



Hannover Finance Symposium

Auswirkungen der Inflation auf das Cross-Asset Pricing

Hannover, 08. November 2022

Philipp Brugger, CFA, Senior Investment Advisor

Meine Thesen / Botschaften

1

Die Zeitenwende hat den Übergang in ein neues Wachstumsregime vollendet. Wir nennen es **Great Transformation**. Es bringt nicht nur strukturell höhere Inflationsraten sondern auch deutlich volatilere.

2

Aus der Balance: Unter höherer Inflation nehmen die Erträge von Aktien, Renten und klassischen Mischportfolios ab, während die Volatilität steigt und die Aktien-Renten-Korrelation positiv wird.

3

Zurück in die Balance: Um Portfolien auf höhere Inflation einzustellen, empfehlen sich inflationsindexierte Anleihen, defensive Aktien, Value- und Infrastrukturaktien sowie Rohstoffe als Anlageklasse. Multi-Strategie-Lösungen jenseits der klassischen Asset Allokation „heilen“ Diversifikationsdefizite.

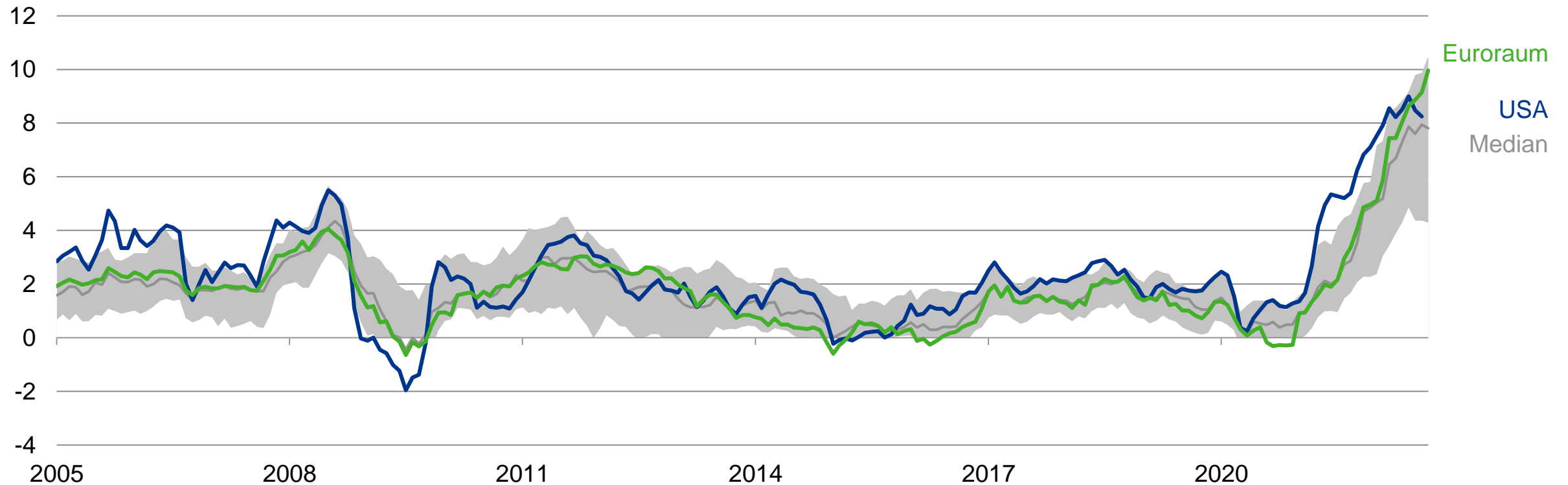
Zeitenwende & Great Transformation



Inflation ist ein globales Phänomen

Entwicklung der Verbraucherpreise in 17 entwickelten Märkten

Inflation in % ggü. Vorjahr



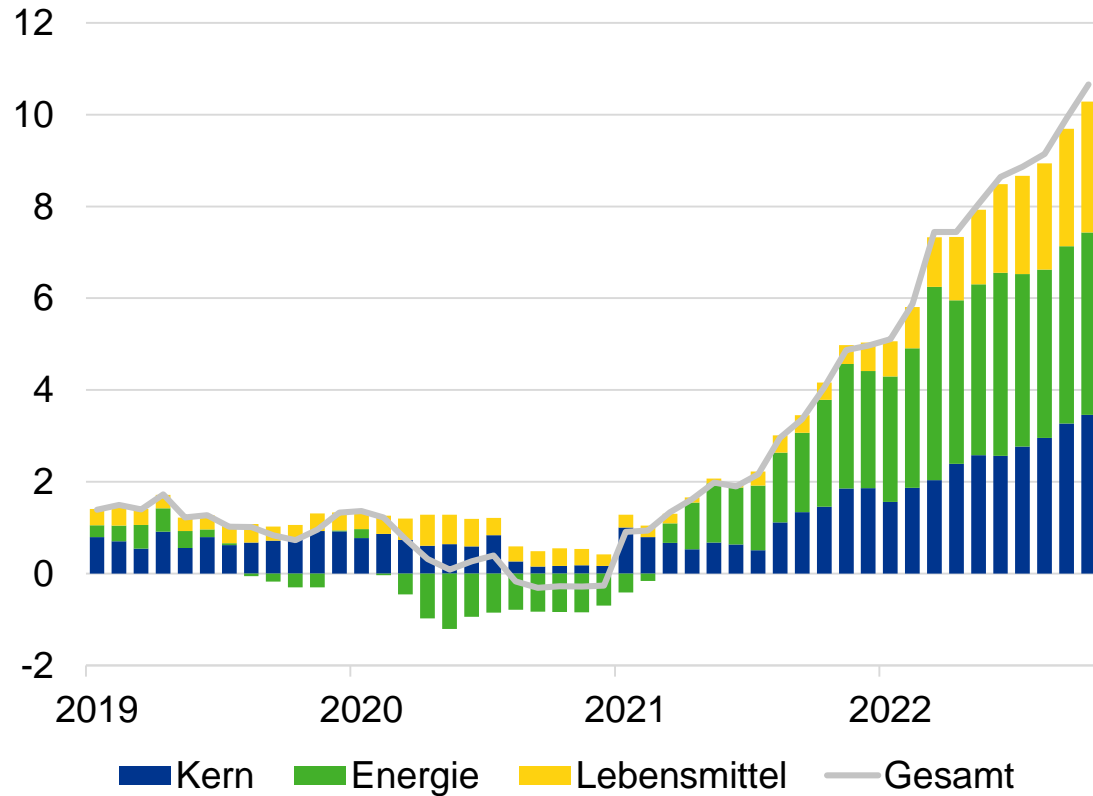
Graues Band beschreibt die Spanne zw. dem 90% und 10% Perzentil, 80% der beobachteten Datenwerte liegen innerhalb dieser Spanne. Quellen: Nationale Statistikämter, Macrobond, Union Investment.

Die Treiber unterscheiden sich jedoch

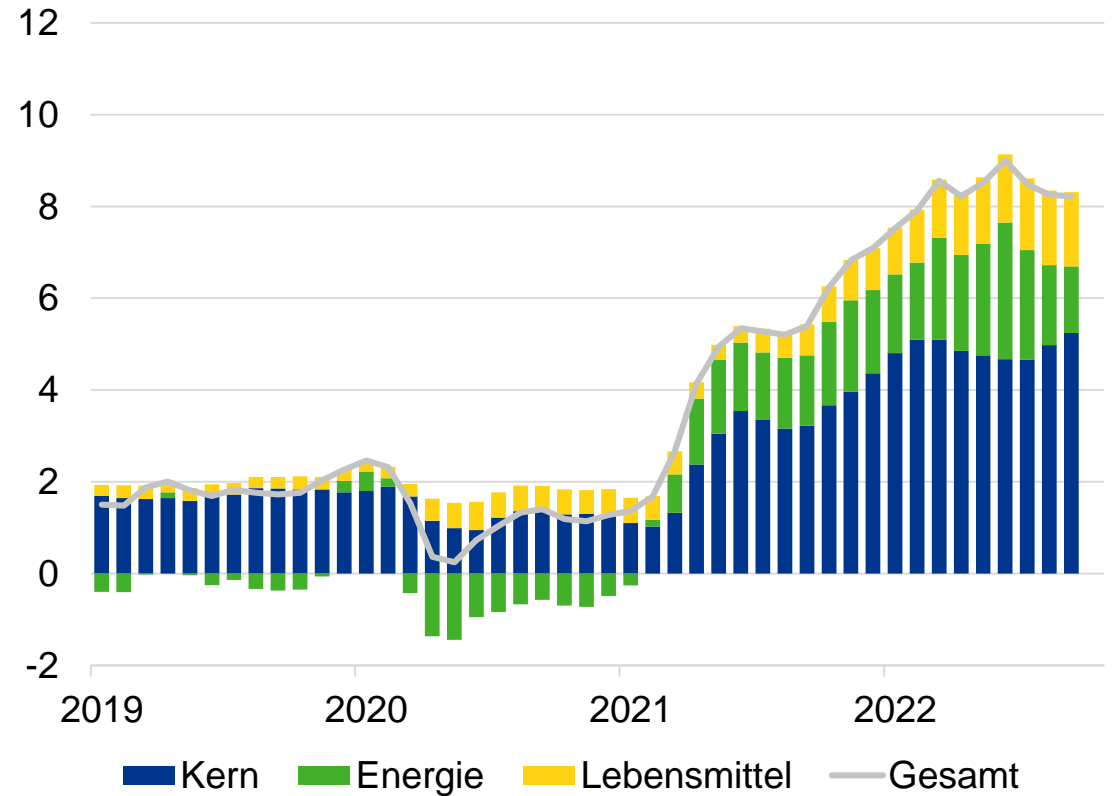
Inflation und ihre Beiträge

Euroraum

In % im Jahresvergleich



USA



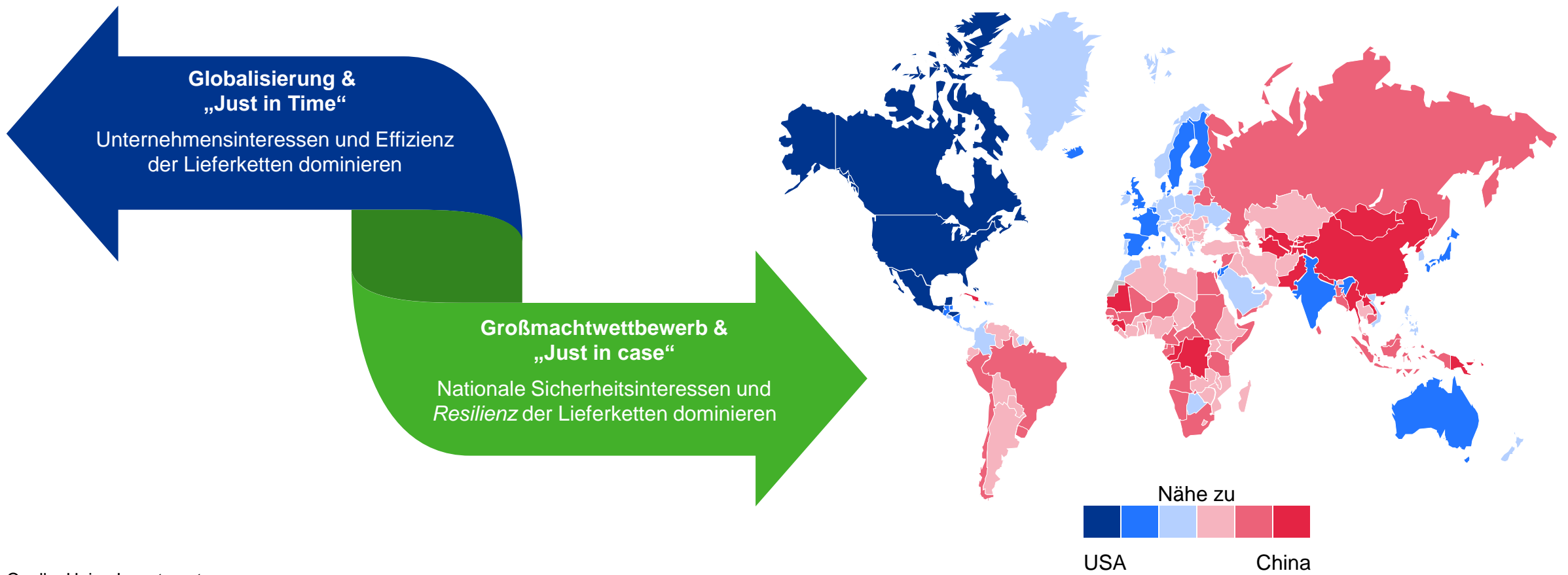
Quelle: Macrobond, Union Investment; Inflation ggü. Vorjahr in % und Beiträge in Prozentpunkten

Zeitenwende hat den Übergang von der Great Moderation in die Great Transformation vollendet



Von Globalisierung zu **Großmachtwettbewerb**

Putins Einmarsch in der Ukraine hat den Übergang in die neue Weltordnung vollendet

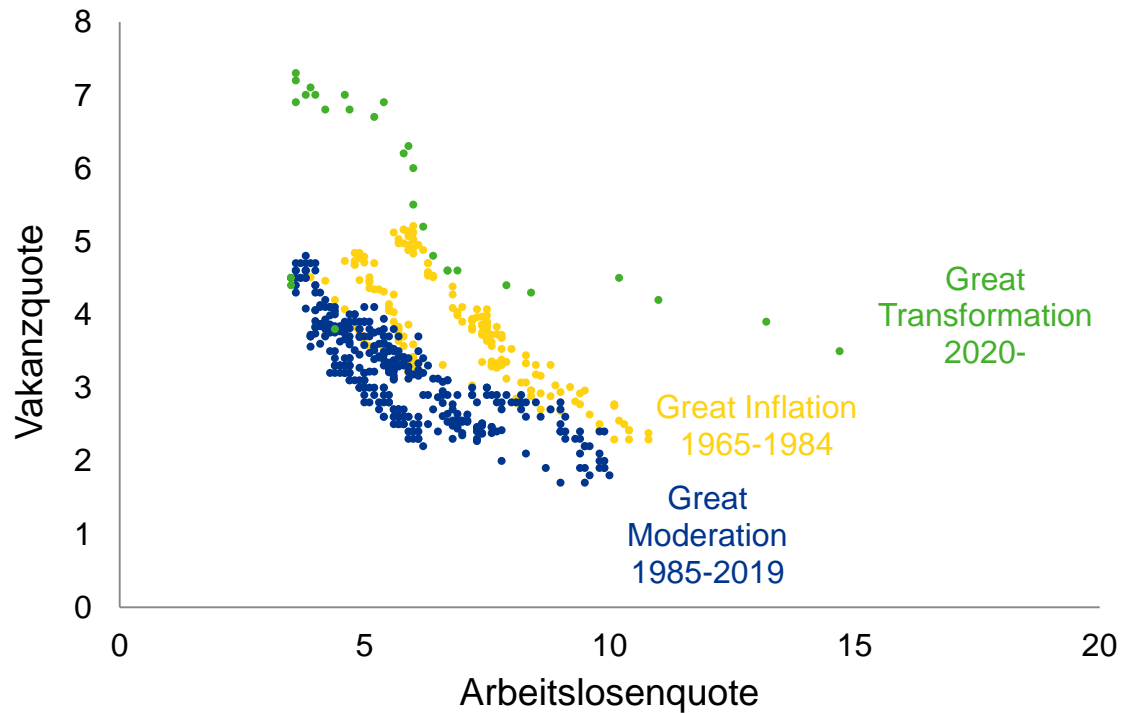


Quelle: Union Investment

Das Überschussangebot ist in vielen Bereichen aufgebraucht – die Folge sind höhere und volatilere Preise

