

5-JAHRES-AUSBLICK „EXPECTED RETURNS“

# Zeitalter der Verunsicherung

ZUSAMMENFASSUNG

2023  

---

2027

## Zusammenfassung

## Zeitalter der Verunsicherung

Marketingmaterial für  
professionelle Investoren,  
nicht zur Weitergabe an Dritte

Um 1720 schrieb Johann Sebastian Bach, wohl einer der größten Komponisten aller Zeiten, eine bemerkenswert komplexe Fuge in h-Moll. Diese ist nicht nur vierstimmig, sondern enthält auch ein Thema, in dem alle zwölf Stufen der chromatischen Tonleiter verwendet werden, was zur damaligen Zeit beispiellos war. Da das Thema alle Töne der Oktave umfasst, scheint es der Fuge völlig an Harmonie zu mangeln. Deshalb tat einer der zeitgenössischen Kritiker Bachs die Fuge als „konfus“ ab. Jedoch erwies sie sich als revolutionär. An der Grenze zur Atonalität deutete sie einen Paradigmenwechsel in der Musik an, der erst zwei Jahrhunderte später eintreten sollte, als Arnold Schönberg sich von dieser Fuge inspirieren ließ, um atonale Musik zu komponieren und den etablierten Bereich der tonalen Musik zu verlassen.

## ZUSAMMENFASSUNG

Bachs Fuge hallt auf den heutigen Finanzmärkten deutlich nach. Angesichts der zahlreichen und andauernden Schocks der jüngsten Zeit herrscht ein Gefühl der Orientierungslosigkeit. So ist die Volatilität an den Anleihenmärkten angesichts des höchsten Stands der Inflation in den USA und des niedrigsten Wirtschaftswachstums in China seit 40 Jahren enorm angestiegen. Analog zu den vier verschiedenen Stimmen in Bachs Fuge folgten an den Finanzmärkten in diesem Jahr vier verschiedene Regime in rascher Abfolge aufeinander. Im bisherigen Jahresverlauf kam es zu steigenden Nominalrenditen bei US-Staatsanleihen und sinkenden Credit-Spreads (Risk-on-Regime), sinkenden Staatsanleihen-Renditen und steigenden Credit-Spreads (Risk-off-Regime), steigenden Staatsanleihen-Renditen und steigenden Credit-Spreads (Quantitative Tightening-Regime) sowie sinkenden Staatsanleihen-Renditen und sinkenden Credit-Spreads (Quantitative Easing-Regime).

Unser letzter 5-Jahres-Ausblick mit dem Titel „The Roasting Twenties“ hatte den Untertitel „Es wird hitzig“. Leider müssen wir ein Jahr später feststellen, dass sich die Lage wie in einem Schnellkochtopf aufgeheizt hat, nicht nur wegen der globalen Erwärmung. Ein heißer Krieg in Europa, der eine Energiekrise, eine Nahrungsmittelkrise und zweistellige Inflationsraten in den entwickelten Volkswirtschaften nach sich gezogen hat, waren zweifellos nicht vorgesehen. Während das Coronavirus auf dem Weg zu sein scheint, endemisch zu werden, macht es China, das den größten Beitrag zum globalen Wachstum leistet, immer noch zu schaffen. Das Land hat zudem mit einer Immobilienkrise sowie einer Dürre zu kämpfen.

### Im Zeitalter der Verunsicherung dreht sich alles um Vielschichtigkeit, Persistenz und Reaktionen

Unseres Erachtens sind wir in das Zeitalter der Verunsicherung eingetreten. Verunsicherung aufgrund der vielen veränderlichen Aspekte, mit denen die Marktteilnehmer zurecht kommen müssen. Dies führt zu stärker als üblich voneinander abweichenden Meinungen der Analysten in Bezug auf wichtige Wegweiser wie die Wirksamkeit der Geld- und Fiskalpolitik, Klimawandel, Auswirkungen der Energie- und Lebensmittelpreise, Wachstumspfad in China, Schuldenüberhang, Zombifizierung von Unternehmen und Geopolitik. Diese erhöhte Unsicherheit spiegelt sich darin wider, dass sich die Volatilität der Analystenprognosen für die globalen 12-Monats-Gewinnschätzungen im Vergleich zu den Werten vor der Coronavirus-Krise fast verdoppelt hat. Das Zeitalter der Verunsicherung wird bestimmt von der Vielschichtigkeit der jüngsten Schocks, ihrer Persistenz und den Reaktionen auf diese Schocks. Wir registrieren Verunsicherung vor allem im Hinblick auf drei zentrale Aspekte: mangelhaftes Verständnis der Inflation, Trendwende in der Geldpolitik und anhaltende Debatte darüber, ob das Zeitalter der „Great Moderation“ zu Ende ist.

