei der fossile Brennstoffe an Bedeutung verlieren werden. Die Energierohstoffe der Zukunft werden jene sein, die für eine nachhaltige Stromerzeugung unverzichtbar sind. Denn die Dekarbonisierung der Energiegewinnung führt zu einem Elektrifizierungsboom. Vor allem jene Metalle sind gefragt, die für neue Kapazitäten in der Erzeugung, dem Transport und der Speicherung von Strom benötigt werden.

Dies trifft etwa auf Kupfer, Aluminium, Nickel und Lithium zu.

Empfehlung 4: Anteil der Rohstoffe im Portfolio erhöhen

Wir empfehlen europäischen Multi-Asset-Investoren, ihren Rohstoffanteil auszubauen. Der Fokus sollte auf den Gewinnern der grünen Transformation liegen. Neben der guten Ertragsperspektive sehen wir auch den Nutzen der Portfoliodiversifikation in dem von uns erwarteten Wirtschaftsumfeld.



zum Inhaltsverzeichnis

Exkurs Immobilien-Investments in der Post-Corona-Welt

Die Pandemie hat auch den Immobilienmarkt weltweit einbrechen lassen und wird in den nächsten Jahren ebenfalls strukturelle Verschiebungen mit sich bringen. Wir behandeln die Assetklasse Immobilien in diesem White Paper als überblicksartigen Exkurs.

Der Grund für diese Vorgehensweise: Märkten für „Real Assets“ wie Immobilien liegen zum Teil deutlich andere Funktionsmuster zugrunde als denjenigen für „Financial Assets“. Deshalb lässt sich der für dieses White Paper mit Fokus auf liquide Anlageklassen gewählte Analyse-rahmen nicht 1:1 anwenden.

Die unmittelbaren Auswirkungen der Pandemie auf die Immobilienmärkte, namentlich die Rückgänge bei Käufen und Verkäufen (wir sprechen im Folgenden vom Transaktionsvolumen) unterschieden sich je nach Nutzungsart deutlich: Während die Märkte von Büro- und Einzelhandelsimmobilien spürbar unter Druck kamen, zeigten sich Wohn- und Logistikimmo-

bilien robuster. Auch die weitere Entwicklung dürfte sehr differenziert ausfallen, wir skizzieren die verschiedenen Bereiche des Immobilienmarktes deshalb separat.

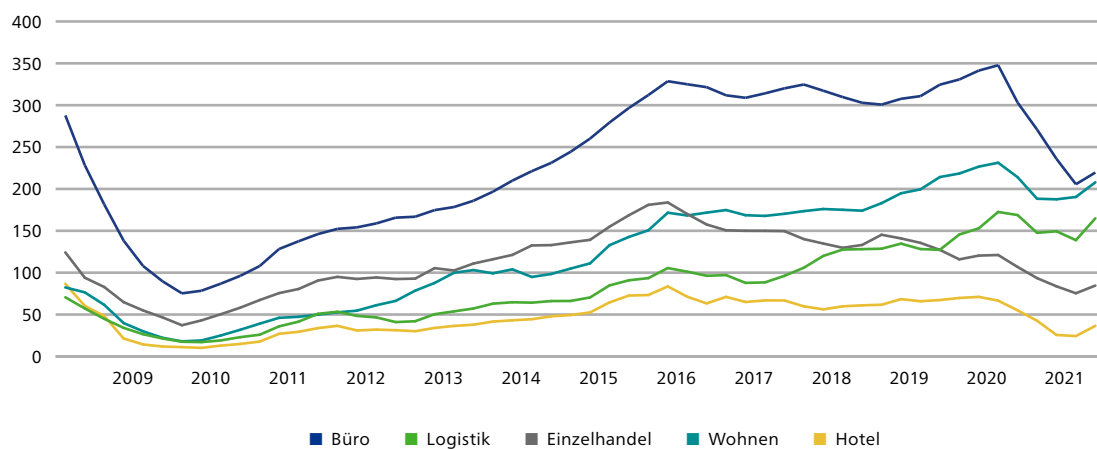
Gewerbeimmobilien

Der scharfe Einbruch in der Coronakrise hatte zwei Ursachen: Zum einen war es für viele Marktteilnehmer nicht mehr möglich zu reisen, worunter insbesondere das grenzüberschreitende Transaktionsvolumen litt. Zum anderen war die Verunsicherung unter den Marktteilnehmern groß, wie sich die einzelnen Nutzungsarten weiterentwickeln würden. Denn