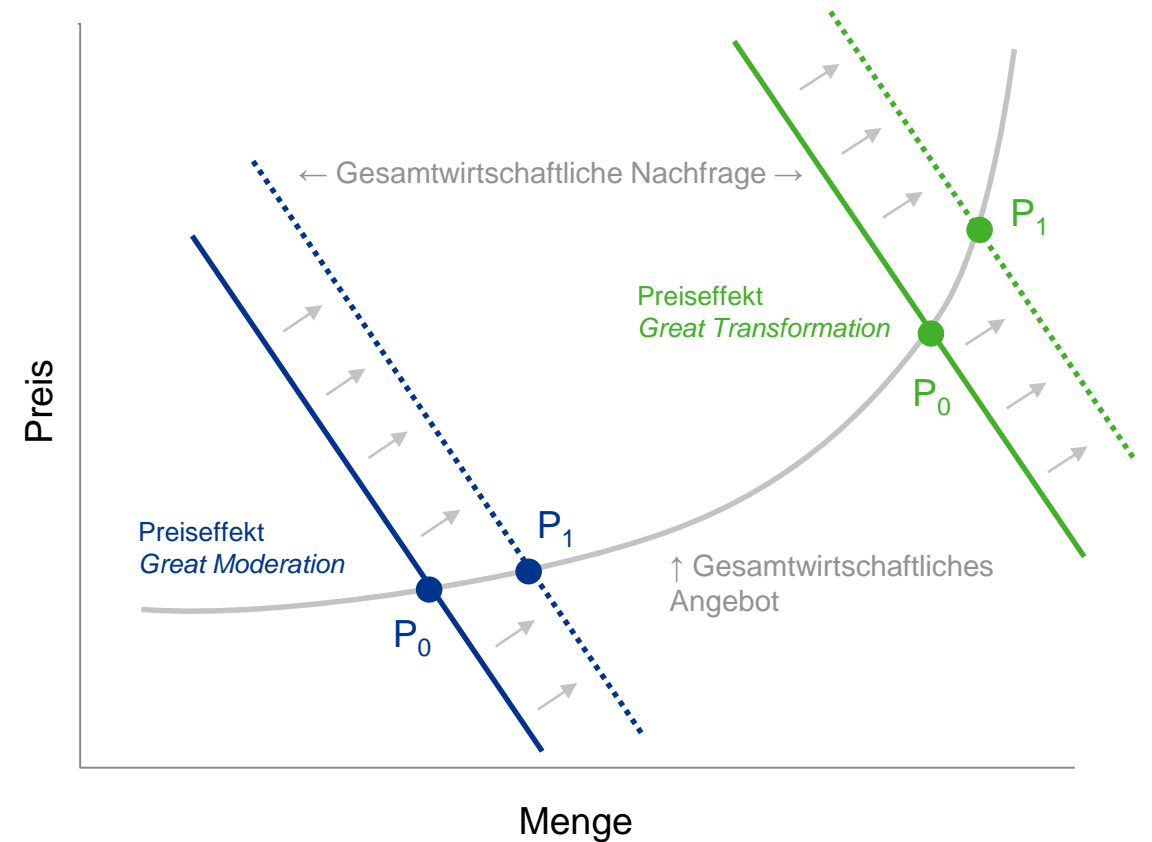
USA: Beveridge-Kurve*

In %



* Die Beveridge Kurve stellt einen Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und der Anzahl offener Stellen in Relation zur Zahl der Erwerbspersonen her. Der Abstand zum Ursprung gibt eine Indikation über das Niveau der Überschusssituation; weiter vom Ursprung entfernt => engerer Arbeitsmarkt. Quellen: Barnichon (2010), BLS, Union Investment.

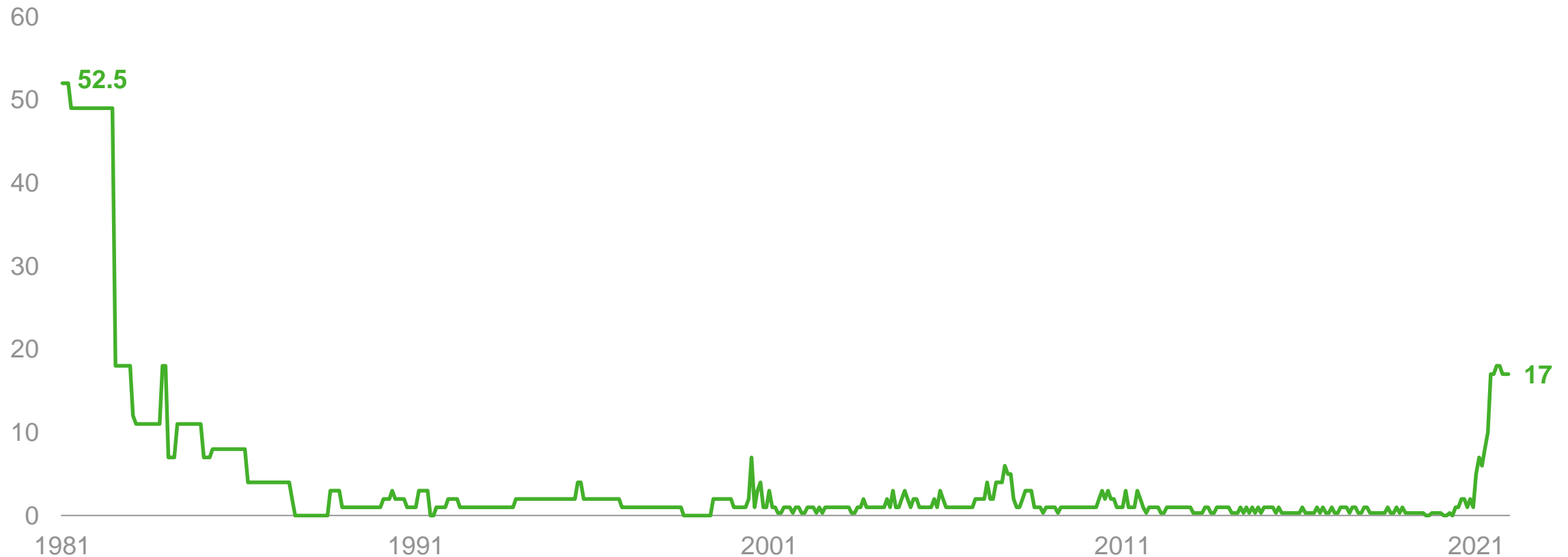
Fehlende Überkapazitäten sorgen für stärkeren Preiseffekt



Inflation: Erfahrung der 70er Jahre erfordert entschlossenes Handeln der Geldpolitik



Rational inattention?

Anteil der Amerikaner, die Inflation als wichtigstes Problem sehen (in Prozent)



Quellen: Gallup, Union Investment.

Wechsel bei **strukturellen Inflationstreiber** sprechen für höhere Inflation

	2008 – 2020	2020 – 2030
 PRODUKTIONSLÜCKE	↘	↗
 FISKALPOLITIK	↘	↗
 GELDPOLITIK	→	↗
 DIGITALISIERUNG / TECHNOLOGIE	↘	↓
 INDUSTRIEPOLITIK / GRÜNER WANDEL	→	↗
 UNGLEICHHEIT / WETTBEWERB	↓	→
 GLOBALISIERUNG	→	↗
 DEMOGRAPHIE	↘	→

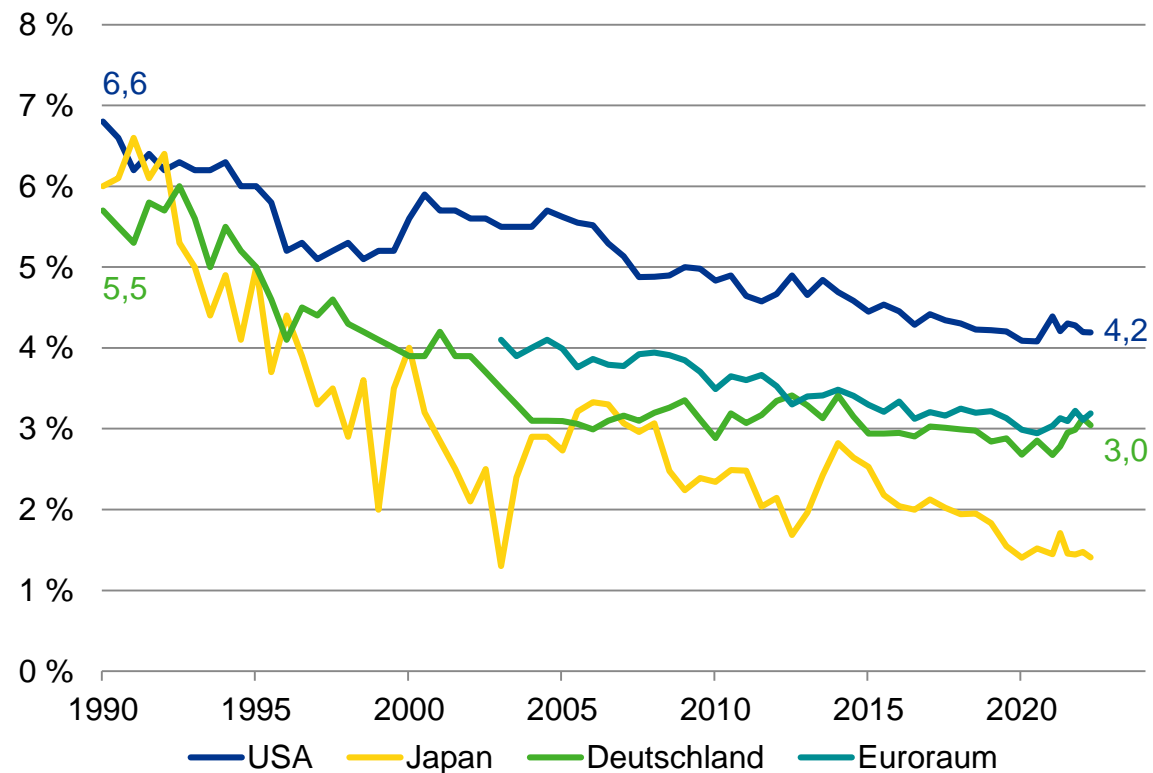
Wirkung höherer Inflation auf Assetklassen



Investmentwelt vor Zeitenwende

Wenig Wachstum, kaum Inflation, geringe Gewinne

Nominales Wirtschaftswachstum, langfristige Prognosen in %



Quelle: Consensus Economics; Stand: Juli 2022.

Dominante Kapitalmarktrends

- **Long Duration Hausse:** stetig fallende Zinsen & Anleiherenditen
- **Aktien:** Dominanz von **USA, Growth, Technologie**
- **Asset Allokation:** Hohe Diversifikation durch **negative Korrelation** von Aktien- und Bondkursen
- **Wall Street schlägt Main Street**
Preise von Finanzanlagen > Preise Realwirtschaft

Verluste in allen Anlageklassen – Pluszeichen nur bei Energierohstoffen



Aktien

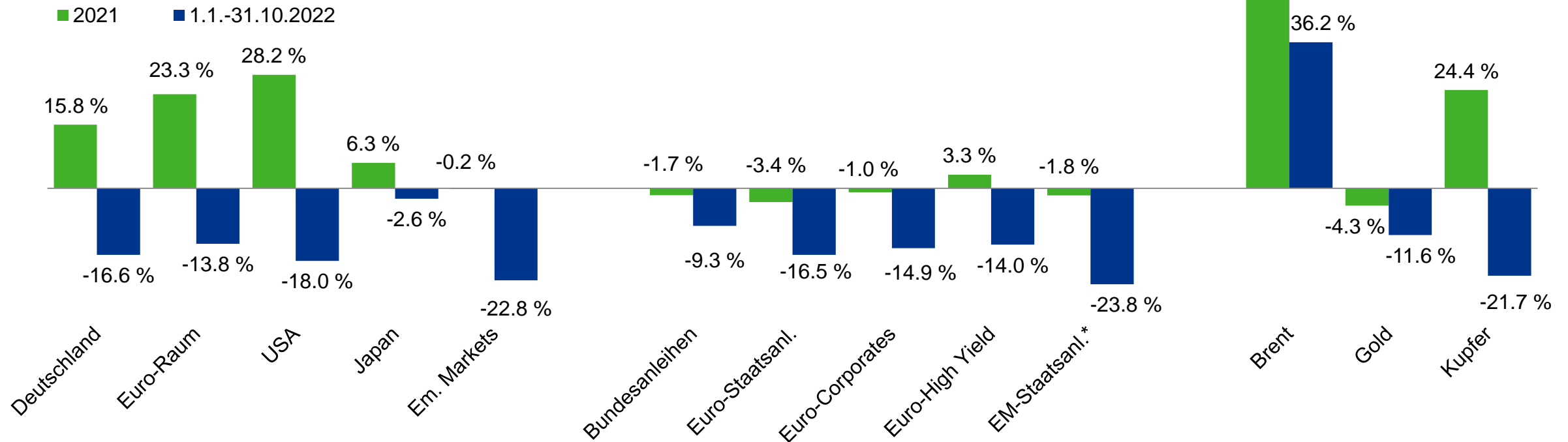


Renten



Rohstoffe

Wertentwicklung

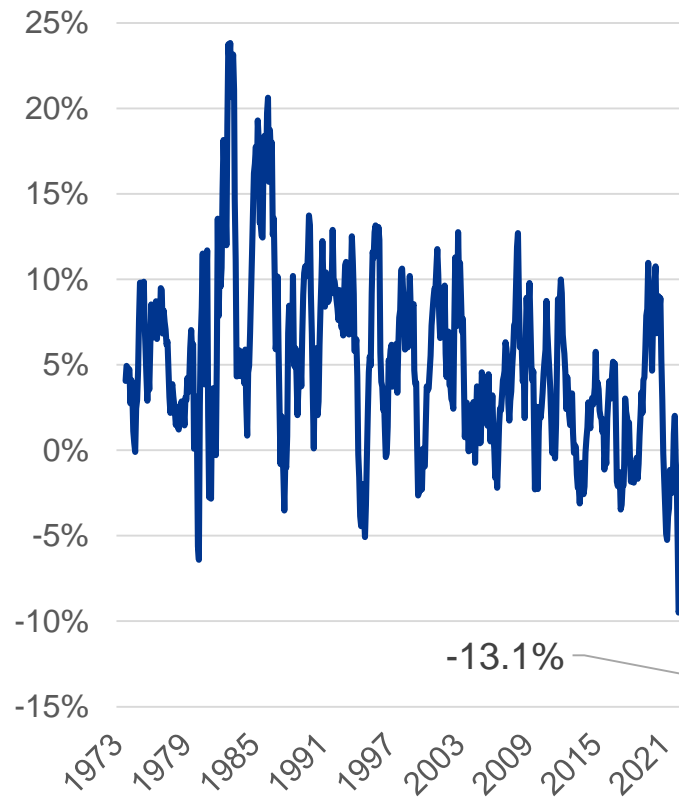


Quelle: Refinitiv; Stand: 31. Oktober 2022. Indizes: DAX, EURO STOXX 50, S&P 500, Nikkei 225, MSCI Emerging Markets, jew. Net Return-Variante; JPM GBI EMU Germany 1-10, IBOXX Euro Sovereigns, ICE BofA Euro Corporates, ICE BofA Euro High Yield, JPM EMBI Global Diversified, jew. Total Return-Variante; S&P GSCI Brent Crude Dyn. Roll, S&P GSCI Gold Dyn. Roll und S&P GSCI Copper Dyn. Roll, jew. Excess Return-Variante. Die Angaben zur Wertentwicklung basieren auf Vergangenheitswerten und lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. * Hartwährungen.