### Mangelhaftes Verständnis der Inflation

Erstens besteht Verunsicherung hinsichtlich der Ursachen der Inflation und zwar vor allem auf Ebene der Notenbanken.

Während US-Notenbankchef Powell Anfang 2021 sagte, dass wir vielleicht die vom Monetarismus vertretene Lehre vom Verhältnis zwischen Geldmengenaggregaten, Output und Inflation „verlernen“ sollten, waren andere (ehemalige) Zentralbanker wie Mervyn King anderer Auffassung. Sie vertraten die Ansicht, dass Milton Friedmans berühmter Ausspruch, dass „Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen ist“, noch gültig ist und dass die Zentralbanken im Zuge der Rezession während der Coronavirus-Krise keine zusätzliche Geldschöpfung hätten betreiben sollen. In Kapitel Vier zeigen wir, dass es nicht ratsam ist, die Lehre von Friedman zu ignorieren, auch wenn die Geldumlaufgeschwindigkeit niedrig ist.

Natürlich besteht auch Verunsicherung im Hinblick auf den zukünftigen Inflationspfad. Die Einschätzung von Zentralbankvertretern im letzten Jahr, wonach die beschleunigte Inflation nur „vorübergehend“ sei, ist von der Realität widerlegt worden. Powell musste eingestehen: „Ich glaube, wir wissen nun besser, wie wenig wir über Inflation wissen“. Die großen

## ZUSAMMENFASSUNG

Zentralbanken sind bei ihren Prognosen demselben Irrtum erlegen: Sie geben lediglich ein Inflationsziel an und basieren ihre Modelle auf der Annahme, dass die Inflation auf lange Sicht immer auf 2 Prozent sinken wird. Auf diese Weise haben die Zentralbanker bei der Erholung nach der Pandemie die Gelegenheit zum Handeln verpasst, sodass sie hinter der Entwicklung zurückblieben. Letztlich gehen die Zentralbanker nicht nur das Risiko ein, dass die geldpolitische Transmission nicht mehr funktioniert, wenn die Inflationserwartungen nicht mehr verankert sind; sie riskieren auch ihre eigene Glaubwürdigkeit als Kämpfer gegen die Inflation. In diesem Jahr haben die Zentralbanker dieses Risiko klar erkannt, indem sie das Wort „vorübergehend“ aus ihrem Wortschatz gestrichen und eine rasche Straffung ihrer Geldpolitik eingeleitet haben.

In der letztjährigen Ausgabe dieser Publikation warnten wir davor, dass sich „die Inflation als weniger vorübergehend erweisen könnte als angenommen“, da wir davon ausgingen, dass die im historischen Vergleich hohe gesamtwirtschaftliche Unsicherheit infolge des Coronavirus-Schocks eine längere und anhaltendere Phase der wirtschaftlichen Neuausrichtung darstellt. Zuversichtlich stimmt, dass die Wiederherstellung des Gleichgewichts bereits im Gange ist. So lässt der Druck auf die Lieferketten nach, was sich in rückläufigen Frachtgebühren und sinkenden Preisen für Kernprodukte zeigt. Auf der Nachfrageseite ist es zu einer Normalisierung des außergewöhnlich hohen Güterkonsums im Zeitraum 2020/2021 gekommen. Der reale Ölpreis ist gesunken, und die Basiseffekte des im Jahresvergleich nachlassenden Ölpreises auf die Gesamtinflation werden deutlicher. Dies dürfte den Zentralbanken das Leben etwas leichter machen.