Abbildung 20

Büro- und Einzelhandelsimmobilien in der Krise unter Druck, Wohnen und Logistik weiter gefragt

Entwicklung des globalen Transaktionsvolumens in Milliarden Euro



Quelle: Real Capital Analytics; Stand: Juni 2021.

durch die Lockdowns und Reiserestriktionen schränkten viele Einzelhandelsmieter und Hotels ihren Geschäftsbetrieb zwangsläufig stark ein oder mussten sogar schließen. Außerdem gewann im Bürobereich das Thema Homeoffice eine größere Bedeutung.

Im zweiten Quartal 2021 erholten sich Gewerbeimmobilien insgesamt vor dem Hintergrund der fortschreitenden Impfkampagnen und der rückläufigen Inzidenzen wieder. Dennoch hat sich der Blick vieler Investoren auf die einzelnen Nutzungsarten zumindest temporär verändert. Denn in bestimmten Bereichen sind langfristige strukturelle Anpassungen wahrscheinlich.

Büroimmobilien

Da während der Pandemie viele Unternehmen einen Teil ihrer Mitarbeiter relativ problemlos ins Homeoffice schicken konnten, gibt es derzeit zahlreiche Diskussionen, auch in der Zeit nach Corona Büroflächen einzusparen. Rein finanziell ist das Einsparpotenzial durch ein Mehr an Homeoffice im Vergleich zu den Lohnkosten allerdings überschaubar: In welchem Maße letztlich Büroarbeitsplätze reduziert werden könnten, hängt von vielen individuellen Gegebenheiten und Entscheidungen ab. Dazu gehören beispielsweise Fragen der Arbeitsplatzorganisation, wenn Mitarbeiter nur tageweise im Homeoffice arbeiten oder es sogar feste Anwesenheitstage aller Mitarbeiter gibt. Ein dauerhaftes Hybridmodell mit entsprechend geringen Flächeneinsparpotenzialen erscheint am wahrscheinlichsten. Auch für das Image und die Unternehmensidentität kann ein attraktives Büro wichtig bleiben, beispielsweise als Argument bei der Rekrutierung neuer Mitarbeiter oder für den Empfang von Geschäftskunden.

Trotz der Zunahme flexibler Arbeits- und Flächennutzungsmodelle dürfte das Büro als zentraler Ort der Kommunikation damit weiter seine Berechtigung behalten. So sollte die Zahl

der Bürobeschäftigten auch unter Berücksichtigung demografischer Entwicklungen weiter steigen. Bis 2030 prognostiziert Property Market Analysis für deutsche Immobilienhochburgen ein durchschnittliches Wachstum von ein Prozent pro Jahr. Per saldo wird daher voraussichtlich keine Bestandsfläche freigesetzt. Der Bedarf an zusätzlichen Büroflächen dürfte aber voraussichtlich schwächer ausfallen als vor der Pandemie.

Einzelhandelsimmobilien

Im Bereich der Einzelhandelsimmobilien gibt es seit einiger Zeit eine Zweiteilung des Marktes: Einerseits ist die Nachfrage von Investoren nach Handelsimmobilien mit Nahversorgungsfunktion wie Supermärkten und Discounter stabil. Andererseits hat die Nachfrage nach Ladenlokalen in den 1-a-Lagen sowie nach Shoppingcentern deutlich abgenommen.