Rentenmärkte – historischer Verlust in den ersten drei Quartalen 2022

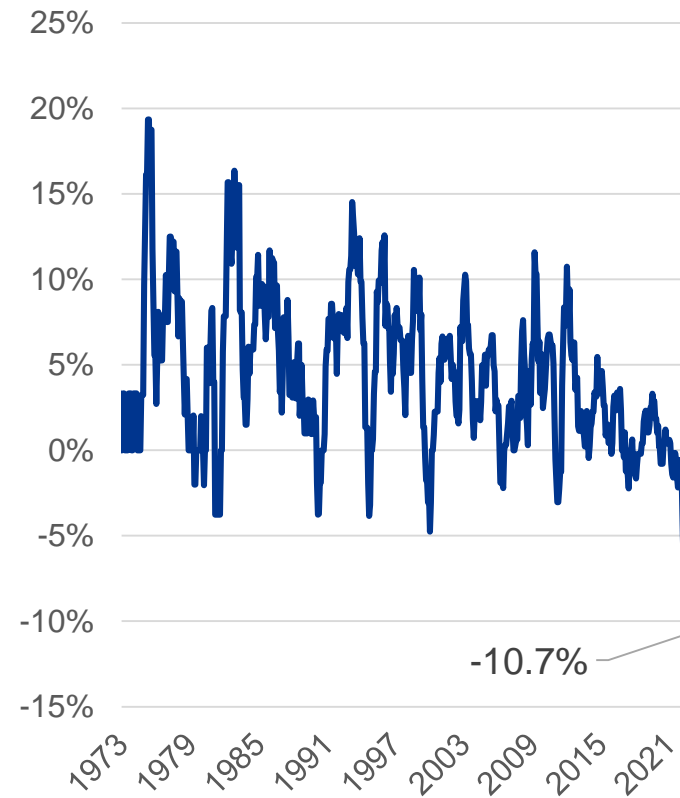
US-Staatsanleihen

Wertentwicklung, 9 Monate rollierend, in %



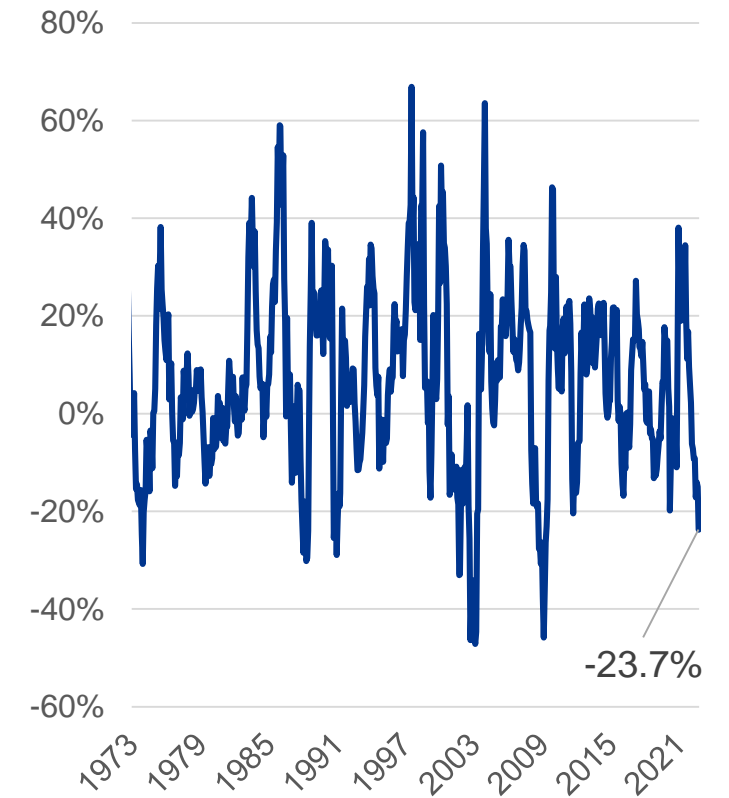
Deutsche Staatsanleihen

Wertentwicklung, 9 Monate rollierend, in %



Deutscher Aktienmarkt (DAX)

Wertentwicklung, 9 Monate rollierend, in %

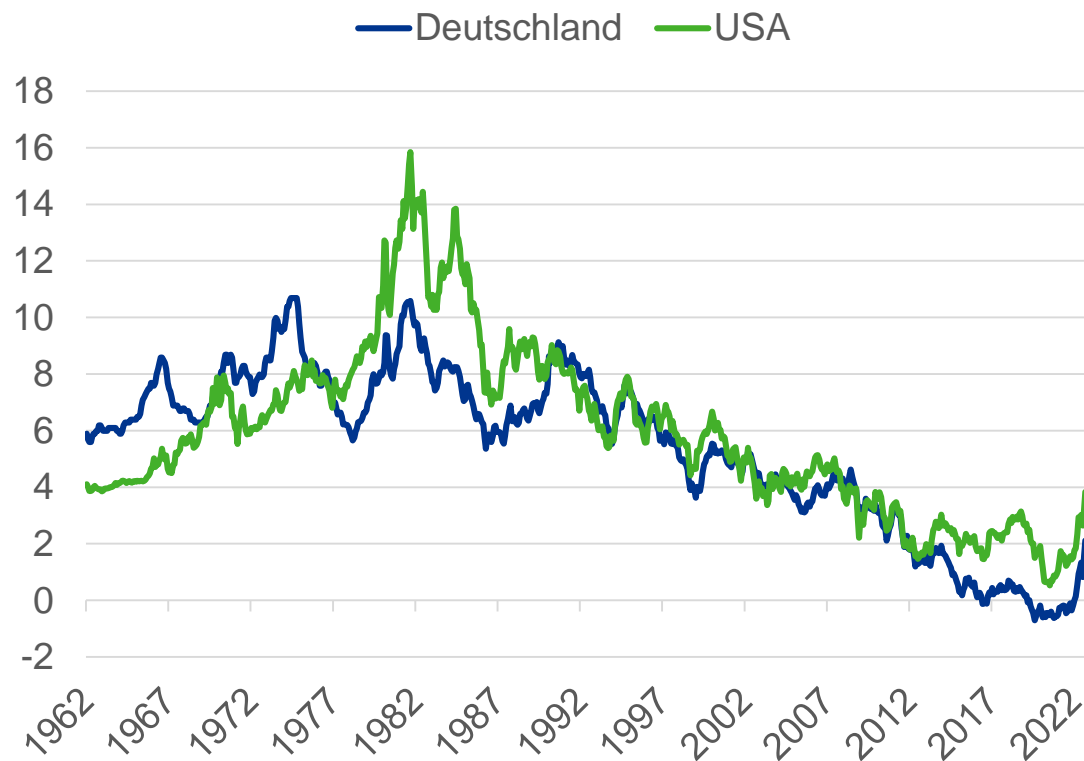


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung; US-Treasuries 10 Jahre, REXP, DAX, Stand Ende September 2022

Rentenmärkte 2022: Inflation traf auf ein viel niedrigeres Zinsniveau als in den 1970er Jahren

Staatsanleihen

Umlaufrendite, in %



Quelle: Bloomberg, Datastream



In den 70er und 80er erfolgte der Zinsanstieg von deutlich höheren Niveaus aus als heute.



Den Kursverlusten von Anleihen standen hohe Kuponzahlungen gegenüber, sodass sich die Verluste insgesamt in Grenzen hielten.



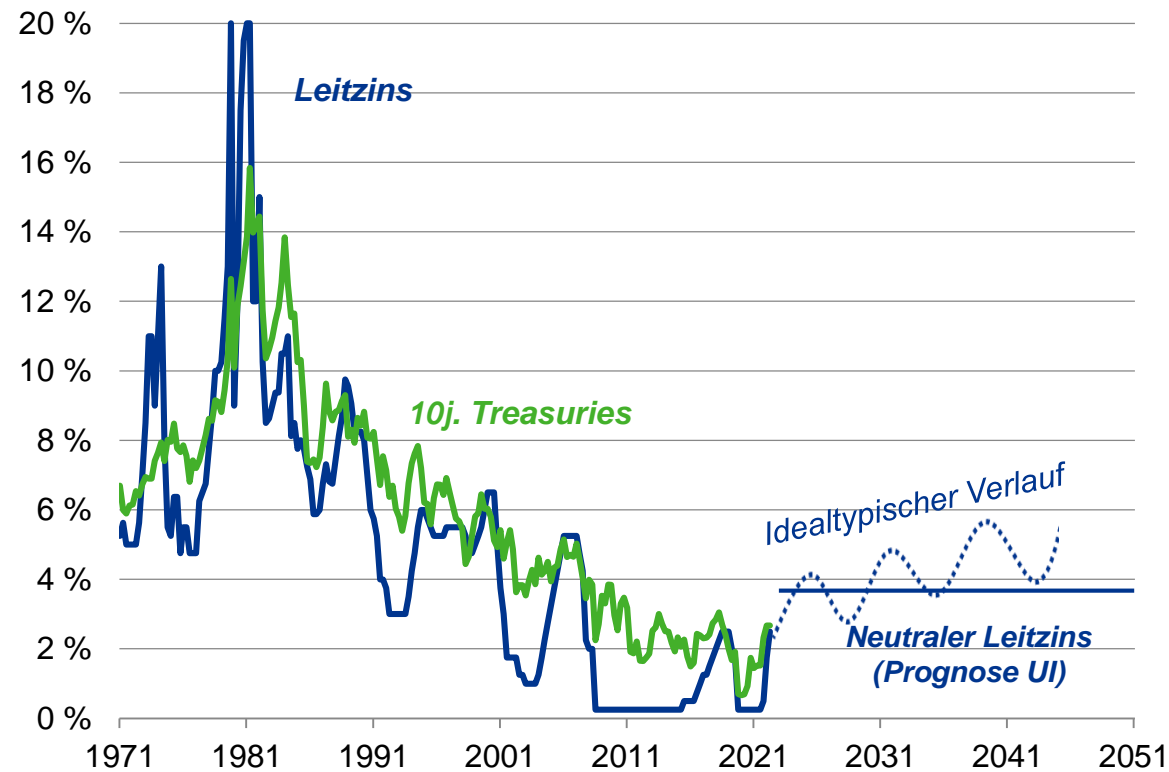
Bei den heutigen Zinsniveaus schlagen die Zinsanstiege hingegen stark durch auf die Gesamtperformance.

Alternativlosigkeit ist Vergangenheit

Goodbye TINA, welcome TARA!

US Leitzinsen und Rendite 10j. Treasuries

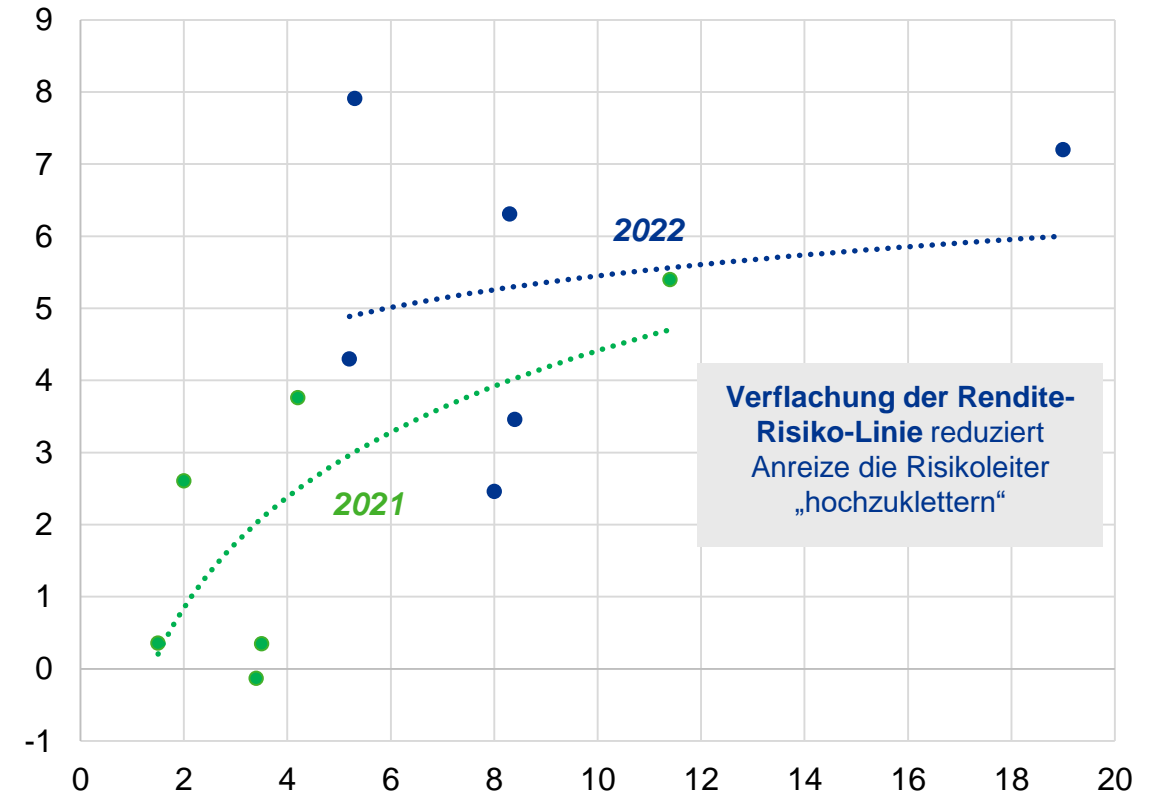
In % p. a.