Allerdings gibt es ein Hindernis. Zum jetzigen Zeitpunkt hätten die Basiseffekte der Energiepreise bereits zu sinkender Verbraucherpreisinflation führen müssen, aber diese Effekte wurden durch gegenläufige Reaktionen<sup>1</sup> überlagert: Angesichts gestiegener Lebenshaltungskosten reagieren die Wirtschaftsteilnehmer mit der Forderung nach einem Ausgleich über die Löhne und die Indexierung der Renten. Die Reaktionsmuster deuten darauf hin, dass der nach dem Inflationshöhepunkt einsetzende Rückgang der Preissteigerungsraten erratisch verlaufen könnte. Dies bedeutet, dass die Inflation nicht automatisch in Richtung der Ziele der Zentralbanken zurückgeht. Selbst wenn die exogenen Inflationsschocks (Nahrungsmittel/Energie) bis 2023 abklingen, führt die Reaktion der inländischen Produzenten und Verbraucher zu endogenen Effekten, da die inländischen Inflationsquellen (Dienstleistungen, Mieten) an Bedeutung gewinnen. Ein Rückgang der Inflationsraten (Disinflation) beantwortet noch nicht die Frage, auf welchem Niveau sich die Inflation auf mittlere Sicht bewegen wird. Nachdem die Finanzmärkte im Jahr 2022 sowohl von der Vielzahl als auch von der Hartnäckigkeit der Schocks überrascht wurden, könnten die Reaktionen angesichts der größeren Verhandlungsmacht von Arbeitnehmern gegenüber Unternehmen zu einer längeren Phase der Verunsicherung über die Inflation führen. Zwar meinen wir, dass einer Verfestigung der Inflation einiges entgegensteht und Rezessionen, die wir in jedem Szenario auf die eine oder andere Weise erwarten, in hohem Maße disinflationär wirken. Dennoch ist eine Rechtsschiefe der Verteilung der erwarteten Inflationshäufigkeit für die entwickelten Volkswirtschaften ein zentrales Thema im Zeitraum 2023-2027.

1. Volkswirtschaftlicher Begriff, der von George Soros in seinem Buch „The alchemy of finance“ (1987) geprägt wurde.

### Richtungswechsel in der Geldpolitik

Der zweite Grund, warum wir in ein Zeitalter der Verunsicherung eintreten, ist der, dass der Übergang von der quantitativen Lockerung zur quantitativen Straffung der Geldpolitik durch die Zentralbanken einen für die Finanzmärkte wichtigen Regimewechsel bedeutet. Verantwortlich dafür ist, dass sich gemessen an den Inflationsrisikoprämien die jahrzehntelang bestehenden Deflationsbefürchtungen in Inflations Sorgen verwandelt haben. Infolgedessen entfällt die Notwendigkeit künstlich niedrig gehaltener Zinsen und unkonventioneller Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik. Wir bewegen uns hier auf weitgehend unbekanntem Terrain. Gewöhnt an die Stützungsmaßnahmen der US-Notenbank

## ZUSAMMENFASSUNG

haben die Marktteilnehmer schlechte gesamte geschäftliche Nachrichten insoweit positiv interpretiert, als diese noch mehr Lockerungen der Geldpolitik erwarten ließen. Eine ganze Generation von Händlern, und diesbezüglichen Algorithmen, ist daran gewöhnt worden, dass der Anteil der Notenbankbilanzen am BIP weiter steigt. Diese Aufwärtstrend hat zu einem starken Anstieg der Vermögenspreise geführt. Es sei darauf hingewiesen, dass das Standard-KGV der im S&P 500 Index enthaltenen Aktien trotz des im letzten Jahr beobachteten erheblichen Rückgangs der Bewertungen immer noch um 97 Prozent gegenüber November 2008 gestiegen ist, seit der damalige Chef der US-Notenbank, Ben Bernanke, erstmals eine Lockerung der Geldpolitik ankündigte. Zwar dürfte sich der Trend zur Ausweitung der Zentralbankbilanzen bald umkehren. Jedoch ist es zu einfach anzunehmen, dass die Straffung der Geldpolitik spiegelbildlich zur vorangegangenen Lockerung erfolgt und daher alles bereits vollständig in den aktuellen Bewertungen berücksichtigt ist. Die Erfahrungen während der moderaten Straffung der Geldpolitik in den USA im Zeitraum von 2017-2019 haben gezeigt, dass die Auswirkungen auf das Liquiditätsumfeld eine asymmetrische negative Tendenz aufweisen. In einer Situation, in der die Inflationsrisiken eher nach oben gerichtet sind, werden schlechte Konjunkturdaten letztlich auch als schlechte Nachrichten wahrgenommen werden.