Bereits vor Corona war der Druck der Online-Konkurrenz auf die Einzelhandelsimmobilien spürbar. Doch während der Pandemie hat der Mietpreistrückgang auf nahezu allen Märkten noch einmal stark an Dynamik gewonnen. Staatlich angeordnete lange Schließungen im Rahmen der Corona-Bekämpfung hinterließen bei Einzelhändlern, die keine Produkte des täglichen Bedarfs vertreiben, tiefe Spuren.

Hingegen profitierten Einzelhändler im Bereich des täglichen Bedarfs während der Pandemie doppelt: Einerseits mussten sie ihre Geschäfte nicht schließen, andererseits sind sie bislang relativ resistent gegenüber der Online-Konkurrenz, da der Verkauf etwa von Lebensmitteln margenschwach und der Aufwand für die zeitnahe Zustellung der teils schnell verderblichen Produkte sehr hoch ist.

Seit dem Ende der Lockdowns ist eine deutliche Erholung der Umsätze zu verzeichnen, wenn gleich das Vorkrisenniveau oftmals noch nicht wieder erreicht wurde. Einzelhandelsflächen in



1-a-Lagen der Innenstädte werden zwar auch künftig bedeutsam bleiben. Sie werden jedoch perspektivisch schrumpfen und sich auf die Abschnitte mit den höchsten Besucherfrequenzen konzentrieren. Viele 1-b- und Nebenlagen sowie kleinere Städte werden deutlich an Bedeutung verlieren. Attraktiv für Einzelhändler und international agierende Ketten sind künftig im verstärkten Maße Metropolen sowie touristisch attraktive Städte.

Eine ähnliche Entwicklung wird es bei Fachmarktzentren und Shoppingcentern geben: Starke Lagen und Center mit einer großen Anziehungskraft im Einzugsgebiet und einer hohen Aufenthalts- und Erlebnisqualität werden attraktiv bleiben.

Logistikimmobilien

Die Logistikbranche hat in den vergangenen Jahren stark vom wirtschaftlichen Aufschwung und den erheblich gestiegenen globalen Verflechtungen profitiert – und Corona dürfte daran trotz der temporären Probleme in den

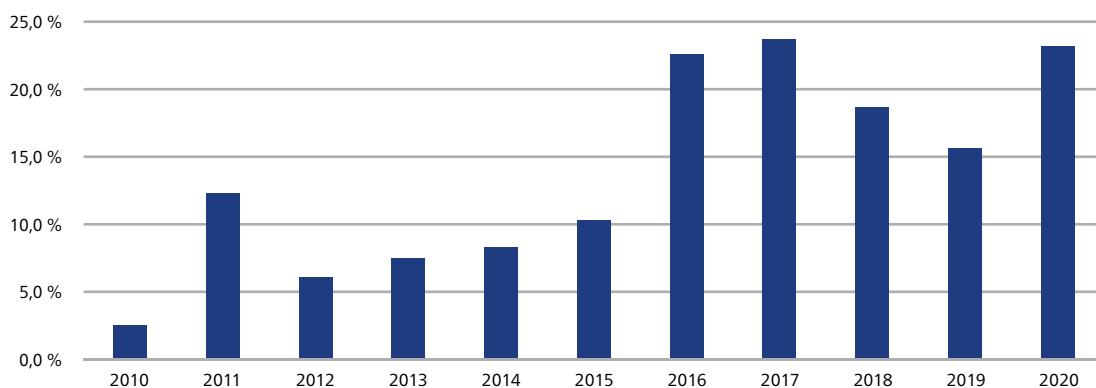
internationalen Lieferketten nichts ändern. Bereits in den ersten Wochen der Pandemie hat die Logistikbranche ihre Systemrelevanz unter Beweis gestellt. Die Versorgungsfunktion rückte in den Vordergrund – insbesondere als es um Lieferengpässe ging, gerade im medizinischen Bereich. Darüber hinaus führte die Schließung des stationären Einzelhandels zu einer erhöhten Nachfrage nach kurzfristigen Lösungen, um Waren lagern zu können, die nicht an die Geschäfte geliefert werden konnten. Gleichzeitig verzeichneten Onlinehändler, wie beispielsweise Amazon, insbesondere bei Medikamenten und bei Produkten des täglichen Bedarfs einen deutlichen Anstieg ihrer Bestellungen.