Quellen: Federal Reserve, Union Investment, Bloomberg

Goodbye TINA – there is AN alternative

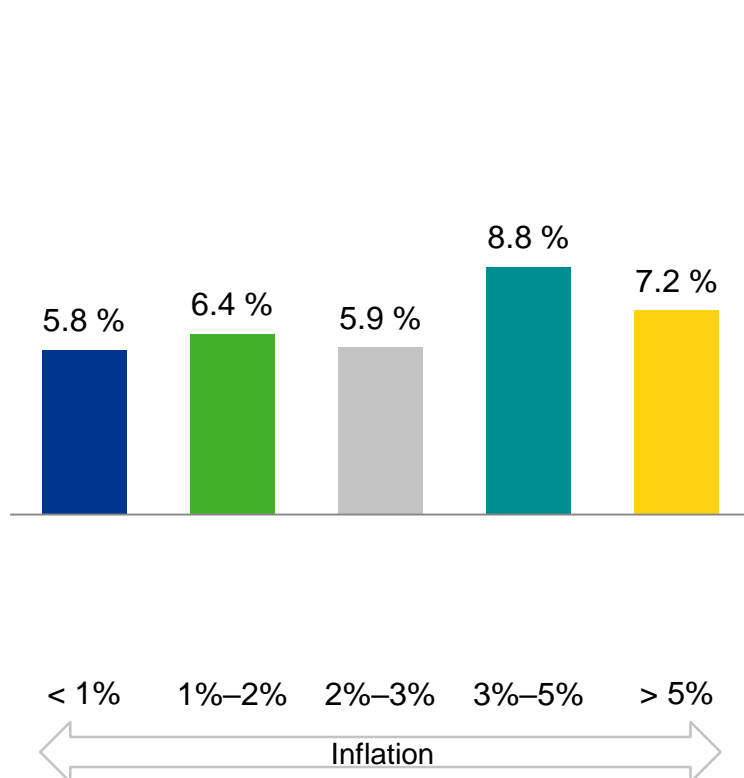
Anlageklassen im Rendite-Risiko Diagramm



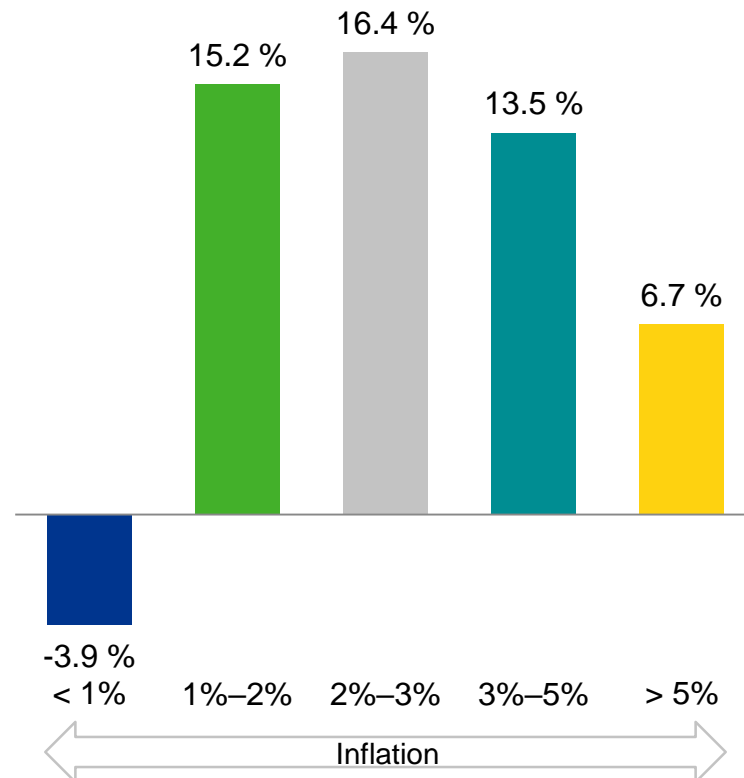
Quellen: Bloomberg, Union Investment, Bloomberg, Stand: 10. Oktober 2022

Historische **nominale Rendite** nach US-Inflationsregimen

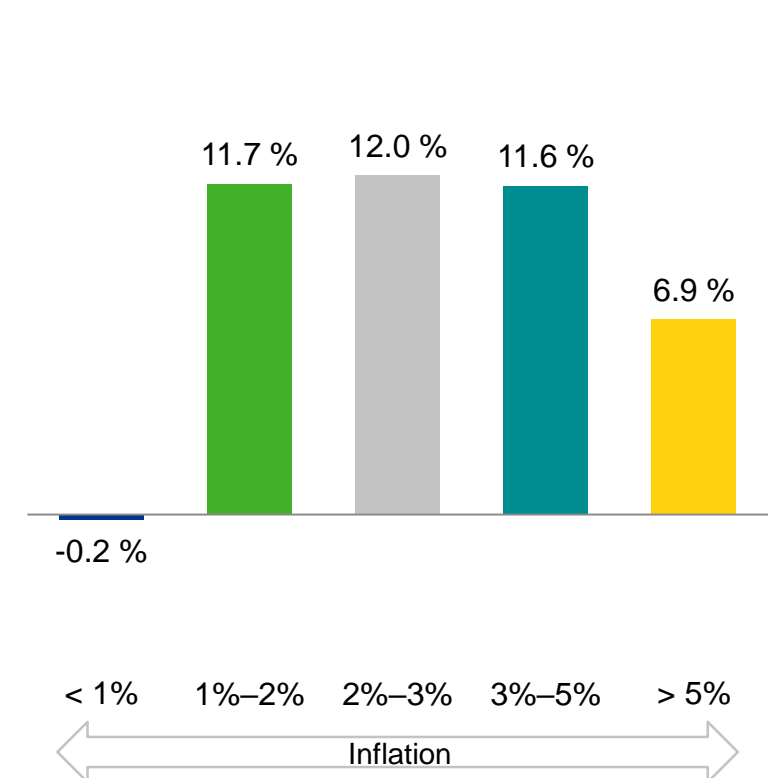
US-Staatsanleihen
Rendite (Return)



US-Aktien
Rendite (Return)



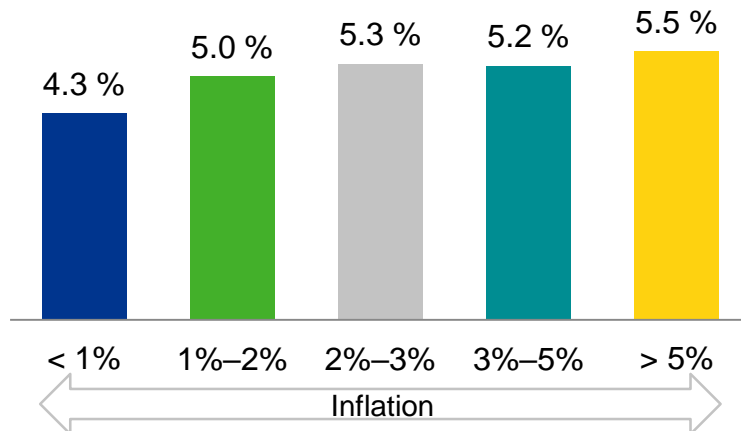
60/40-Portfolio (Aktien/Renten)
Rendite (Return)



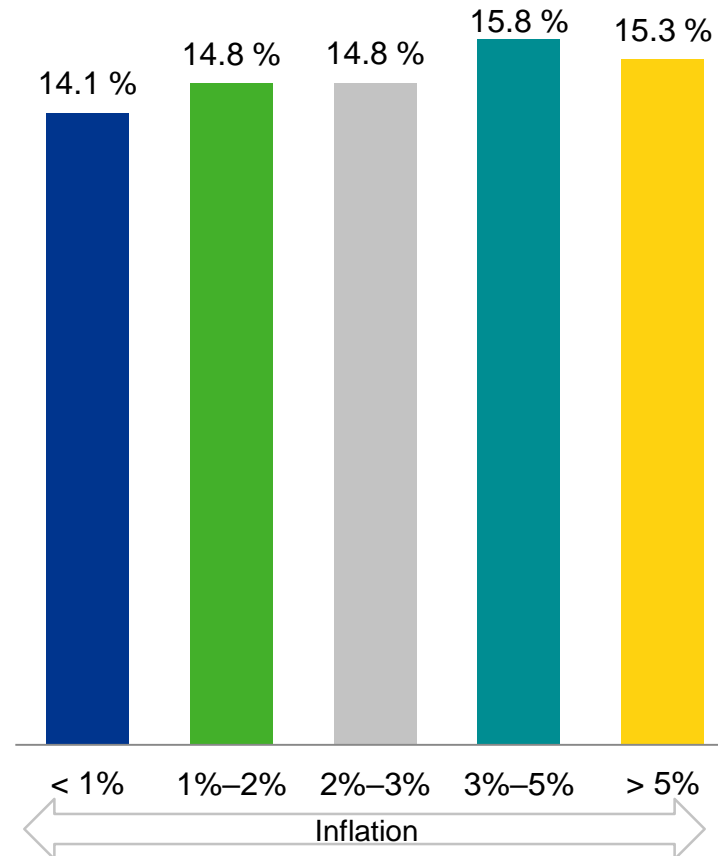
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973. Simultane Betrachtung der realisierten US-Inflation und der Total Returns (p. a.) der Anlageklassen.

Volatilität nach US-Inflationsregimen

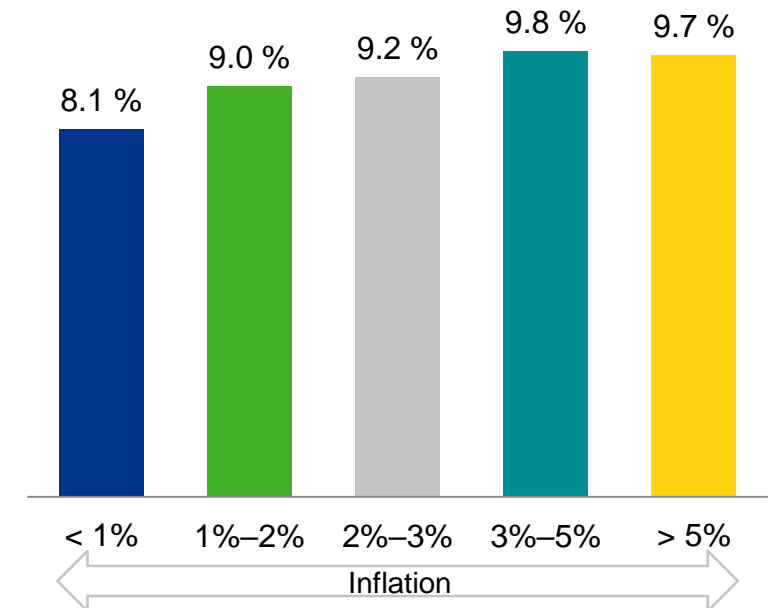
US-Staatsanleihen Volatilität



US-Aktien Volatilität



60/40-Portfolio (Aktien/Renten) Volatilität



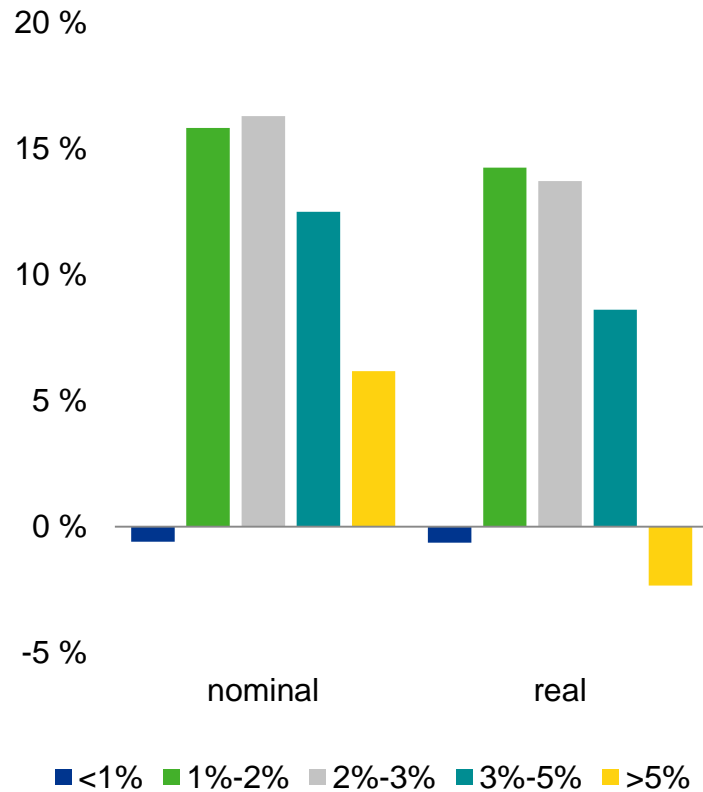
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973. Simultane Betrachtung der realisierten US-Inflation und der Total Returns (p. a.) der Anlageklassen.

Aktien: Sweet Spot bei Inflation zwischen 1 und 3 Prozent

Zu wenig Inflation schlecht für Gewinne, zu viel schlecht für Bewertung

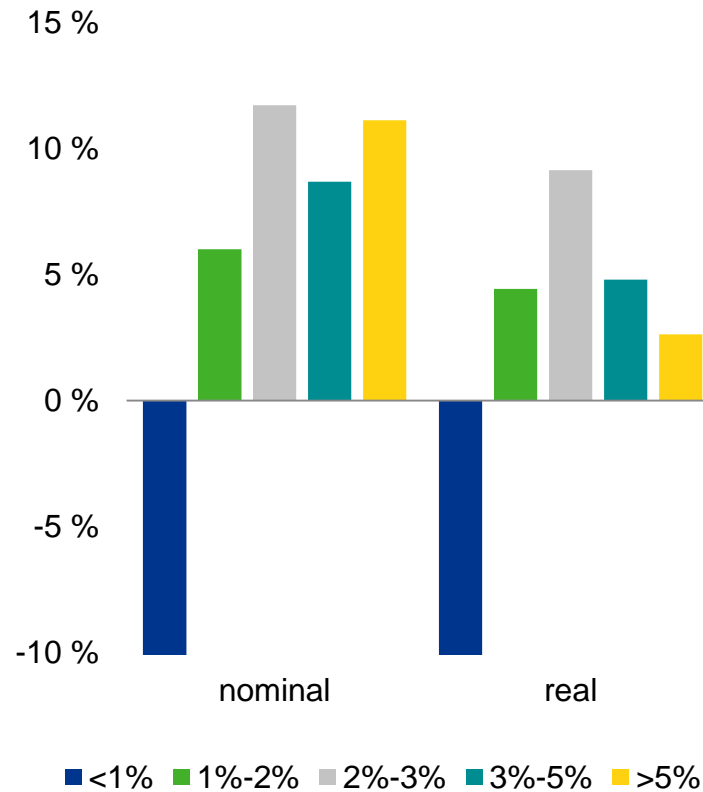
S&P 500 Total Return p. a.