### Ende der „Great Moderation“?

Drittens haben die Vielschichtigkeit, Persistenz und die Reaktionen, die sich aus den jüngsten Schocks ergeben, eine ausgeprägte Makrodebatte darüber ausgelöst, ob die „Great Moderation“ zu Ende ist. Auch wenn die Verunsicherung an sich schon ein Hinweis auf einen beginnenden Paradigmenwechsel sein könnte, reicht sie allein nicht aus. Wir stellen fest, dass die Zukunft weniger vorhersehbar geworden ist, und bleiben hinsichtlich eines Regimewechsels in den nächsten fünf Jahren unentschlossen, auch wenn klar ist, dass die „Great Moderation“ von Phasen der Stagflation unterbrochen wird.

Behauptete weitreichende Paradigmenwechsel erfordern ein erhebliches Maß an Evidenz. Unseres Erachtens fehlt es an Hinweisen darauf, dass wir uns an einem Wendepunkt befinden, wo die Reaktionen auf die gestiegene Inflation diese in den entwickelten Volkswirtschaft außer Kontrolle geraten lassen. Sollte sich der anhaltende demografische Umschwung in China, dem wichtigsten Wachstumsmotor der Welt, letztlich als disinflationär erweisen, da der anhaltende Schuldenabbau im enormen chinesischen Immobiliensektor das Konsumwachstum dämpft, könnte sich die „Great Moderation“ durchaus fortsetzen. Wenn andererseits allzu stark am Wachstum orientierte Zentralbanken zu früh umschwenken und den Straffungszyklus abbrechen, ohne der Inflation bei einer Erholung in China die Dynamik zu nehmen, werden wir uns wahrscheinlich immer mehr von der Ära der „Great Moderation“ verabschieden.

### Unsere Szenarien

Was bedeutet all dies für unsere Szenarien? In unserem Basisszenario, **einer harten Landung der Konjunktur, welche die Inflation dämpft**, erwarten wir eine unstete längere Erholung der Weltwirtschaft, nachdem eine US-Rezession im Jahr 2023 die Nachfrage so weit abkühlt, dass die Inflation nachlässt. Die Zinssenkungen der US-Notenbank während der nächsten Rezession dürften dennoch von Vorsicht geprägt sein, da die Inflation voraussichtlich noch leicht erhöht bleibt (durchschnittlich 2,6 Prozent im Zeitraum 2023-2027). Investitionen zwecks Wiederherstellung der Lieferketten zielen auf mehr Widerstandsfähigkeit ab, beeinträchtigen aber auch die Effizienz. Drei Triebkräfte - niedrige Realzinsen, gestiegene Ersparnisse und bezahlbarer Wohnraum -, die in den entwickelten Volkswirtschaften in den nächsten fünf Jahren für überdurchschnittliches Konsumwachstum sorgen könnten, haben an Dynamik verloren. Daher haben wir das erwartete reale Wirtschaftswachstum in den USA über die nächsten fünf Jahre von durchschnittlich 2,3 Prozent auf einen unter dem Trend liegenden Wert von 1,75 Prozent p.a. herabgesetzt. Eine ungünstiger werdende demographische Struktur in China wird das reale Wachstum dort auf unter 5 Prozent pro Jahr sinken lassen.