Vieles deutet darauf hin, dass die Pandemie einen nachhaltigen Einfluss auf das Kaufverhalten der Konsumenten haben wird. Es wird voraussichtlich zu einer weiteren Verlagerung des Einkaufens vom stationären Einzelhandel ins Internet kommen und damit zu einer weiter zunehmenden Wachstumsdynamik des E-Commerce. Die Logistik profitiert also von einer höheren Online-Durchdringungsrate und auch

Abbildung 21

Stärkere Online-Durchdringung des Einzelhandels steigert Nachfrage nach Lager- und Distributionsflächen

Onlineanteil an der Logistik-Vermietungsleistung in Prozent



Quelle: Property Market Analysis; Stand: Dezember 2020.

von den steigenden Internetaktivitäten der stationären Einzelhändler. Daraus ergeben sich positive Nachfrageimpulse für Lager- und Distributionsflächen, insbesondere für moderne Logistikimmobilien sowie solche, die der Paketzustellung an den Endkunden dienen.

Hotelimmobilien

In den Jahren vor 2019 verbesserte sich die Ertragslage der Hotels kontinuierlich, und es wurden zahlreiche neue Hotelprojekte auf den Weg gebracht. Aufgrund der Pandemie gab es jedoch ab März 2020 einen sehr starken Rückgang der Hotelauslastungen. In den meisten Städten mussten Hotels aufgrund behördlicher Anordnungen schließen, oder aber der Betrieb der Hotels war nicht mehr wirtschaftlich. Häuser, die dennoch geöffnet hatten, kamen selten auf eine Auslastung von mehr 20 Prozent.

Mit der (zwischenzeitlichen) Lockerung der Beschränkungen haben sich auch die Hotelmärkte wieder positiver entwickelt. Im Zuge der Sommerferien 2020 und 2021 konnten insbesondere Ferienhotels von einer im Vergleich zu den Vorjahren deutlich gestiegenen Binnennachfrage profitieren, wenngleich in vielen südlichen Ländern die ausländischen Touristen fehlten. Schwerer taten sich hingegen Hotels, die auf Business- und Messebesucher spezialisiert sind.

Kurzfristig rechnen wir weiterhin mit einer stärkeren inländischen Nachfrage. Zum einen lassen Reisebeschränkungen und Quarantäneregeln internationale Reisen weiter nur bedingt zu – und wenn, dann sind sie nur schwer planbar. Zum anderen ist das Sicherheitsgefühl von Ferien- sowie Geschäftsreisenden im Heimatland am höchsten, in Deutschland beispielsweise das Vertrauen in das Gesundheitssystem, sodass sie oft bevorzugt im eigenen Land unterwegs sind.

Die geringere Akzeptanz von Flugreisen sowie ein deutlich reduziertes Flugangebot tragen derzeit außerdem dazu bei, dass mit dem Auto erreichbare Reiseziele attraktiver werden. Aktuelle Prognosen der International Air Transport Association (IATA) legen nahe, dass das globale Flugpassagieraufkommen frühestens im Jahr 2023 wieder das Vorkrisenniveau erreicht haben wird. Hotelmärkte, die bereits vor der Pandemie einen starken Binnentourismus hatten, wie zum Beispiel Deutschland und die USA, sind im internationalen Vergleich aktuell im Vorteil.