Nach Inflationsregimen



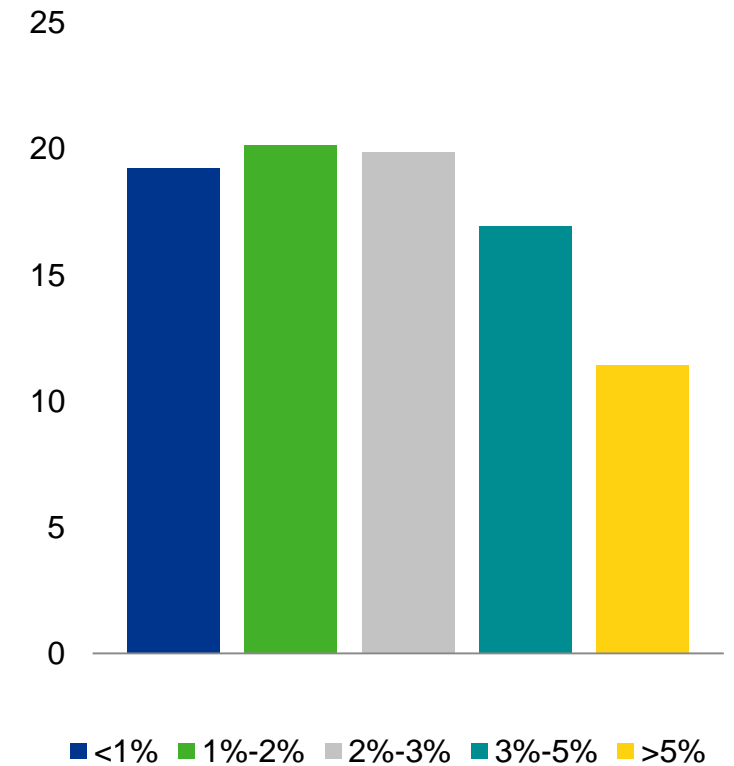
Gewinnwachstum S&P 500 p. a.

Nach Inflationsregimen



Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500

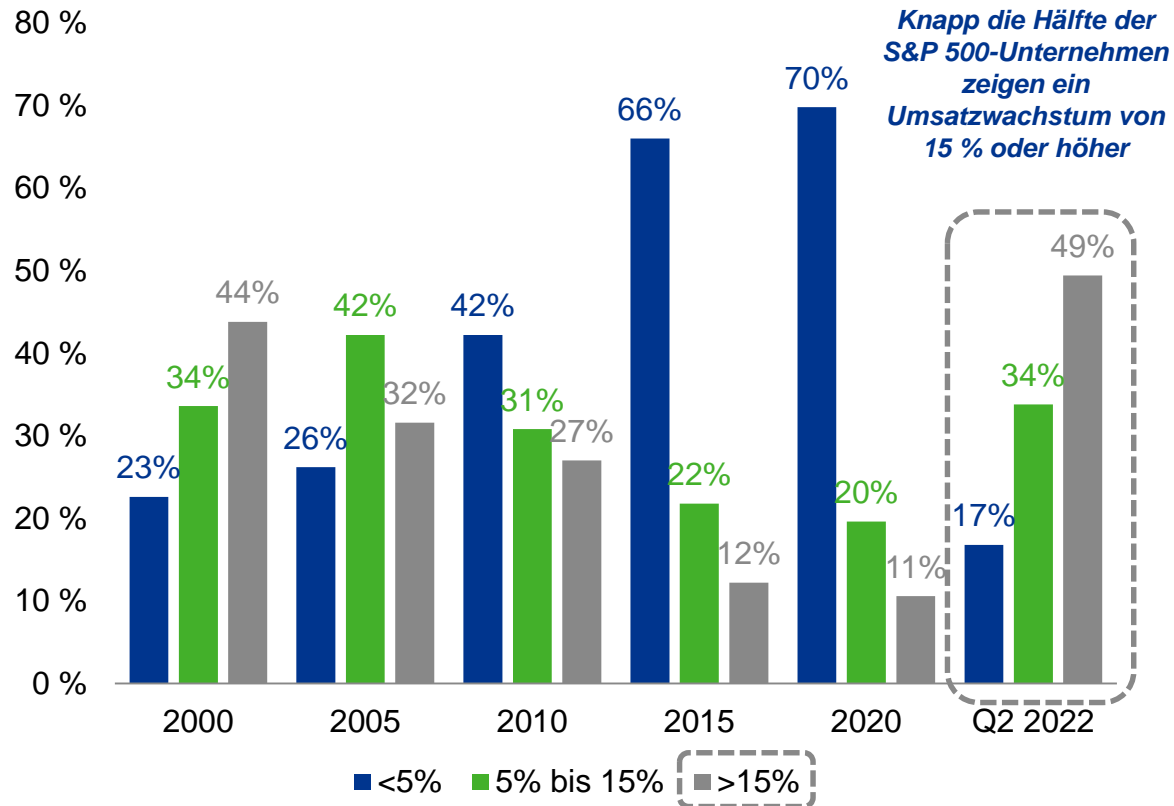
Nach Inflationsregimen



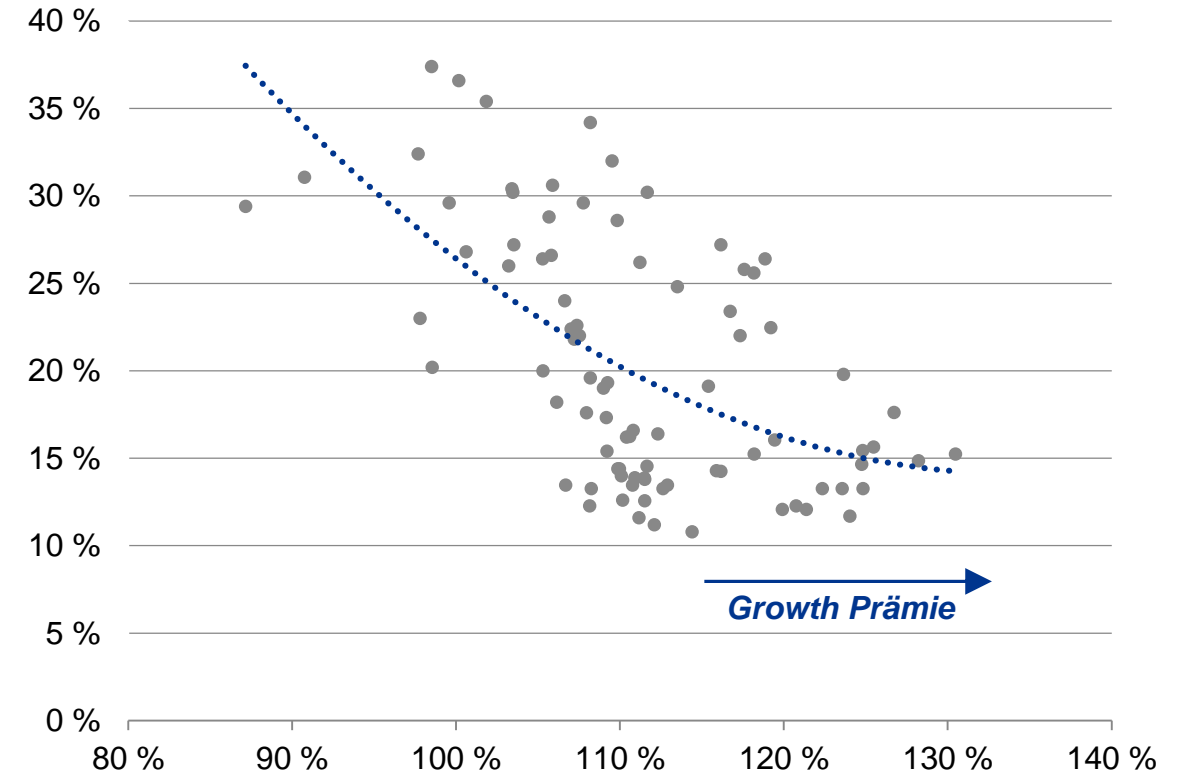
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973

Aktien: Growth-Stil verliert an Dominanz

S&P 500: Indexanteil nach Umsatzwachstum



Anteil Unternehmen >15% und Growth-Prämie



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Portfolio Berechnungen für zwei Assets

Erwartete Portfolio Rendite (Return): $E(R_p) = w_A E(R_A) + w_B E(R_B)$

mit $E(R_A)$ = erwartete Rendite für Asset A; w_A = Gewicht von Asset A im Portfolio; analog für Asset B

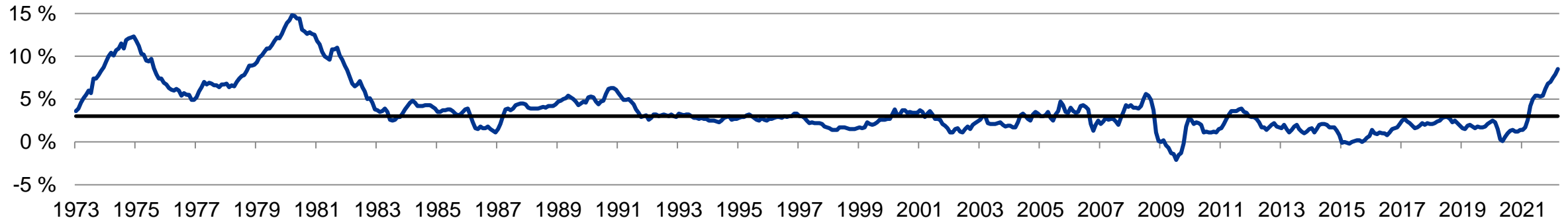
Portfolio Varianz (Risiko): $\sigma^2_P = w_A^2 \sigma^2_A + w_B^2 \sigma^2_B + 2 w_A w_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$

mit σ^2_A und σ^2_B der Rendite-Varianz Asset A, B; mit ρ_{AB} = **Korrelation** zwischen der Rendite von Asset A und Asset B

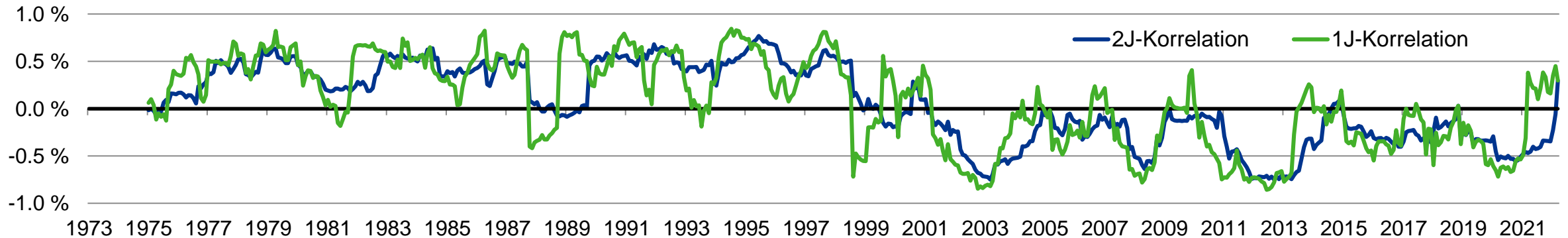
Neue Investmentwelt – Aktien und Renten wieder positiv korreliert

Keine Rückkehr in die Welt der letzten 20 Jahre erwartet

US-Inflation



Korrelation US-Aktien vs. US-Staatsanleihen

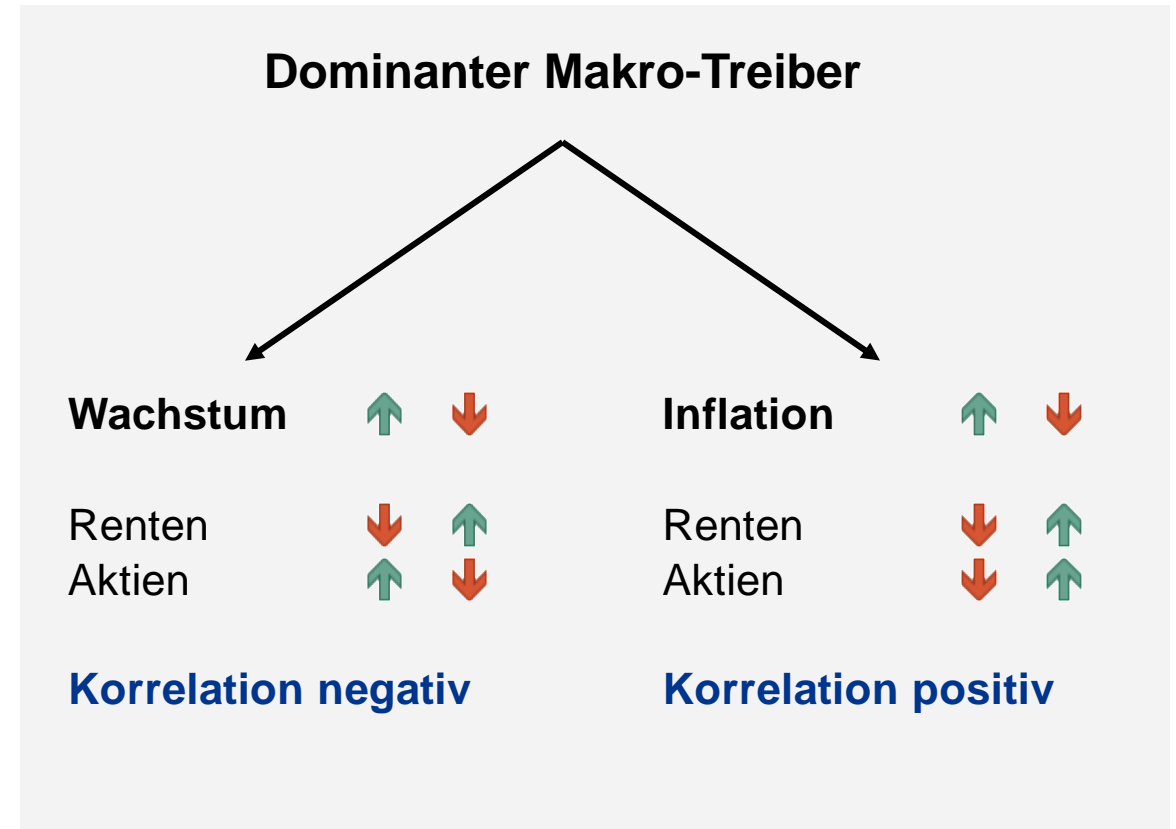
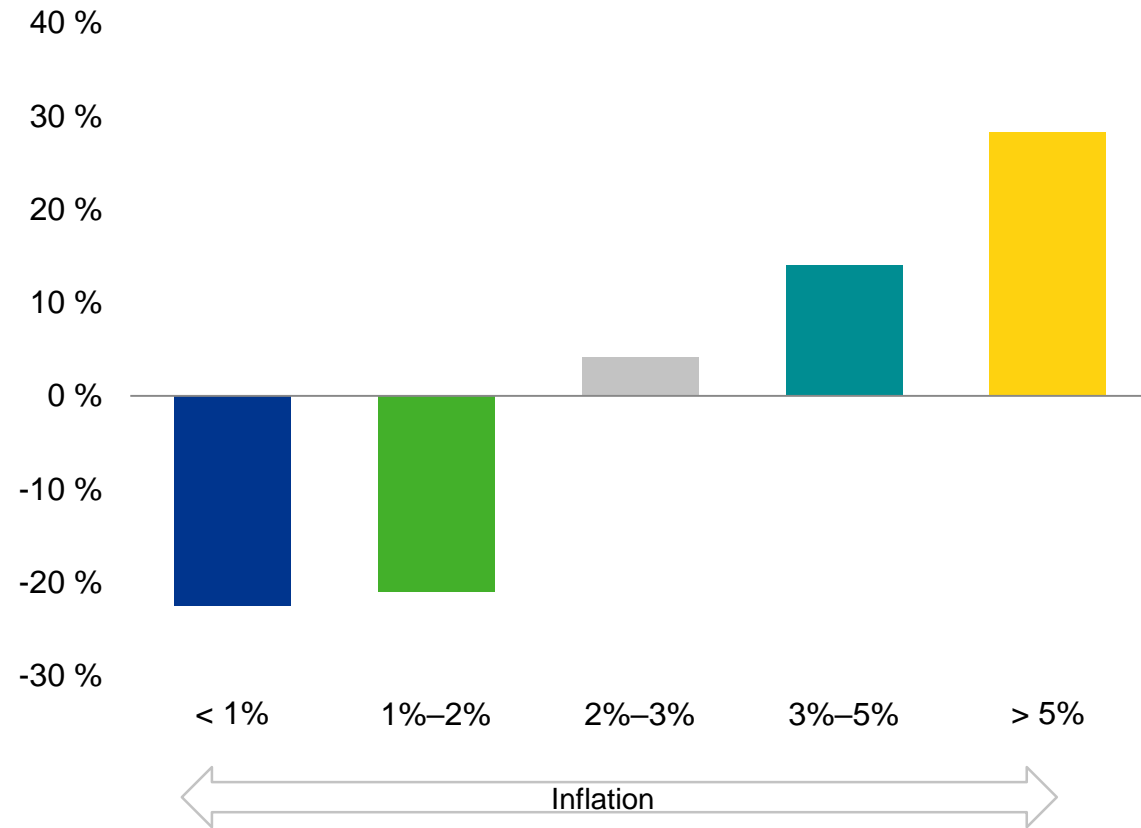