## ZUSAMMENFASSUNG

In unserem optimistischen Szenario, den **Silver Twenties**, erwarten wir einen positiven Ausgang der zahlreichen Schocks der letzten Zeit. So erwarten wir einen Wiederanstieg des realen BIP in den USA im Jahr 2024 auf 3,75 Prozent und einen soliden, oberhalb des Trendwachstums liegenden durchschnittlichen BIP-Zuwachs von 2,75 Prozent im Zeitraum von 2023-2027. Dem liegt unsere Einschätzung zugrunde, dass Innovationen infolge von „grünen“ Investitionen sowie ein genereller Investitionsboom nach der Coronavirus-Krise sich letztlich in den Produktivitätsdaten niederzuschlagen beginnen. Das jüngst in den USA verabschiedete Gesetz zur Senkung der Inflation (Inflation Reduction Act) wird voraussichtlich zu einem zyklischen Aufschwung bei den Umweltinvestitionen führen. Europa verstärkt seine Bemühungen, seine Abhängigkeit von Russland als bedeutender Energielieferant zu beenden und strategisch unabhängig zu werden. Dazu werden Terminals für Flüssiggasimporte gebaut und parallel langfristige Lieferverträge für Flüssiggas abgeschlossen. Gleichzeitig trägt die Initiative „REPowerEU“ zum „Europe's Fit for 55“-Ziel bei. China gelingt es, bis 2023 die Herdenimmunität gegenüber dem Coronavirus und einen kontrollierten Schuldenabbau im Immobiliensektor zu erreichen, sodass das jährliche Wachstumsziel der chinesischen Wirtschaft von 5,5 Prozent erreicht werden kann.

In unserem negativen Szenario, den **Stag Twenties**, erwarten wir, dass die derzeitige globale Straffung der Geldpolitik und eine daraus resultierende Rezession im Jahr 2023 nicht ausreichen, um der Inflation ihrer Dynamik zu nehmen. In diesem Szenario materialisieren sich unzählige Risiken, da es zu starken Reaktionen kommt, sowohl an den Finanzmärkten als auch in der Realwirtschaft. Wie im Fall der Straffung der US-Geldpolitik unter dem damaligen Notenbankchef Volcker in den 1980er Jahren sind zwei Rezessionen erforderlich, um die Inflation zu bändigen. Die US-Notenbank zeigt im Zuge des laufenden Straffungszyklus eine erhöhte Sensibilität im Hinblick auf das Wachstum und senkt die Leitzinsen für die USA in der Rezessionsphase 2023-2024 stärker als in unserem Basisszenario. Dennoch hält die Rezession länger an, da sich das Verbrauchervertrauen aufgrund der hohen bisherigen Inflation nicht so schnell erholt wie in den anderen Szenarien.

Da vor dem Hintergrund erhöhter geopolitischer Spannungen die Probleme auf der Angebotsseite anhalten, beschleunigt sich die Kerninflation bis 2025 wieder auf 4,75 Prozent. Dies beginnt dann der US-Notenbank erhebliche Sorgen zu bereiten, weshalb sie eine aggressive Straffung ihrer Geldpolitik startet. Bei den Renditekurven kommt es erneut zu einer Inversion und eine abermalige, diesmal ausgeprägtere Rezession setzt etwa 2026/2027 ein. Das durchschnittliche annualisierte BIP-Wachstum auf 5-Jahres-Sicht liegt am unteren Ende seiner historischen Bandbreite. So wächst das BIP in den USA im Zeitraum von 2023-2027 nur um jährlich 0,95 Prozent.

Aus heutiger Sicht ist es durchaus denkbar, dass in den nächsten fünf Jahren weitere extreme und unterschiedliche Szenarien eintreten, die von einer regelrechten Deflation nach einer harten Landung der Konjunktur bis hin zu einer wirtschaftlichen Situation reichen, in der sich eine Inflationsmentalität einstellt und damit ein Wendepunkt erreicht wird, an dem die Inflation außer Kontrolle gerät. Solche Entwicklungen sind zwar plausibel, unseres Erachtens aber wenig wahrscheinlich und gehen mit sehr instabilen Gleichgewichten einher.