Doch obwohl mittlerweile viele ehemalige Hotelprojekte in Büros oder Wohnungen umgeplant oder ihre Umsetzung auf unbestimmte Zeit verschoben wurde, belastet die Fertigstellung neuer Hotels die sich abzeichnende Markterholung. Entlastend wirkt hingegen, dass es zu einer Fortsetzung der bereits vor der Krise zu beobachtenden Marktkonsolidierung kommen wird. Der Trend, dass Markenhotels zunehmend veraltete Hotels beziehungsweise Privatbetriebe verdrängen, wird durch die Pandemie beschleunigt.

Wohnimmobilien

Während Gewerbeimmobilien seit jeher in den Portfolios institutioneller Investoren zu finden sind, ist das allgemeine Interesse an Wohnimmobilien erst in den vergangenen 15 Jahren gestiegen. Wohnimmobilien gelten als sehr sichere Anlagen. Denn ungeachtet wirtschaftlicher Zyklik besteht immer das Grundbedürfnis nach Wohnraum. Zuletzt legten in diesem Segment aufgrund des Niedrigzinsumfelds die Kaufpreise deutlich zu, und auch die Mieten sind spürbar gestiegen.

Die Coronakrise hat den Markt für Wohnimmobilien nur kurzfristig belastet, da die öffentliche Hand vielerorts durch umfangreiche



Hilfsmaßnahmen einen schnellen Anstieg der Arbeitslosenzahlen verhindern konnte. Die Mietpreise haben im vergangenen Jahr in einigen europäischen Städten und an US-Standorten leicht korrigiert, steigen aber bereits in vielen Fällen wieder, da die Nachfrage nach Wohnraum in den Metropolen relativ schnell zurückgekehrt ist.

Die Coronakrise hat zwei langfristige Effekte auf den Wohnimmobilienmarkt. Auf der einen Seite steigt der Flächenbedarf: Arbeitnehmer, die seit Beginn der Coronakrise mehr im Homeoffice arbeiten, wünschen sich auch zu Hause ein eigenes Büro. Auf der anderen Seite besteht die Tendenz, die teuren Innenstädte zu verlassen und in das Umland der Metropolen zu ziehen. Arbeitnehmer nehmen längere Wege in Kauf, da sie das Büro nicht mehr fünf Mal die Woche aufsuchen müssen.

Somit dürften die Auswirkungen der Pandemie auf den Wohnungsmarkt begrenzt bleiben. Am generellen Trend des Zuzugs in die Metropolen inklusive des jeweiligen Umlands – wenn vielleicht auch weniger dynamisch als vor der Corona-Pandemie – ändert sich aufgrund der Arbeitsplatzkonzentration in den Städten langfristig wenig. Die Erschwinglichkeit der Mieten dürfte allerdings in vielen Märkten ein Niveau erreicht haben, bei dem die Belastung der Haushalte langsam an ihre Grenzen stößt. Wie das Beispiel des Berliner Mietendeckels zeigt, erschweren mögliche politische und juristische Auseinandersetzungen in diesem Bereich mitunter die Beurteilung der wirtschaftlichen Attraktivität.

Insgesamt sollte deshalb die Mietpreisdynamik nach Ende der Pandemie schwächer ausfallen als in den vorangegangenen Boomjahren. Der aktuell noch stark ausgeprägte Nachfrageüberhang dürfte sich perspektivisch auch aufgrund der steigenden Baufertigstellungen und Trends wie dem Umzug in das Umland von Metropolen abschwächen.

Fazit

Die Nutzungsarten sind in unterschiedlicher Weise und Intensität von der Pandemie betroffen. Einige Trends, die sich bereits vor der Pandemie abgezeichnet hatten, wie zum Beispiel der Onlinehandel oder Homeoffice, wurden stark beschleunigt. Zu den Gewinnern der Pandemie gehören eindeutig Logistik- und Wohnimmobilien, die im aktuellen Umfeld aufgrund ihrer Krisenresistenz als Investitionsobjekte stark an Bedeutung gewonnen haben.