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten

Gemischte Portfolios „Aus der Balance“

Aktien-Renten Diversifikation nimmt mit höherer Inflation ab

Aktien-Renten-Korrelation nach US-Inflationsregimen

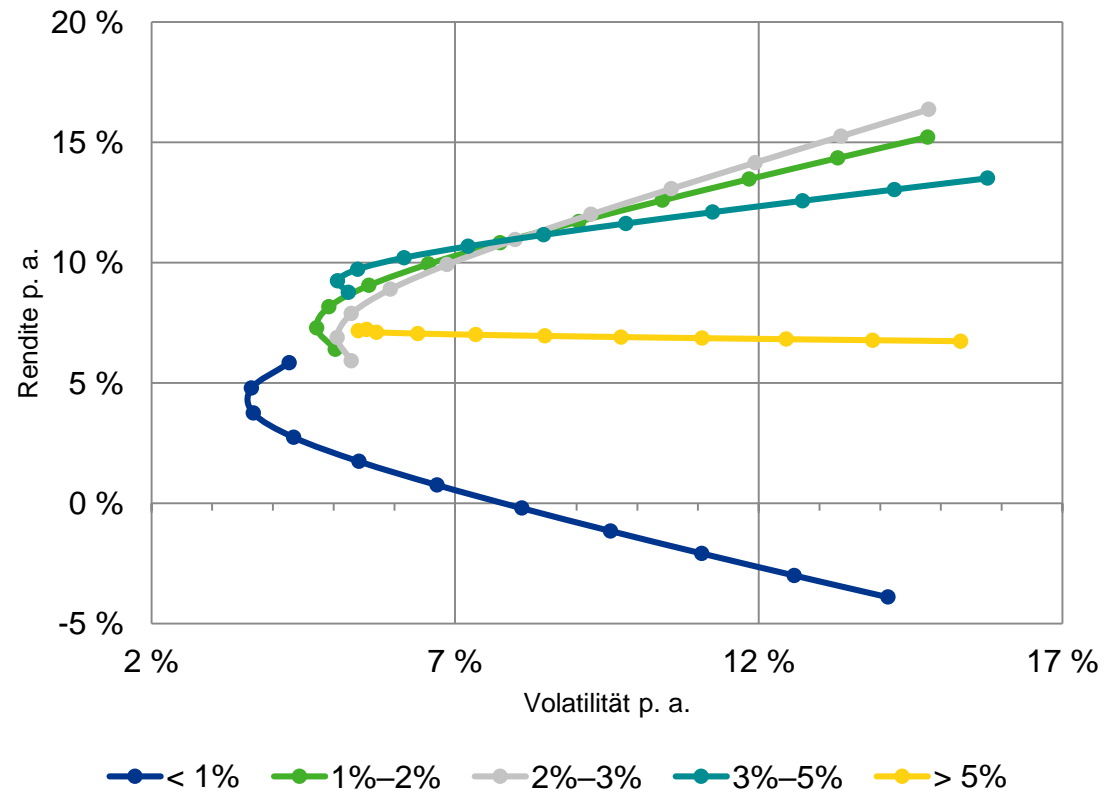


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973. Simultane Betrachtung der realisierten US-Inflation und der Total Returns der Anlageklassen.

Aus der Balance: Mit höherer Inflation verschlechtern sich die Rendite- und Risikoeigenschaften im Aktien-Renten-Portfolio

Rendite und Risiko im Aktien-Renten-Portfolio nach US-Inflationsregimen

Punkte äußerst rechts jeweils 100 % Aktien und 0 % Renten, 10 % mehr Renten und weniger Aktien mit jedem Schritt nach links



Mit zunehmender Inflation:

- sinkt die Portfolio Rendite
- steigt die Portfolio Volatilität
- wird mehr Risiko über Aktien zunehmend weniger durch mehr Rendite entlohnt

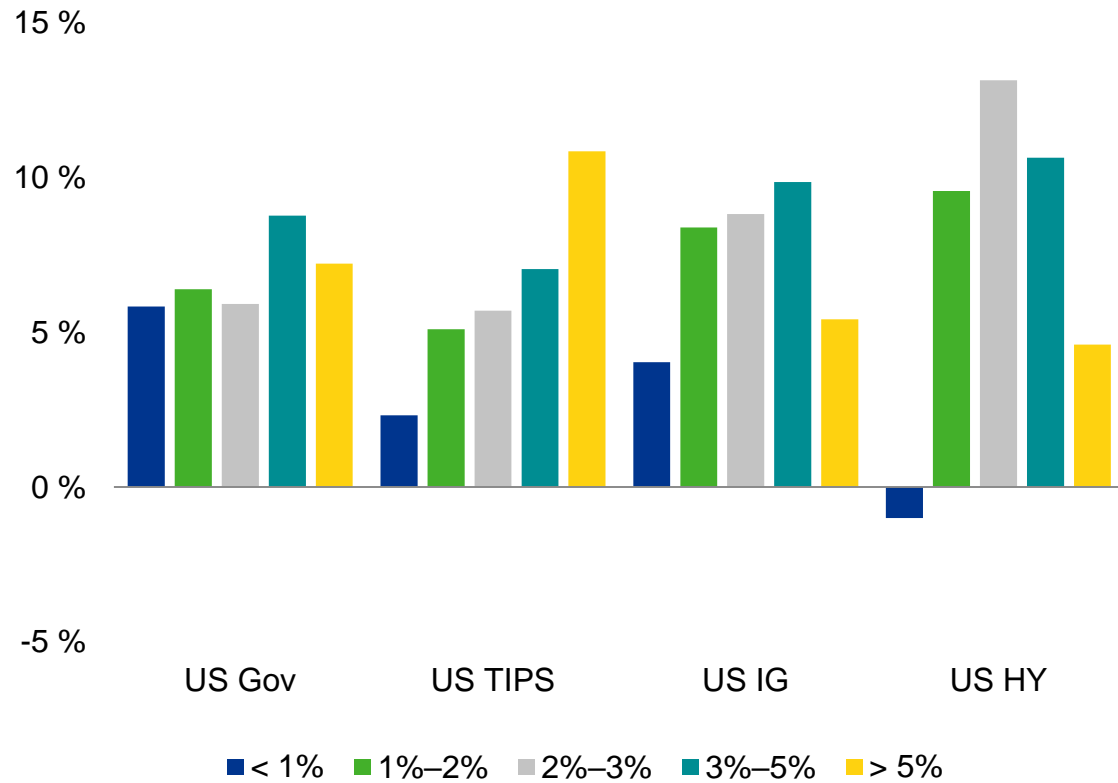
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973. Simultane Betrachtung der realisierten US-Inflation und der Total Returns der Anlageklassen

Lösungen für robustere Portfolios

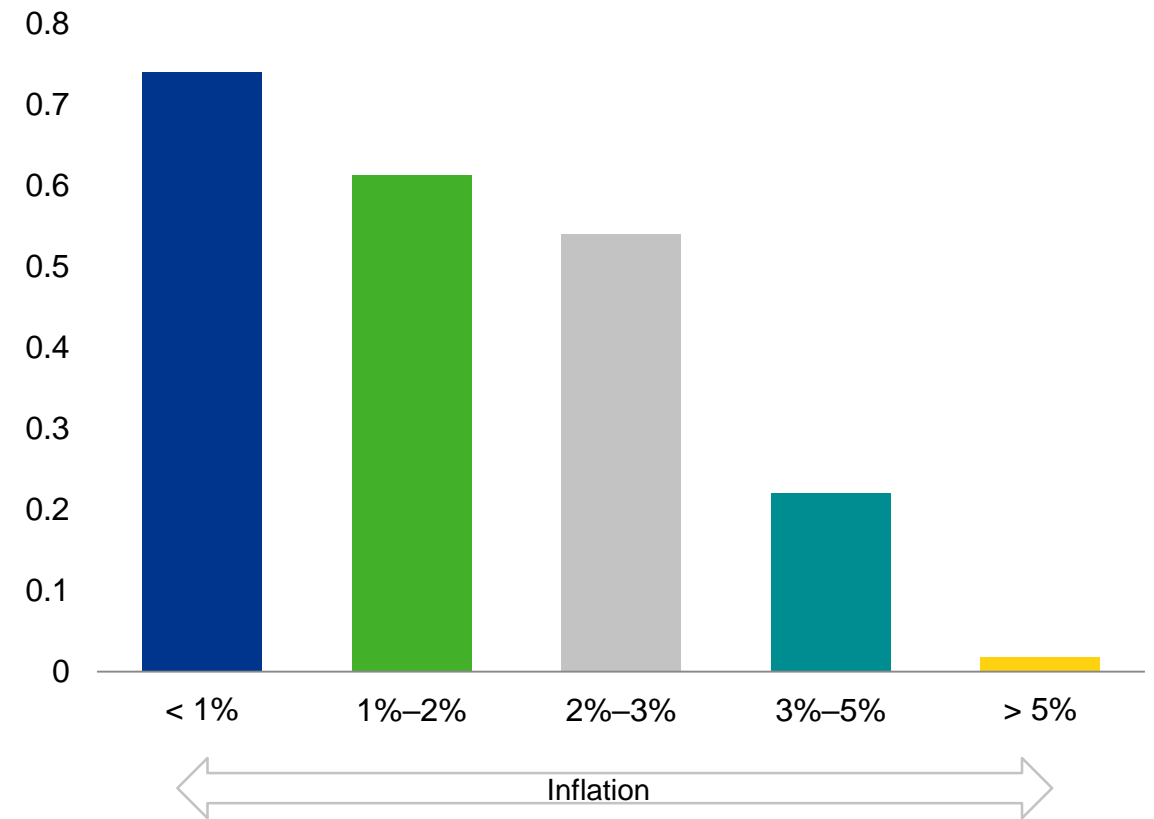


Zurück in die Balance I: Absichern von überschießender Inflation durch Linker-Anleihen

Nominale Rendite p. a.
Nach US-Inflationsregimen



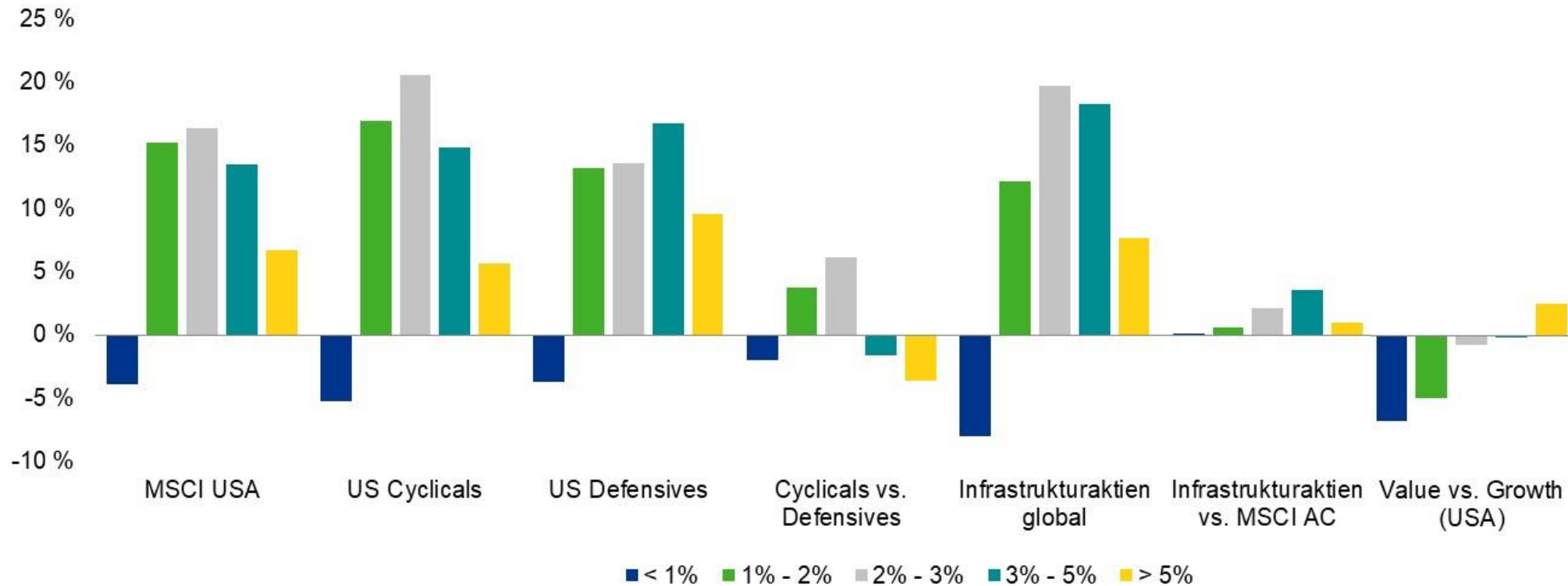
Korrelation US-Staatsanleihen vs. Linker (US-TIPS)
Nach US-Inflationsregimen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973 (Total Returns). TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) erst seit 1998 verfügbar, daher Rückrechnung einer synthetischen Zeitreihe bis 1973 unter Nutzung von Inflationserwartungen und realen Renditen sowie Approximationen für Duration, Roll-down-Effekt und Inflationsanpassung des Nennwerts. US HY ab 1980.

