

## AKTIEN

# Real Assets könnten eine Alternative sein

September 30, 2019

In Anbetracht der weltweiten Konjunkturabkühlung und der Unruhe unter den Anlegern aufgrund der Handelsspannungen befürworten Ed Perks und Gene Podkaminer von Franklin Templeton Multi-Asset Solutions einen aktiven Investmentansatz. In der aktuellen Ausgabe der Allokationseinschätzungen „Allocation Views“ beschreiben sie sechs große Themen, die ihre derzeitigen Einschätzungen bedingen: langsames weltweites Wachstum, niedrige Inflation, Wirksamkeit der Geldpolitik, Wichtigkeit geschickten Managements, Sachwerte und alternative Wertpapiere, die nicht alternativ genug sind.



[Edward D. Perks, CFA](#)  
[Chief Investment Officer,](#)  
[Franklin Templeton Multi-Asset Solutions](#)



[Gene Podkaminer, CFA](#)  
[Head of Multi-Asset Research Strategies](#)  
[Franklin Templeton Multi-Asset Solutions](#)

## Langsameres globales Wachstum bereitet zunehmend Sorgen

Die weltweite Konjunktur zeigt weiterhin Abwärtsdynamik. Der Warenhandel ist der Übertragungsmechanismus für die schlechter werdende Stimmung – die alles entscheidende Frage ist, ob dem resilienteren Dienstleistungssektor eine Ansteckung durch das verarbeitende Gewerbe droht.

Die Belastung des Wirtschaftssektors Handelsgüter beschränkt sich nicht auf die direkt mit US-amerikanischen Zöllen belegten oder von den chinesischen Vergeltungsmaßnahmen betroffenen Warenströme, sondern zeigt sich großflächiger. So stellen die Drohungen, den Handelsstreit noch auszuweiten, eine direkte Gefahr für die europäischen Autobauer dar. Der Vertrauensschaden hat bereits jetzt Auswirkungen auf die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe, und da die Produktionsaufträge in Deutschland wenig Anzeichen für eine Erholung erkennen lassen, besteht beim Wachstum weiterhin eine Tendenz nach unten.

Mehr Sorge noch bereitet allerdings inzwischen die scheinbare Unlösbarkeit des Konflikts zwischen den USA und China. Wir betrachten die Handelsstreitigkeiten nur als ein Symptom des insgesamt angespannten Verhältnisses zwischen der derzeitigen Weltmacht und ihrer Herausforderin, die die Vormachtstellung für sich in Anspruch nimmt.

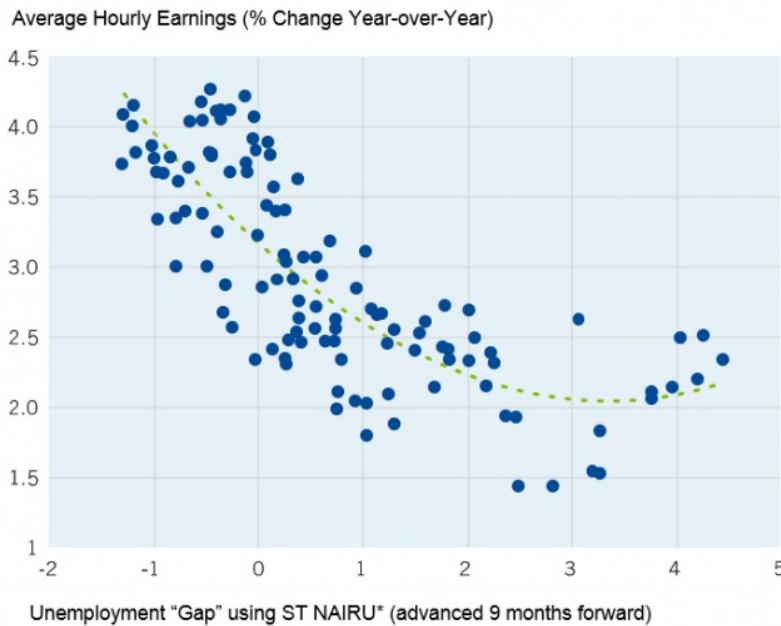
Tritt man jedoch einen Schritt zurück und betrachtet die großen Volkswirtschaften, befinden sich die USA in einer besseren Lage als einige Länder Europas. Dennoch weisen beide Regionen einen hohen Beschäftigungsgrad auf, und das relative Verbrauchervertrauen ist nach wie vor intakt. Dies ist in gewissem Maße Grund für Optimismus.