Aber auch Büroimmobilien zeigen sich trotz der Homeoffice-Diskussion relativ stabil. Die Preise für Büros Spitzenobjekte sind in der Pandemie sehr robust geblieben. Besonders gefragt in den zurückliegenden Quartalen waren hochwertige Büroobjekte in den zentralen Lagen der Metropolen, die langfristig an bonitätsstarke Nutzer vermietet sind.

Im Einzelhandel wird sich die Zerteilung des Marktes noch eine Weile fortsetzen. Zwar ist derzeit eine deutliche Belebung der Umsätze zu beobachten. Der Einzelhandel ist jedoch durch den steigenden Onlineanteil sowie die Gefahr möglicher erneuter Lockdowns noch immer in einer herausfordernden Situation. Sinkende Preise machen aber zukünftig opportunistische Investments attraktiv.

Der Hotelsektor wird sich perspektivisch wieder erholen. Aus heutiger Sicht dürfte das Reiseaufkommen im Jahr 2023 in etwa wieder das Niveau des Jahres 2019 erreichen. Der Anteil von Geschäftsreisenden hieran dürfte aber aufgrund der stark gestiegenen Verfügbarkeit von Videokonferenzen geringer ausfallen als vor der Pandemie. Auch im Hotelsektor bleiben mögliche neue Corona-Varianten ein nicht zu unterschätzendes Risiko.

Kurzfristig positiv für den Gesamtmarkt ist, dass die Baukosten gestiegen sind. Pandemie-



bedingt sind viele Baustoffe knapp geworden, und die Preise hierfür haben entsprechend angezogen. Diese Entwicklung wirkt stabilisierend auf die Mietniveaus.

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 strenger regulatorischen Vorgaben – etwa durch die EU-Offenlegungsverordnung – sollten daher als Chance betrachtet werden. Eine vorausschauende Portfoliogestaltung und die Berücksichtigung von physischen und transi-

torischen Risiken sowie die Inanspruchnahme von Fördermitteln für die energetische Sanierung bieten Opportunitäten für eine langfristig gesicherte Performance.

Das Niedrigzinsumfeld macht Immobilieninvestitionen weiterhin attraktiv. Durch entsprechend indexierte Mietverträge gibt es einen guten Inflationsschutz. Die Nachfrage nach Immobilieninvestments wird in den kommenden Quartalen aufgrund der verbesserten Rahmenbedingungen weiter zunehmen. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit steigenden Preisen.



5 Fazit

5 Fazit

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

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

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

Abbildung 22

Post Corona: Ein neues Kapitalmarktumfeld bildet sich

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

Quelle: World Bank, BofA Global Research.



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Erfolgreiche Strategien auf dem Prüfstand

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

Bereits im White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2020²⁷ hatten wir die langfristigen strukturellen Vorteile eines internationalisierten sowie um Rohstoffe, thematische Investments und Alternatives wie etwa Immobilien erweiterten Portfolios aufgezeigt. Zumindest die drei letzten Punkte gelten weiter uneingeschränkt und werden mit Blick auf die Post-Corona-Welt untermauert.

Rohstoffe, Alternatives und Themen-investments gewinnen an Bedeutung

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

Alternatives können, neben dem Direktinvestment, auch über die Aktienposition gespielt werden: Infrastrukturunternehmen partizipieren am grünen und digitalen Strukturwandel

und bieten gleichzeitig einen Inflationsschutz. Ähnliches gilt für US-REITs. Wir empfehlen deshalb, Core-Aktieninvestments in Richtung dieser Themen umzuschichten. An der Neuordnung der Wertschöpfungsketten können Investoren schließlich thematisch über fokussierte Aktien-Baskets partizipieren.

Ausgewogenere Gewichtung von Regionen und Investmentstilen

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

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

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

²⁷ Vgl. unser [White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2020](#): Wege aus dem Home Bias: Welche Strategien Portfolios wirklich besser machen.