Zurück in die Balance II: Bei Aktien über Infrastruktur, Value, Defensives

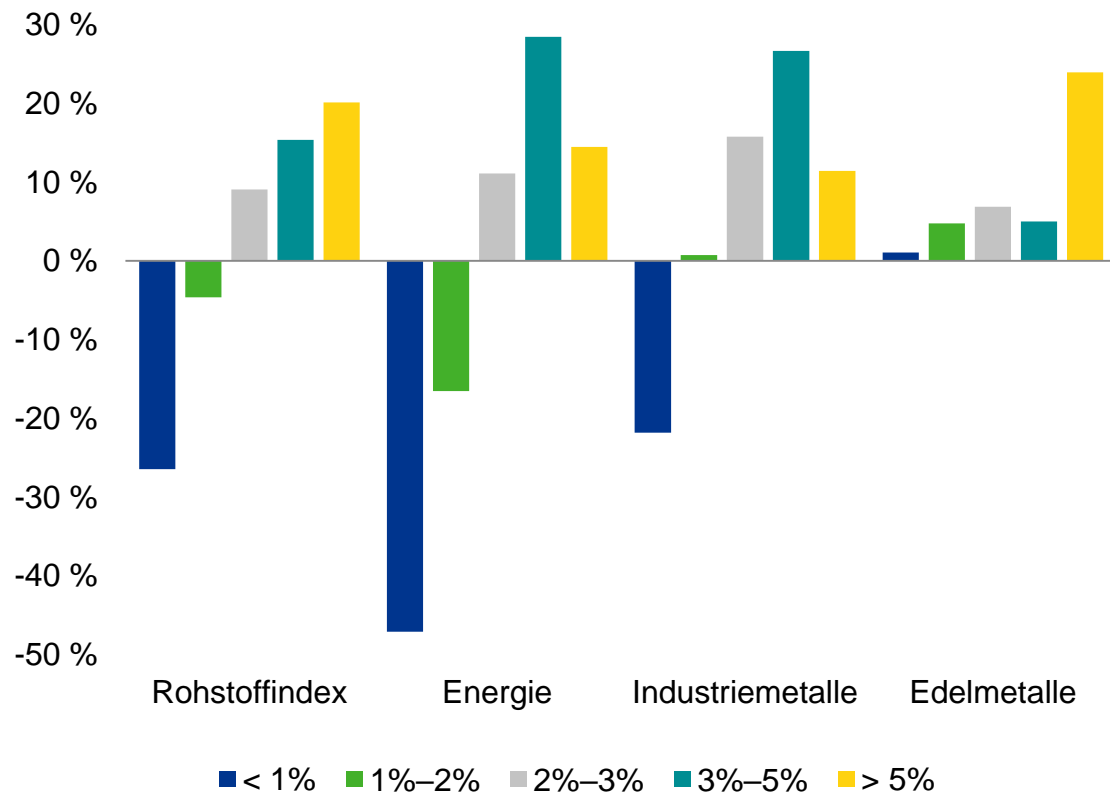
Nominale Rendite p. a. nach US-Inflationsregimen



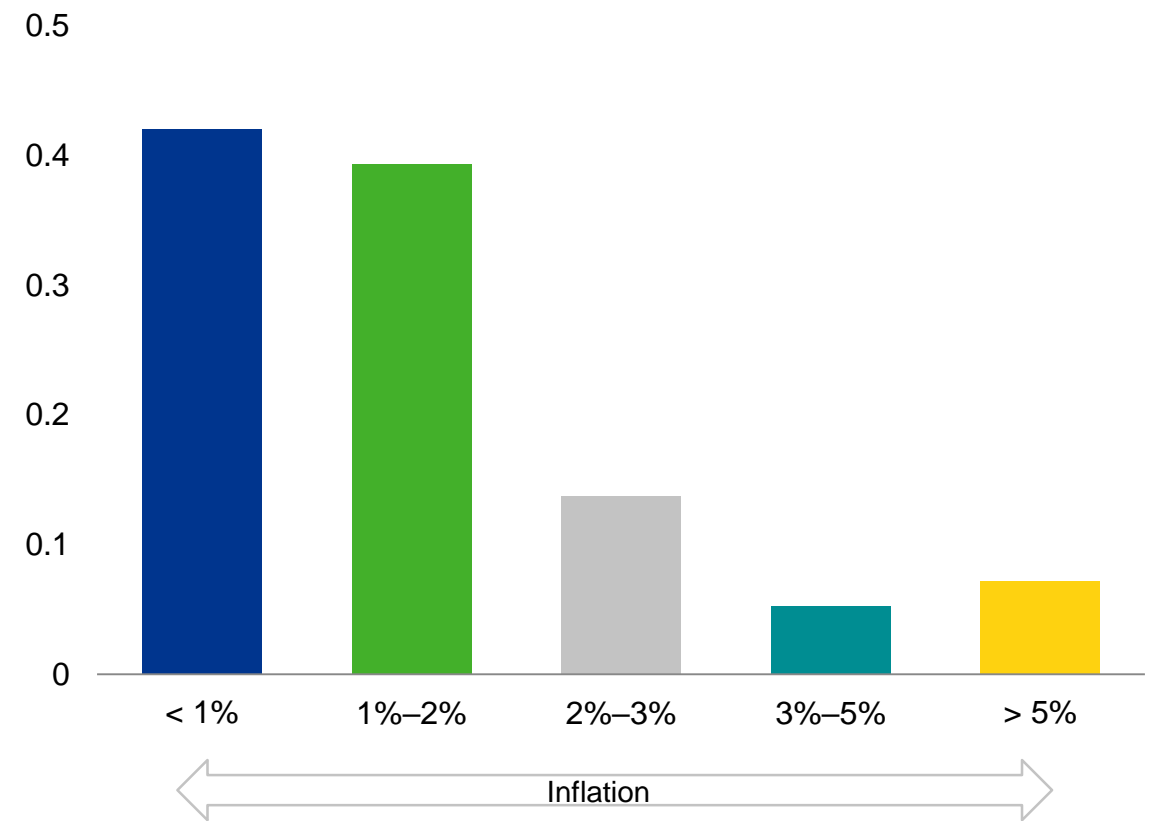
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973 (Total Returns). Infrastrukturaktien ab 2002. Value vs. Growth ab 1974.

Zurück in die Balance III: Rohstoffe liefern bei höherer Inflation gute Returns und korrelieren zunehmend weniger mit Aktien

Nominale Rendite p. a.
Nach US-Inflationsregimen



Korrelation Rohstoffindex vs. US-Aktien
Nach US-Inflationsregimen



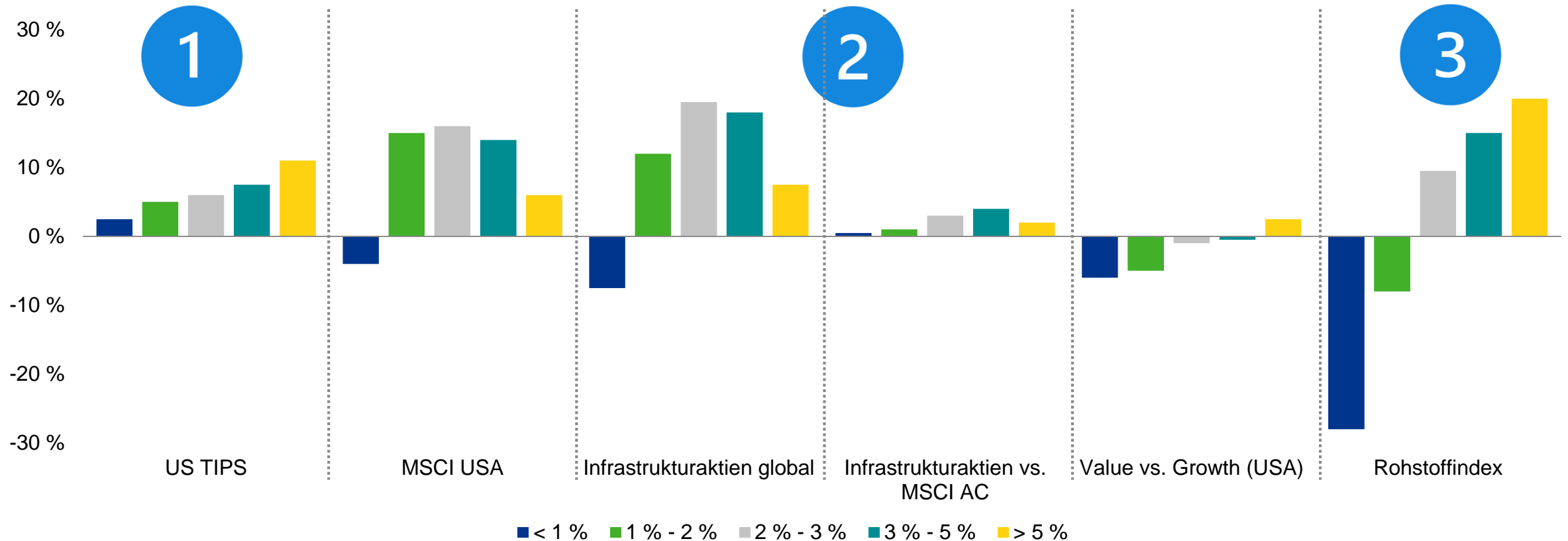
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973 (Total Returns).

Gemischte Portfolios „Zurück in die Balance“

Lösungen für ein Umfeld mit höherer, volatiler Inflation

Nominale Wertentwicklung, p. a. in %

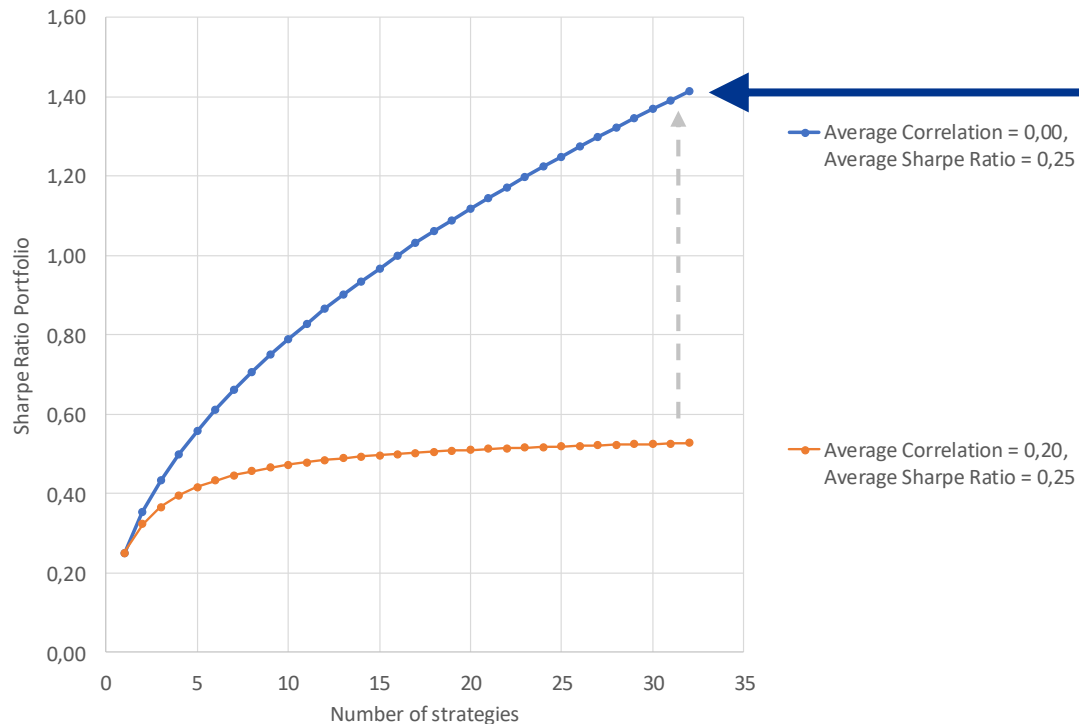
Nach US-Inflationsregimen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung. Monatliche Daten ab 1973 (Total Returns). TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) erst seit 1998 verfügbar, daher Rückrechnung einer synthetischen Zeitreihe bis 1973 unter Nutzung von Inflationserwartungen und realen Renditen sowie Approximationen für Duration, Roll-down-Effekt und Inflationsanpassung des Nennwerts. US HY ab 1980.