Auch wenn wir weiterhin nur wenige Anzeichen für spätzyklische Ungleichgewichte sehen und die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession nach wie vor eher gering ist, nehmen die Risiken zu. Je stärker die Handelstätigkeit zurückgeht und je länger dieses Phänomen anhält, desto unwahrscheinlicher wird es, dass die Probleme nicht auch auf die Weltwirtschaft übergreifen.

# Changing Nature of the Phillips Curve

## Unemployment Gap vs. Change in Average Hourly Earnings

January 1990–August 2019



Sources: Bloomberg, Franklin Templeton Capital Markets Insights Group, US Bureau of Labor Statistics, US Congressional Budget Office.

\*ST NAIURU = Short-term Natural Rate of Unemployment

For illustrative purposes only.

## Länderübergreifend niedrige Inflation

Die niedrigen Inflationserwartungen bleiben die größte Sorge der wichtigsten Zentralbanken. In diesem späten Stadium des Konjunkturzyklus ist ein derart begrenzter Einfluss der Arbeitsmarktengpässe auf den Lohnanstieg und letztendlich auf die allgemeinen Inflationsskennzahlen in der Tat unüblich. In Kombination mit dem Gegenwind, dem das weltweite Wachstum ausgesetzt ist, erwächst aus der Unfähigkeit, das vorgesehene Inflationsniveau zu erreichen, die Sorge, dass die Inflationserwartungen keinen „Anker“ mehr haben könnten.

Umfragen zu längerfristigen Inflationserwartungen in den USA verharren in der Nähe historischer Tiefststände und entsprechen einem Niveau, das zuletzt Ende 2016 herrschte. Folglich überrascht es nicht, dass sich die US-Notenbank Fed weiterhin auf dieses Thema konzentriert.

Die Fundamentaldaten der Unternehmen sind trotz des mäßigen globalen Wachstums relativ stark. Aufgrund der Engpässe auf den Arbeitsmärkten vieler Volkswirtschaften erhält die Lohninflation in gewissem Maße Aufwind. Allerdings scheinen die Unternehmen diese Kosten nur eingeschränkt an die Verbraucher weitergeben zu können. Nach einer langen Wachstumsphase haben die Gewinnmargen ihren Höhepunkt erreicht und werden das Gewinnwachstum wahrscheinlich bremsen.

Zusammen mit sich abschwächenden konjunkturellen Inflationstreibern setzen die Preisrückgänge bei Rohstoffen seit Mitte 2018 die Gesamtinflation unter Druck. Die disinflationären Einflüsse der demografischen und technologischen Entwicklung sowie der Globalisierung haben sich nicht ins Gegenteil verkehrt, auch wenn vielleicht ein Teil ihrer Wirkung durch den zunehmenden Protektionismus und durch die Folgen des Populismus aufgehoben wird.

## Geldpolitik nahe an Wirksamkeitsgrenze

Den politischen Entscheidungsträgern stehen schwierige Monate ins Haus. Insgesamt scheinen die Erwartungen der Anleger Preisabschläge für weitere Zinssenkungen durch die Fed, deren Beispiel eine Reihe von Industrie- und Schwellenländern folgt, einzukalkulieren. Allerdings könnte angesichts der aktuellen niedrigen Leitzinsen vielen Zentralbanken die Munition ausgehen. Die Sorge wächst, dass die herkömmlichen politischen Maßnahmen ihre Wirksamkeitsgrenze erreichen. Dies erhöht den Druck auf alternative politische Maßnahmen und schürt bei den Anlegern die Angst vor einer Machtlosigkeit der Politik.