6 Anhang

6 Anhang

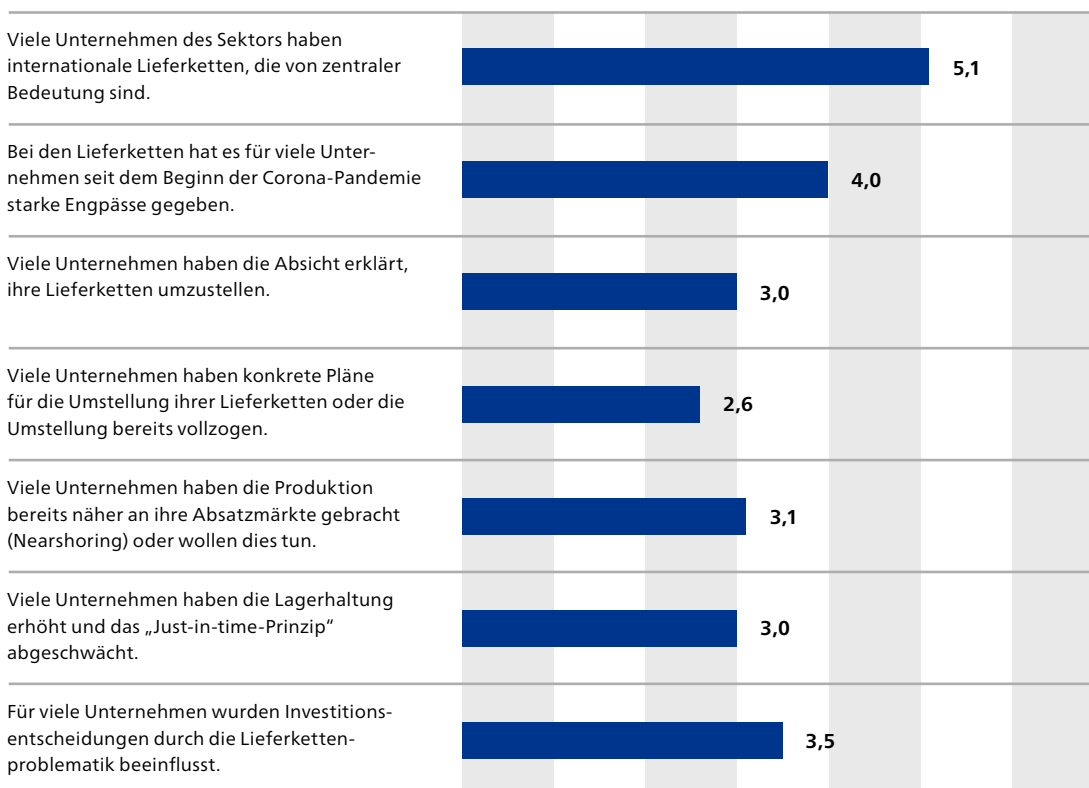
Details zu den verwendeten Daten in Abbildung 9

- Alle Zeitreihen beziehen sich auf den Gesamtertrag (Total Return) in US-Dollar
- TIPS erst seit 1997 verfügbar, daher Rückrechnung einer synthetischen Zeitreihe bis 1973 unter Nutzung synthetischer Inflationserwartungen und realer Renditen sowie Approximationen für Duration,
- Roll-down-Effekt und Inflationsanpassung des Nennwerts
- Infrastruktur-Aktien: Dow Jones Brookfield Global Infrastructure-Index
- Value vs. Growth: MSCI USA Value- vs. MSCI USA Growth-Index
- Small vs. Large Cap: Daten von Kenneth R. French, Dartmouth College

Abbildung 23

Ergebnisse einer Umfrage unter Union Investment-Sektorexperten zu US-Unternehmen aus 23 Sektoren

Skala von 1 („stimme überhaupt nicht zu“) bis 7 („stimme voll und ganz zu“)



Quelle: Union Investment; Stand: Juni 2021.



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

www.die-risikomanager.de

Rechtliche Hinweise

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

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

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

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



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Wir arbeiten für Ihr Investment

Herausgeber:

Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main

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

institutional@union-investment.de

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

Stand: November 2021