### Niedrige bis negative Realrenditen, verringerte Risikoprämien

Wie bleiben Anleger in einer Ära der Verwirrung auf dem richtigen Kurs? Indem sie die Entwicklungen mit Blick auf die Vielschichtigkeit der Phänomene, deren Persistenz und die Reaktionen darauf betrachten. Verunsicherung auf den Finanzmärkten ist nichts Neues, sondern gehört für Anleger seit Anbeginn zum Leben. Das beweist Jose De La Vegas Buch von 1688 über die erste Börse der Welt in Amsterdam im 17. Jahrhundert mit dem *Confusion de Confusiones*. Verunsicherung lässt für aktive Investoren Chancen entstehen. Aus Finanzmarktperspektive könnte die Ära der Verunsicherung durchaus zu einer Phase

## ZUSAMMENFASSUNG

der Alpha-Chancen für fähige aktive Investoren werden, während die Liquiditätsflut nachlässt, mit der leicht Geld zu verdienen war.

Wir gehen davon aus, dass die Renditen von Vermögenswerten in Euro mit Ausnahme von Rohstoffen in den kommenden fünf Jahren unter ihren langfristigen historischen Durchschnittswerten bleiben werden. Dies ist vor allem auf den unter dem Steady-State-Niveau liegenden risikofreien Zins und in einigen Fällen auf gesunkene Risikoprämien zurückzuführen. Für in US-Dollar rechnende Anleger mit einem internationalen Portfolio sind die Perspektiven günstiger. So erwarten wir, dass andere Währungen gegenüber dem Dollar aufwerten und dessen Aufschwung in den nächsten fünf Jahren endet.

### Renditeerwartungen 2023-2027

	Über fünf Jahre erwartete annualisierte Renditen	
	EUR	USD
<b>Anleihen</b>		
Liquide Mittel	1,00%	2,50%
Staatsanleihen (AAA-Rating)	-0,50%	3,25%
Globale Staatsanleihen (entwickelte Länder, abgesichert)	1,00%	2,50%
Staatsanleihen aus Schwellenländern (Lokalwährung)	2,75%	5,75%
Globale Investment-Grade-Unternehmensanleihen (abgesichert)	1,75%	3,25%
Globale Hochzinsanleihen (abgesichert)	2,75%	4,25%
<b>Aktien</b>		
Aktien aus entwickelten Ländern	4,00%	7,25%
Aktien aus Schwellenländern	5,25%	8,25%
REITs	3,75%	6,75%
Rohstoffe	4,00%	7,00%
<b>Verbraucherpreise</b>		
Inflation	2,25%	2,75%

Quelle: Robeco. September 2022. Der Wert Ihrer Investments kann schwanken und Schätzungen der Wertentwicklung beinhalten keine Garantie für zukünftige Erträge.

Unsere Renditeerwartungen für Aktien haben wir leicht um 0,25 Prozentpunkte gesenkt, sodass sich für ein Portfolio aus Aktien entwickelter Länder ein durchschnittlicher nominaler Gesamtertrag in Euro von voraussichtlich 4 Prozent ergibt. Der Anstieg der nominalen risikofreien Zinsen seit September 2021 hat zu einer Anhebung der Renditeerwartungen für viele Anlagegattungen geführt. Erheblich erhöht haben wir mit einem Wert von 1,5 Prozent (abgesichert gegen Euro) die Prognose für Staatsanleihen aus entwickelten Ländern.

Im Vergleich zu den letzten Jahren dürfte sich das Eingehen von Aktienmarktrisiken in entwickelten Ländern im Vergleich zu Anleihenrisiken etwas weniger auszahlen. Seit der ersten Ausgabe von „Expected Returns“ vor zwölf Jahren projizieren wir erstmals, dass die Risikoprämie von Aktien aus entwickelten Ländern für einen Euro-Anleger unter dem Steady State-Mehrertrag liegen wird. Ein Grund dafür ist der, dass wir eine Veränderung der Volatilität der Verbraucherausgaben erwarten. Dies rechtfertigt eine höhere mittelfristige Aktienrisikoprämie als die, welche aktuell am Markt impliziert ist. Was die Aussichten im Hinblick auf den nominalen absoluten Ertrag angeht, gibt es bei den traditionellen Anlageklassen nach wie vor kaum eine Alternative zu Aktien. Lediglich Rohstoffe liegen aus Sicht eines Euro-Anlegers mit den erwarteten Aktienrenditen gleichauf.