In Europa werden angesichts zunehmender Rezessionsängste Rufe nach der Ergänzung der Geldpolitik durch die Fiskalpolitik laut. Christine Lagarde, die zukünftige Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB), steht einer politischen Abstimmung zwar positiv gegenüber, aber wir sind uns der Schwierigkeiten von Fortschritten in diesem Bereich bewusst. Es könnte der EZB schwerfallen, den für eine frühe Einführung solcher Maßnahmen erforderlichen politischen Konsens zu erreichen, bevor ein stärkerer Abschwung die Angst vor einer neuen Krise im Euroraum anheizt.

Gleichzeitig scheint die Resilienz der Aktienmärkte gegenüber dem sich verlangsamenden weltweiten Wachstum eher auf reichlich Liquidität als auf die erwarteten Unternehmensgewinne zurückzuführen sein. Wir haben Sorge, dass die Zentralbanker kollektiv daran scheitern werden, die Erwartungen der Märkte vollständig zu erfüllen. Dazu kommen der politische Druck auf die Fed und die komplexen Interaktionen zwischen handelspolitischer Rhetorik, Marktstimmung und Geldpolitik, sodass uns weitere plötzliche Aktienkursänderungen nicht überraschen würden.

## **Bedarf an geschicktem Management**

In den letzten Quartalen haben wir immer wieder die anhaltenden Divergenzen zwischen verschiedenen Finanzmärkten und der Weltwirtschaft hervorgehoben. Eine Rückkehr zu langfristigen Niveaus der Marktvolatilität seit Anfang 2018 deutet nach den niedrigeren Niveaus über weite Strecken der letzten zehn Jahre auf eine neue Volatilitätsphase hin.

Der Rückgang der Anleihenrenditen, hervorgerufen durch die Aussicht auf Zollerhöhungen zwischen den USA und China, könnte der Fed den nächsten Schritt zusätzlich erschweren. Die Märkte scheinen bis Ende des Jahres mit einer Reihe sukzessiver Zinssenkungen mit dem Ziel, die Auswirkungen der Handelssorgen zumindest teilweise auszugleichen und einer Eintrübung des Marktvertrauens entgegenzuwirken, zu rechnen. Es sieht zunehmend danach aus, als würde die Fed zu Maßnahmen gedrängt, die sie kaum noch mit ihrem Doppelmandat für stabile Preise und maximale Beschäftigung rechtfertigen kann. Die Folge ist eine Invertierung der Zinsstrukturkurve für US-Staatsanleihen, da die Rendite von zehnjährigen US-Staatsanleihen unter diejenige von Schatzwechseln fiel. Eine solche Entwicklung ist häufig ein Hinweis auf eine bevorstehende Rezession, auch wenn wir an unserer etwas positiveren Sicht auf die US-Wirtschaft festhalten.

Vor dem Hintergrund eines langsameren Wachstums sind globale Aktien unserer Analyse zufolge insgesamt nicht gerade günstig. Jede weitere Enttäuschung der Märkte über die Umsetzung möglicher Zinssenkungen durch die Fed könnte die Marktstabilität beeinträchtigen. Nachdem wir im ersten Halbjahr eine vorsichtigeren Haltung in Bezug auf Risikoanlagen eingenommen haben, sind wir auch weiterhin davon überzeugt, dass geschicktes Management gefragt ist, um die Herausforderungen zu meistern, die sich 2019 stellen.

## **Sachwerte als mögliche Alternative**

Der bei Weitem wichtigste Faktor für den Anstieg der Verbraucherpreise in den letzten Jahren waren die Energiekosten. Der Preis pro Barrel Öl verzeichnete einen starken Anstieg und dann eine Korrektur. Trotz der relativ geringen Gewichtung von Öl im Verbraucherpreisindex (VPI) ist dieser Rohstoff zu einem großen Teil für die Volatilität des VPI-Gesamtwerts verantwortlich. Die deutlich höhere Volatilität von Energie gegenüber den meisten anderen CPI-Bestandteilen ist weder neu noch überraschend. Aus diesem Grund konzentrieren sich Währungshüter und Marktbeobachter tendenziell auf die zugrunde liegende Kerninflation, also den Gesamtwert abzüglich der volatilen Segmente Lebensmittel und Energie.