Diversifikation jenseits von Assetklassen: Umgang mit Alpha in der Portfoliokonstruktion - Hohe Unabhängigkeit ein zentraler Vorteil

Zusammenhang zwischen Sharpe Ratio, Anzahl der Strategien und Korrelationen



“If you have really found a 0.50 to 1.00 Sharpe strategy with very low correlation to the rest of your portfolio, it’s a wonderful thing.”
(Cliff Asness, AQR)*

“Diversifying well is the most important thing you need to do in order to invest well.”
(Ray Dalio, Bridgewater Associates)**

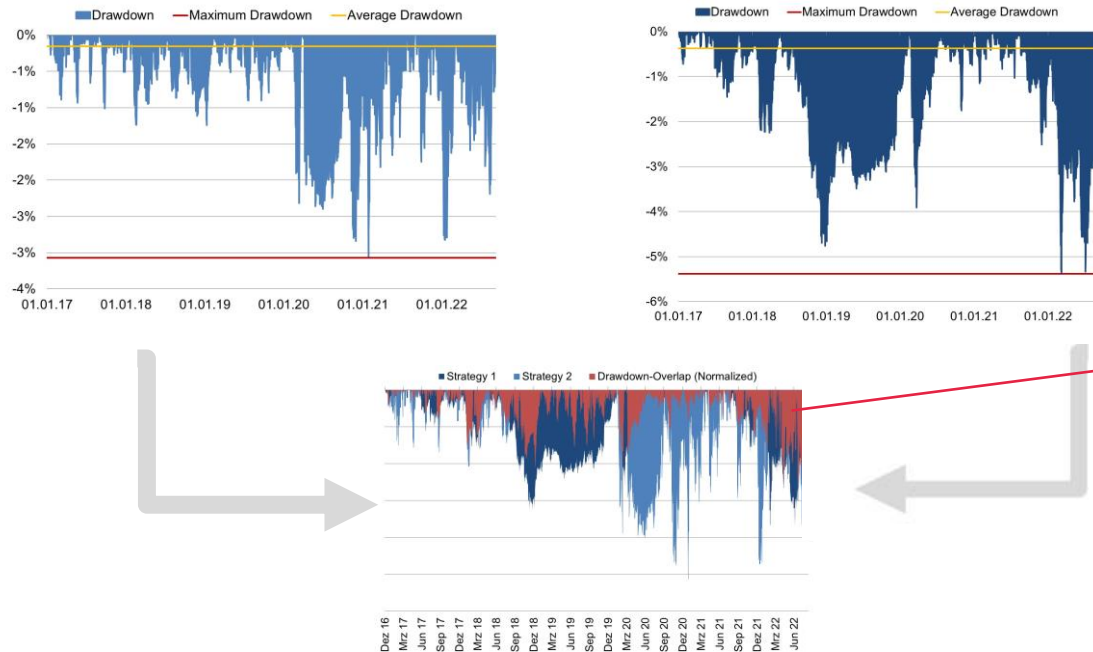
“Diversification is the only free lunch”
(Harry Markowitz, Nobel Prize Laureate)

“Sharpe Ratios are not additive and ignore correlations, skew, and liquidity. For these reasons, a collection of high Sharpe Ratio investments can paradoxically lead to a more fragile portfolio with higher potential losses in a crisis.”
(Christopher Cole, Artemis Capital Management)****

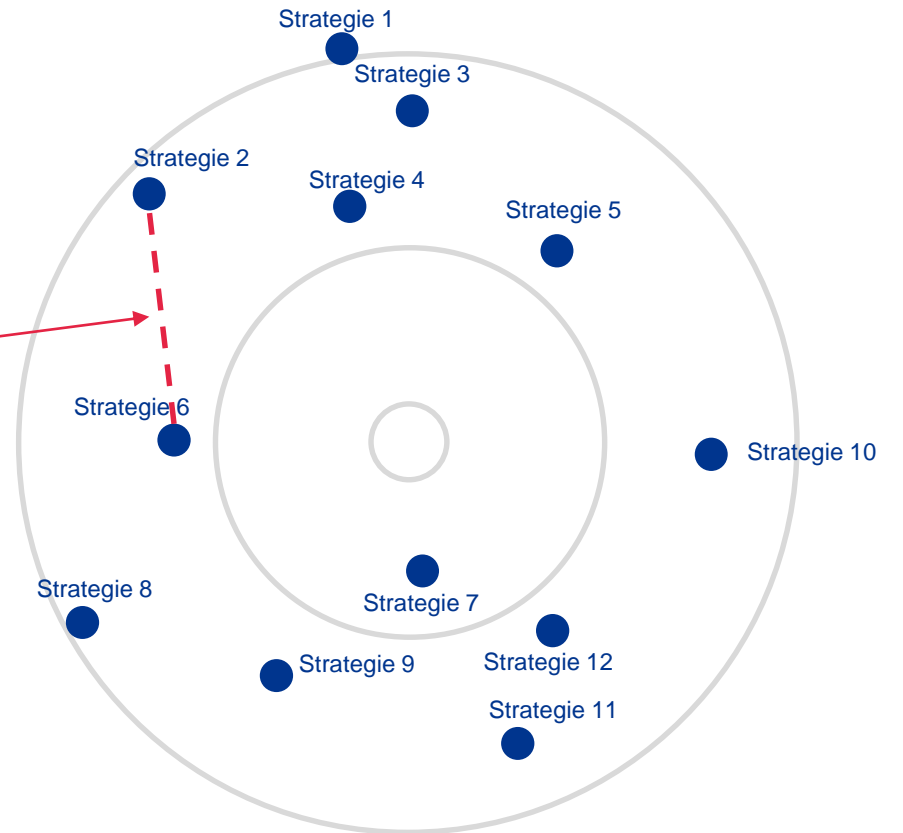
*Cliff Asness (2018): „Liquid Alt Ragnarök?“, AQR Paper aus der Serie „Cliff’s Perspective“. ** Bridgewater Daily Observations, 7.8.2019, ****:Christopher Cole (2021): „Moneyball for modern portfolio theory“, Artemis Capital Management

Analyse von Interaktionen zwischen Strategien rückt in den Fokus: Korrelationen liefern nur ein unvollständiges Bild

Co-Drawdowns: Überlappung von Verlustphasen



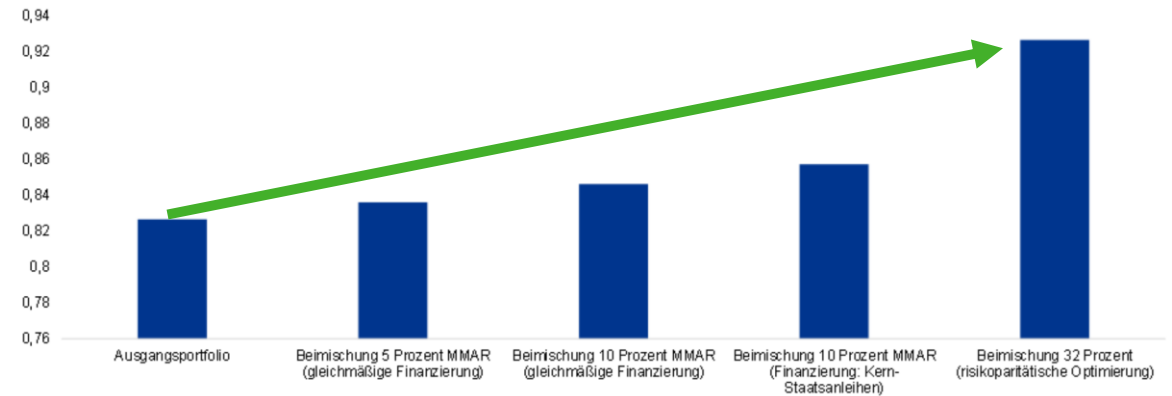
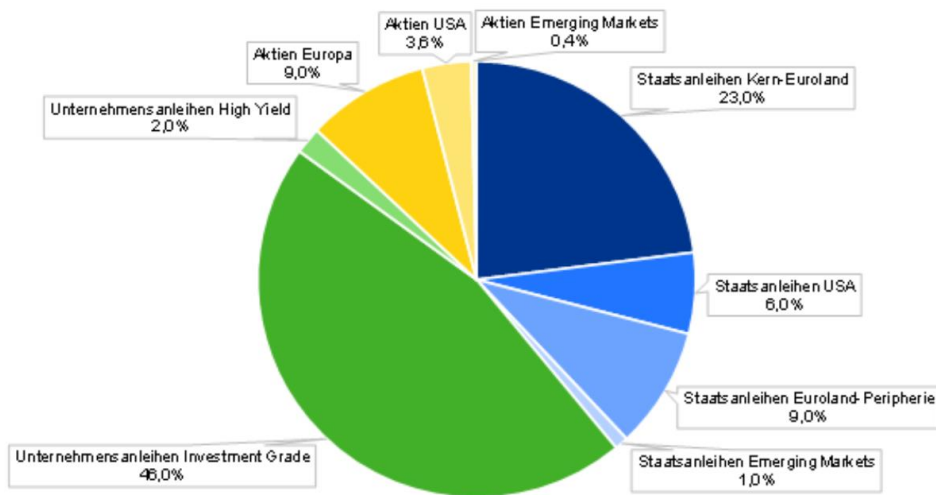
Cluster-Maps: Abstände zeigen Ähnlichkeiten von Strategien in Verlustphasen



Wirkung im Portfolio Kontext: Der signifikante Diversifikationseffekt durch bei Beimischung von „Alphas“ hebt die risikoadjustierte Rendite

Repräsentatives Multi Asset Portfolio eines deutschen institutionellen Investors

Erwartetes Rendite-Risiko-Verhältnis vor und nach Beimischung Multi Manager Absolute Return



Quelle: deutsche Bundesbank, Union Investment, Stand Januar 2020, Anlagen in Euro bzw Euro-hedged

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

Meine Thesen / Botschaften

1

Die Zeitenwende hat den Übergang in ein neues Wachstumsregime vollendet. Wir nennen es **Great Transformation**. Es bringt nicht nur strukturell höhere Inflationsraten sondern auch deutlich volatilere.

2

Aus der Balance: Unter höherer Inflation **nehmen die Erträge von Aktien, Renten und klassischen Mischportfolios ab**, während die **Volatilität steigt** und die **Aktien-Renten-Korrelation positiv** wird.

3

Zurück in die Balance: Um Portfolien auf höhere Inflation einzustellen, empfehlen sich **inflationsexponierte Anleihen, defensive Aktien, Value- und Infrastrukturaktien sowie Rohstoffe** als Anlageklasse. **Multi-Strategie-Lösungen** jenseits der klassischen Asset Allokation „heilen“ Diversifikationsdefizite.

Unsere Studien zum Thema

Zeitenwende (Apr 2022)

Thesenpapier
Research & Investment Strategy

Union Investment

Die Welt ordnet sich neu
Erste Thesen zu den mittelfristigen Auswirkungen des Ukrainekriegs auf Wirtschaft und Kapitalmarkt



- Endgültig: Großmachtwettbewerb das neue Ordnungsprinzip
- Neben Klimawandel zweiter Treiber für massive Transformation der Weltwirtschaft
- Kapitalmarktwirkungen ambivalent und von großer Unsicherheit geprägt

April 2022

[Thesenpapier – Die Welt ordnet sich neu](#)

Inflation & Asset Allocation (Apr 2022)

Studie
Research & Investment Strategy

Union Investment

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



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

April 2022

[Studie „Aus der Balance“](#)

White Paper Risikomanagement (Nov 2021 & Nov 2022)

Union Investment



White Paper Risikomanagement 2021:
Asset Allocation Strategy

**Investmentwelt post Corona:
Ein neues Drehbuch
für Portfolios?**

Michael Herzum, Sandra Ebner, Sven Schömer

[White Paper – Investmentwelt post Corona](#)

**Wir arbeiten für
Ihr Investment**



Rechtlicher Hinweis

Allgemeiner Teil:

Dieses Marketingmaterial ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen.

Die vorgenannten Unterlagen erhalten Sie über die Union Investment Institutional GmbH. Ein verbindliches Angebot ist mit diesen Unterlagen nicht verbunden. Ebenso kann hieraus weder für die Gegenwart noch für die Zukunft eine Verpflichtung oder Haftung abgeleitet werden. Es ersetzt nicht die individuelle Beratung durch die Union Investment Institutional GmbH. Es wird keinerlei Haftung für Nachteile, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokumentes oder seiner Inhalte entstehen, übernommen. Angaben zur Wertentwicklung von Fonds sowie die Einstufung in Risikoklassen/Farbsystematik von Fonds und anderen Produkten von Union Investment basieren auf den Wertentwicklungen und/oder der Volatilität in der Vergangenheit. Damit wird keine Aussage über eine zukünftige Wertentwicklung getroffen. Ausführliche produktspezifische Informationen und Hinweise zu Chancen und Risiken der genannten Fonds von Union Investment entnehmen Sie bitte den jeweils aktuellen Verkaufsprospekten, den Anlagebedingungen, den wesentlichen Anlegerinformationen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos in deutscher Sprache über Union Investment Institutional GmbH, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main, Tel. +49 69 2567-7652, Fax +49 69 2567-1010, institutional@union-investment.de, www.institutional.union-investment.de, erhalten. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Erwerb. Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte in deutscher Sprache und weitere Informationen zu Instrumenten der kollektiven Rechtsdurchsetzung erhalten Sie unter „Hinweise und Beschwerden“ auf <https://ui-link.com/richtlinien>. Die jeweils fondsaufliegende Gesellschaft kann jederzeit beschließen, Vorkehrungen, die sie gegebenenfalls für den Vertrieb von Anteilen eines Fonds und/oder Anteilklassen eines Fonds in einem anderen Mitgliedstaat als ihrem Herkunftsmitgliedstaat getroffen hat, unter den Voraussetzungen des Art. 93a der Richtlinie 2009/65/EG und des Art. 32a der Richtlinie 2011/61/EU wieder aufzuheben. Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 6. September 2022 soweit nicht anders angegeben.

Verwendete Datenquellen:

Diese Unterlagen wurden mit Sorgfalt entworfen und hergestellt, dennoch wird keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Auf Quellen externer Datenlieferanten weisen wir separat hin. Die Daten externer Lieferanten und öffentlich zugänglichen Quellen halten wir für zuverlässig. Die Dateninhalte der externen Lieferanten und die eigener Berechnungen können fehlerhaft sein. Bei der Datenweiterleitung, Datenaufnahme, Dateneingabe sowie bei der Berechnung mit den Daten können Fehler auftreten, für die wir keine Haftung übernehmen.

Historische Wertentwicklungen und Berechnungsmethodik:

Die angegebenen Werte sind historisch. Zukünftige Ergebnisse können sowohl niedriger als auch höher ausfallen. Die Berechnungsmethodik entspricht der BVI-Methode (Netto). Erfolgt die Berechnung nach der Brutto-Methode (korrigiert um die Sätze der Verwaltungs- und Depotbankvergütung) weisen wir separat darauf hin. Sowohl bei der BVI- als auch bei der Brutto-Methode sind Ausgabeaufschläge, ebenso wie individuelle Kosten (Gebühren, Provisionen und andere Entgelte), in der Berechnung und Darstellung nicht berücksichtigt.

Einhaltung der Global Investment Performance Standards (GIPS®) und der BVI-Wohlverhaltensrichtlinien:

Der Einheit Union Investment Gruppe wurde die Einhaltung der Global Investment Performance Standards (GIPS®) bescheinigt. Bei der Composite-Performancedarstellung werden alle Richtlinien der GIPS® eingehalten sowie die aufgezeigten Ergebnisse sachgemäß ermittelt. Informationen zu Composite-Zuordnungen einzelner Fonds sowie einzelne oder sämtliche nach GIPS® zertifizierte Composites werden auf Wunsch übermittelt. Die Union Investment Institutional GmbH hat sich zur Einhaltung der BVI-Wohlverhaltensrichtlinien verpflichtet. Demzufolge beachtet sie die entsprechenden Standards des Kodex bei Fondperformancedarstellungen. Auf Abweichungen wird im Einzelfall gesondert hingewiesen.

Zukünftige Einschätzungen:

Die in diesem Dokument gemachten Einschätzungen dienen ausschließlich zu Ihrer Information und stellen keinesfalls eine individuelle Anlageempfehlung oder ein Versprechen für die zukünftige Entwicklung dar. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Einschätzungen zu Ratings von Union Investment:

Das Länder-Rating von Union Investment ist lediglich das Ergebnis der für interne Zwecke vorgenommenen Beurteilung der Bonität staatlicher Emittenten und stellt ausschließlich ein Qualitätsurteil im Hinblick auf eine bestimmte Auswahl staatlicher Emittenten dar. Es handelt sich beim Rating um eine eigene Einschätzung der Union Investment Institutional GmbH, mit der keine konkrete Handlungsempfehlung verbunden ist.