## ZUSAMMENFASSUNG

Der Erhalt der realen Kaufkraft für ein global diversifiziertes Portfolio stellt eine Herausforderung dar. So weist ein global diversifiziertes Portfolio aus Aktien und Anleihen nach unseren Erwartungen eine reale, d.h. inflationsbereinigte Rendite von -2,9 Prozent pro Jahr auf, wenn die jährliche Inflationsrate über 4 Prozent liegt. Anders gesagt sind Phasen erhöhter Inflation mit Blick auf die Kaufkraft der Anleger mit Abstand am ungünstigsten. Mit Ausnahme unseres optimistischen Szenarios sehen wir die Inflation in den Industrieländern im Bereich von 2,5 Prozent bis 5 Prozent. Dies stellt eindeutig auch eine Herausforderung im Hinblick auf die Portfoliodiversifizierung dar, da Aktien und Anleihen aus entwickelten Ländern in diesem Inflationsband tendenziell positiv korreliert sind. Die Suche nach alternativen Assets zur Absicherung des Aktienrisikos wird daher anhalten. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass wir unsere Immobilienmarktprognose nicht gesenkt haben. Dagegen rechnen wir bei Rohstoffen trotz der in den letzten beiden Jahren verzeichneten Superzyklus-Renditen immer noch mit Steady-State-ähnlichen Renditen.

Bachs letzte h-Moll-Fuge aus *Das Wohltemperierte Klavier* stellte das herrschende Paradigma der Musikwelt des 18. Jahrhunderts infrage und inspirierte Beethoven, Mendelssohn und viele andere Komponisten in späteren Jahrhunderten. Dennoch hat Bach die Dinge nicht auf den Kopf gestellt, denn seine Kompositionen blieben letztlich tonal. Ebenso wird das Zeitalter der Verunsicherung die Grundlagen der Great Moderation, die wir in den letzten 40 Jahren genossen haben, infrage stellen und umgestalten, aber vielleicht noch nicht umstürzen. ●



# Wichtige Informationen

Diese Unterlage wurde von Robeco Institutional Asset Management B.V. („Robeco“) erstellt. Gemäß §63 Abs. 6 WpHG (§49 WAG 2018 für Anleger aus Österreich) weisen wir darauf hin, dass es sich bei den Inhalten dieser Unterlage um eine Werbemitteilung handelt, die nicht Ihre persönlichen Umstände berücksichtigt. Diese Unterlage wurde nicht als Empfehlung im Sinne der Verordnung (EU) No 596 (2014) erstellt und stellt keine Finanzanalyse dar. Entsprechend wurde sie nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Gewährleistung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt. Einem Verbot des Handels vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt sie nicht. Diese Werbemitteilung berücksichtigt keinerlei persönliche Umstände und ist keine Anlageberatung. Insbesondere stellt diese Werbemitteilung keine Empfehlung oder ein konkretes rechtliches Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die Informationen in dieser Unterlage wurden von Robeco zusammengestellt und dienen lediglich zur Information ohne Anspruch auf Vollständigkeit. Sie basiert auf den Angaben, die Robeco zur Verfügung stehen. Wo erforderlich, können Angaben auf anwendbaren und brauchbaren Schätzungen, jeweils nach Auffassung des Fondsverwalters bzw. Robeco, basieren. Die Angaben in dieser Unterlage basieren im Wesentlichen auf Marktdaten, die zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage erhoben wurden und sich jederzeit ändern können. Robeco macht in Bezug auf die Richtigkeit oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Information keine Zusicherungen oder Gewährleistungen. Alle Angaben wurden mit größter Sorgfalt zusammengestellt und stammen von Robeco oder aus Quellen, die Robeco für zuverlässig und vertrauenswürdig erachtet. Dennoch übernimmt Robeco keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Sachdienlichkeit der hierin bereitgestellten Informationen. Allein maßgeblich sind die im aktuell gültigen Verkaufsprospekt des in dieser Unterlage beschriebenen Produktes enthaltenen Angaben und Bedingungen. Weder Robeco noch ihre Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter haften für Informationen bzw. für die in diesem Dokument geäußerten Aussagen, die ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden können. Robeco übernimmt keine Verpflichtung, solche Aussagen angesichts neuer Informationen oder künftiger Ereignisse anzupassen. Zukunftsgerichtete Aussagen beinhalten naturgemäß Risiken und Unsicherheitsfaktoren. Eine Vielzahl wichtiger Faktoren kann dazu beitragen, dass die tatsächlichen Ergebnisse erheblich von zukunftsgerichteten Aussagen abweichen. Sofern diese Unterlage Angaben zur tatsächlichen oder simulierten Wertentwicklung eines Finanzinstruments enthält, sind diese Angaben kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung des Finanzinstruments und lassen auch keine Rückschlüsse auf dessen zukünftige Wertentwicklung zu. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für die Zukunft. Der Wert einer Anlage in dem in dieser Unterlage dargestellten Produkt kann schwanken und der Rücknahmeerlös unter Umständen unter dem eingesetzten Kapital eines Anlegers