Die Gesamtinflation hat direkte Auswirkungen auf die Rendite bestimmter Sachwerte. Der Kapitalwert und die Erträge inflationsgebundener Anleihen steigen direkt proportional zum Anstieg des VPI-Gesamtwerts in den USA (oder anderer Preisindizes, denen die Anleihen gewisser Länder folgen), was einen expliziten Inflationsschutz bietet. Aktuell steht zu erwarten, dass sich der Anstieg der Gesamtinflation in den nächsten Monaten verlangsamt, sofern sich die Ölpreise nicht erholen. In ähnlicher Weise kann sich auch ein Preisanstieg aufgrund von Importzöllen unmittelbar auf die Inflation auswirken. Die längerfristigen, dauerhaften Folgen jedoch sind von Änderungen des Verbraucherverhaltens abhängig. Bislang bleiben die längerfristigen Inflationserwartungen relativ gut verankert.

Die marktbasierenden Erwartungen an die Inflation hingegen, die von den Erträgen von Anleihen mit nominaler und realer Rendite abgeleitet werden, sind stark gefallen. Diese sogenannten „Break-even“-Inflationsraten (bei denen die Renditeaussichten für Anleihen mit nominalen und realen Renditen gleich sind) haben unmittelbar auf die jüngsten Rückgänge der Rohstoffpreise reagiert.

Es könnte zu einem weiteren leichten Rückgang bei marktbasierenden Kennzahlen für die langfristigen Inflationsraten kommen, aber wenn die Kennzahl noch deutlich stärker fällt, würde dies eine weniger starke Verankerung der Verbrauchererwartungen erfordern. Eine solche Entwicklung würde wahrscheinlich als Katalysator für weitere geldpolitische Lockerungen durch die führenden Zentralbanken der Welt wirken und könnte großflächige Veränderungen an den Märkten mit sich bringen: schwächere Aktienmärkte oder längerfristig höhere Anleihenrenditen. Dieses Zusammentreffen von „Schocks“ schafft genau das Umfeld, in dem man das

Renditepotenzial verbessern und die Volatilität des Portfolios senken kann, wenn man ein diversifizierendes Wertpapier wie etwa inflationsgeschützte US-Schatzpapiere (TIPS) hält.

## **Steuerung des Risikoprofils - Überlegungen zur Duration**

Wie würden wir ein Engagement verwirklichen, das Inflationsschutz bietet? Wenn wir inflationsgebundene Anleihen aus unseren kurzfristigen Anleihenpositionen kaufen, gehen wir ein zusätzliches Engagement in die Zinssätze ein (Duration<sup>[1]</sup> oder Zinsrisiko sowie Laufzeitaufschlag bei Renditen längerfristiger Titel). Dies könnte die Diversifizierung zum Schutz gegenüber dem Aktienrisiko stärken. Doch vielleicht wollen wir dieses Engagement aufgrund der historisch niedrigen Renditeniveaus nicht noch weiter ausbauen.

Wenn wir zur Finanzierung dieser Position stattdessen andere Anleihen verkaufen, würden wir das Engagement im defensiven Teil des Multi-Asset-Portfolios verkleinern und die Gesamtduration nicht verlängern. Allerdings hätte laut unserer Analysen das Gesamtportfolio eine stärkere Korrelation zu den Aktienmärkten und eine stärker konjunkturelle Ausrichtung, was unserer insgesamt defensiven Positionierung zuwiderläuft. Bei der Entscheidung darüber, wie eine Anlage in inflationsgeschützte Anleihen finanziert werden soll, muss jede Verringerung der Gesamtdiversifizierung genau betrachtet werden.