liegen. Eine ausführliche Darstellung der Risiken, die mit einer Anlage in dem hierin dargestellten Produkt verbunden sind und die ein interessierter Anleger vor einer Investition kennen sollte, ist in dem einschlägigen Verkaufsprospekt enthalten. Der englischsprachige Verkaufsprospekt sowie die deutschsprachigen wesentlichen Anlegerinformationen für das in dieser Unterlage beschriebene Produkt sind erhältlich im Internet unter [www.robeco.de](http://www.robeco.de) sowie kostenlos elektronisch oder in Papierform bei Robeco Deutschland, Taunusanlage 19, 60325 Frankfurt am Main. Anleger aus Österreich können den englischsprachigen Prospekt sowie die deutschsprachigen wesentlichen Anlegerinformationen zudem auch bei der österreichischen Zahlstelle des Fonds, [UniCredit Bank Austria AG, Schottengasse 6-8, A-1010 Wien / Raiffeisen Bank International AG, Am Stadtpark 9, A-1030 Wien], erhalten. Robeco Institutional Asset Management B.V., Rotterdam (Handelsregister Nr. 24123167) ist bei der niederländischen Finanzaufsichtsbehörde in Amsterdam registriert. Sämtliche Urheberrechte, Patente, intellektuelle und sonstige Eigentumsrechte, die auf den Inhalt dieser Information Anwendung finden, wurden von Robeco erworben und gehören Robeco. Es werden Rechte in Lizenzen weder abgegeben noch zuerkannt.

Stand aller Angaben, soweit nicht anders angegeben: Q2 2022

## **Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in der Schweiz**

Dieses Dokument wird von Robeco und/oder seinen verbundenen, angeschlossenen Tochtergesellschaften verteilt. Der Inhalt dieses Dokuments basiert auf Informationsquellen, die als zuverlässig angesehen werden, und erfolgen ohne jegliche Gewähr. Alle Meinungen, Schätzungen oder Prognosen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden, und es wird erwartet, dass die Leser dies bei der Entscheidung über die Gewichtung des Inhalts des Dokuments berücksichtigen. Dieses Dokument soll professionellen Anlegern nur zum Zweck der Vermittlung von Marktinformationen, wie sie von Robeco interpretiert werden, zur Verfügung gestellt werden. Es wurde von Robeco nicht als Anlageberatung oder Anlagerecherche/-forschung erstellt und sollte auch nicht als solche ausgelegt werden. Es stellt keine Anlageempfehlung zum Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere oder Anlageprodukte und/oder zur Anwendung einer Anlagestrategie und/oder Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung dar. Robeco haftet nicht für Schäden, die sich aus der Verwendung dieses Dokuments ergeben. Alle Rechte in Bezug auf die Informationen in diesem Dokument sind und bleiben Eigentum von Robeco. Dieses Material darf nicht kopiert oder in der Öffentlichkeit verwendet werden. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von Robeco vervielfältigt oder in irgendeiner Form oder auf irgendeine Weise veröffentlicht werden.

© Q1/2021 Robeco