## **Alternative Wertpapiere, die nicht alternativ genug sind**

Wir gehen davon aus, dass auch manche anderen alternativen Wertpapiere ein unkorreliertes Renditepotenzial aufweisen können. Immobilien etwa wird oft ein gewisser Schutz gegen einen allgemeinen Inflationsanstieg nachgesagt. Allerdings würde die Verlangsamung des weltweiten Wachstums die Zahlungsfähigkeit der Mieter beeinträchtigen und das Risiko einer sinkenden Auslastung mit sich bringen. In ähnlicher Weise könnte wegen der derzeit relativ niedrigen Renditen jeglicher Anstieg der Anleihenrenditen die Immobilienbewertungen unter Druck setzen. Immobilien in direktem Eigentum könnten diesen Sturm überstehen und möglicherweise von einem leichten Anstieg der Inflation sogar profitieren, aber börsennotierte Alternativen wie Immobilienfonds (REITs) wären nach unserer Analyse wegen ihrer aktienähnlichen Eigenschaften anfälliger gegenüber einer Korrektur.

Die allgemeinen Rohstoffpreise schneiden in der Regel in den späteren Phasen des Konjunkturzyklus gut ab, aber seit vergangenem Jahr entwickeln sie sich schwach. Eine stärkere Nachfrage infolge eines erneuten Investitionszyklus würde sie stützen. Oft steigen die Rohstoffpreise aufgrund von Versorgungsengpässen, aber diese werden momentan durch Nachfrageprobleme überlagert, weil China seine Wirtschaft stärker auf den Binnenkonsum ausrichtet. Unsere Einschätzung für Sachwerte wie Rohstoffe bleibt trotz möglicher Diversifizierungsvorteile weniger optimistisch.[\[2\]](#)

Bei genauerem Hinsehen erkennt man, dass bestimmte Rohstoffe alternative Diversifizierungsvorteile bieten könnten. Edelmetalle wie Gold unterliegen nicht unbedingt den gleichen Tendenzen wie Industriemetalle oder Rohstoffe im Allgemeinen.

Wenn an den Finanzmärkten oder in der Geopolitik Spannung herrscht, können sie die wahrgenommenen Vorteile eines sicheren Hafens bieten und werden als Absicherung gegenüber der Entwertung von Fiatgeld betrachtet.[\[3\]](#) Unsere Analyse der Werttreiber für Edelmetalle zeigt, dass diese tendenziell besser abschneiden würden, sollte der US-Dollar abwerten. Außerdem sind sie als Anlage, die keine Erträge generiert, in einer Umgebung mit fallenden Zinsen wettbewerbsfähiger. Aktuell finden wir die spezifischen Vorteile von Gold etwas attraktiver als diejenigen von Rohstoffen im Allgemeinen.

## Commodity Cycles Are not Perfectly Correlated

### Growth Comparison Between Industrial Metals, Gold and Commodities



January 2002–August 2019



Sources: Franklin Templeton Capital Market Insights Group, Bloomberg, Macrobond.

Indexes are unmanaged and one cannot directly invest in an index. They do not include fees, expenses or sales charges. **Past performance is not an indicator or guarantee of future results.**

For illustrative purposes only.

## **WELCHE RISIKEN BESTEHEN?**

**Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des potenziellen Verlusts des Anlagekapitals. Der Wert von Anlagen kann fallen oder steigen, und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück.** Die Positionierung eines bestimmten Portfolios kann aufgrund verschiedener Faktoren von den hier dargelegten Informationen abweichen, so z. B. aufgrund der Allokationen aus dem Kernportfolio und spezifischer Anlageziele, Richtlinien, Strategien und Beschränkungen eines Portfolios. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Prognosen, Projektionen oder Schätzungen als richtig erweisen. Aktienkurse schwanken mitunter rasch und heftig. Das kann an Faktoren liegen, die einzelne Unternehmen, Branchen oder Sektoren betreffen, oder an den allgemeinen Marktbedingungen. Anleihenkurse entwickeln sich im Allgemeinen entgegen der Zinsen. Wenn sich also die Anleihenkurse in einem Anlageportfolio den steigenden Zinsen anpassen, kann der Wert des Portfolios sinken. Die Anlage im Ausland ist mit besonderen Risiken verbunden, z. B. Währungsschwankungen, wirtschaftlicher Instabilität und politischen Entwicklungen. Anlagen in Schwellenländern, zu denen als Untergruppe die Grenzmärkte gehören, sind aufgrund derselben Faktoren mit erhöhten Risiken verbunden. Hinzu kommen Gefahren, die durch die geringere Marktgröße, die niedrigere Liquidität und das Fehlen von gefestigten rechtlichen, politischen, wirtschaftlichen und sozialen Rahmenbedingungen zur Stützung der Wertpapiermärkte dieser Länder entstehen. Da diese Rahmenbedingungen in Grenzländern in der Regel noch geringer ausgeprägt sind und diverse Faktoren vorliegen, wie gesteigertes Potenzial für extreme Preisschwankungen, Illiquidität und Handelsbarrieren und Wechselkurskontrollen, werden die mit Schwellenländern verbundenen Risiken in Grenzländern verstärkt. Derivate, wie zum Beispiel Strategien zum Währungsmanagement, sind mit Kosten verbunden und können in einem Portfolio eine wirtschaftliche Hebelkraft entfalten, was erhebliche Volatilität verursachen und dazu führen kann, dass das Portfolio stärker an Verlusten teilhat (oder auch höhere Gewinne erzielt), als das mit der eigentlichen Investition der Fall wäre. Wenn ein Kontrahent nicht die zugesicherte Leistung erbringt, verfehlt eine Strategie unter Umständen den erwarteten Nutzen oder realisiert Verluste. Währungskurse können innerhalb kurzer Zeiträume stark schwanken und die Erträge verringern. Anlagen im Rohstoffsektor bergen spezifische Risiken, unter anderem weil sie stärker auf widrige, den Sektor betreffende wirtschaftliche und regulatorische Entwicklungen reagieren. Die Preise solcher Wertpapiere können deshalb vor allem kurzfristig schwanken. Immobilienpapiere bergen besondere Risiken, etwa Wertrückgänge des Immobilienobjekts und eine größere Empfindlichkeit gegenüber wirtschaftlichen oder regulatorischen Entwicklungen, die den Sektor beeinträchtigen. Bei Anlagen in REITs bestehen zusätzliche Risiken, weil REITs in der Regel nur in eine beschränkte Anzahl von Projekten oder in ein bestimmtes Marktsegment investieren. Sie reagieren daher im Vergleich zu breiter diversifizierten Anlagen stärker auf widrige Entwicklungen, die einzelne Projekte oder Marktsegmente betreffen.

## **WICHTIGE HINWEISE**

*Diese Unterlagen sollen ausschließlich allgemeinem Interesse dienen und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer Anlagestrategie zu verstehen. Sie stellen auch keine Rechts- oder Steuerberatung dar.*

*Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen sind die des Anlageverwalters, und Kommentare, Meinungen und Analysen geben die aktuelle Einschätzung zum Erscheinungsdatum wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar.*

**Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, einschließlich des möglichen Verlusts der Kapitalsumme.**

*Bei der Erstellung dieses Materials wurden möglicherweise Daten von Dritten genutzt. Franklin Templeton Investments („FTI“) hat diese Daten nicht unabhängig begutachtet, validiert und überprüft. FTI haftet für keinerlei Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Es liegt im alleinigen Ermessen des Nutzers, auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Material zu vertrauen.*

*Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in allen Ländern verfügbar und werden außerhalb der USA von verbundenen Unternehmen von FTI und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren professionellen Berater oder an Ihre Kontaktperson für institutionelle Anleger bei Franklin Templeton.*

*CFA® und Chartered Financial Analyst® sind Marken des CFA Institute.*

[1] Die Duration ist ein Maß für die Kurssensibilität einer festverzinslichen Anlage gegenüber Zinsänderungen. Sie wird in Jahren angegeben.

[2] Diversifizierung ist keine Gewinngarantie und bietet keinen Schutz vor Verlusten.

[3] Fiatgeld ist nicht durch einen physischen Rohstoff abgesichert. Die meisten modernen Papierwährungen wie der US-Dollar und der Euro sind Fiatgeld. Sie werden von einem Staat ausgegeben, der die Gültigkeit dieser Währung bei der Nutzung für den wirtschaftlichen Handel garantiert.