

White Paper Risikomanagement 2024:

# Die Finanzierung der Great Transformation – Implikationen für Zinsen und den „sicheren Hafen“

Sandra Ebner, Michael Herzum, Sébastien Doisy

## Management Summary

Der Rentenmarkt feiert sein Comeback: Bis zur Coronapandemie hatten zahlreiche Faktoren für ein niedriges Zinsniveau gesorgt und die Bond-Laufzeitprämie bis in den negativen Bereich gedrückt. Investoren mussten stärker ins Risiko gehen. Doch dieser Anlagennotstand ist mittlerweile beendet.

Der Gleichgewichtszins wird sehr wahrscheinlich noch weiter steigen. Dies wird vor allem durch eine höhere Investitionsnachfrage getrieben, zugleich sinkt das gesamtwirtschaftliche Ersparnisangebot etwas – vor allem in den USA, mit Abstrichen aber auch in Europa.

Das hat Implikationen für die Kapitalmärkte: Die „klassischen“ Laufzeitprämien kehren zurück, und die Zinsstruktur sollte sich normalisieren. Sichere Staatsanleihen (vor allem US-Treasuries und Bundesanleihen) und Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich gewinnen auf Sicht der nächsten Dekade weiter an Attraktivität.

Allerdings steigt die Zinsvolatilität, und Investoren müssen ihr Risikomanagement anpassen. Dabei können sie die Risikoleiter herabsteigen. Spezifische Risiken rücken bei der Auswahl von Assets erneut in den Vordergrund. Aktives Management kann seinen Wert wieder besser unter Beweis stellen als in der jüngeren Vergangenheit.

Auch bei der Anlageklasse Aktien gibt es Veränderungen: Das von uns erwartete höhere Produktivitäts- und damit Wirtschaftswachstum ermöglicht grundsätzlich eine niedrigere Aktienrisikoprämie. Der sich verschärfende Großmachtwettbewerb zwischen China und den USA begrenzt allerdings den Rückgang.

Grundsätzlich bieten sich für Investoren damit attraktive Anlagemöglichkeiten: Nicht nur der sichere Hafen ist zurück – auch die relative Attraktivität von Renten gegenüber Aktien steigt. Multi-Asset-Investoren erzielen bei unveränderter Aktien-Renten-Allokation eine höhere Portfoliorendite, wobei das kurzfristige Risiko nur leicht zunimmt. Die andere Möglichkeit besteht darin, die Aktienquote zu verringern. Auf diese Weise können Investoren das Risiko ihres Portfolios senken, ohne Abstriche bei ihrer Zielrendite machen zu müssen.

Zu beachten ist allerdings: Die Diversifikation gemischter Portfolios sinkt, weil durch die etwas höhere und volatilere Inflation die Korrelation von Aktien und Renten zunimmt. Schwankungen werden also durch die bisherige Allokation nicht mehr so gut ausgeglichen. Je kürzer der Anlagehorizont ist, desto wichtiger wird es, neben Aktien und Renten andere Wertanlagen in das Portfolio aufzunehmen, die für mehr Risikostreuung sorgen können.

## Die Autorin und die Autoren des White Papers Risikomanagement 2024



**Sandra Ebner**  
Senior Economist  
bei Union Investment



**Michael Herzum**  
Leiter Economics & Macro Strategy  
bei Union Investment



**Sébastien Doisy**  
Senior Quantitativer Analyst  
bei Union Investment

### Redaktion



**Janis Blaum**  
Senior Spezialist Finanz-  
kommunikation bei  
Union Investment



**Christopher Krämer**  
Spezialist Finanz-  
kommunikation bei  
Union Investment



**Dr. Heinz-Georg Palm**  
Senior-Analyst Kapital-  
marktkommunikation bei  
Union Investment

Für weitere Informationen und Rückfragen zu dieser Publikation schreiben Sie uns gerne unter [institutional@union-investment.de](mailto:institutional@union-investment.de)



zum Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>05</b>
<b>2</b>	<b>Ein Blick zurück: Ersparnisangebot und Investitionsnachfrage in den vergangenen Jahrzehnten</b>	<b>07</b>
2.1	Gründe für das gestiegene Ersparnisangebot	09
2.2	Gründe für die gesunkene Investitionsnachfrage	10
2.3	Höhere Risikoprämien und der Einfluss auf den Gleichgewichtszins	11
<b>3</b>	<b>Ausblick: Wie werden sich Ersparnisangebot und Investitionsnachfrage in den nächsten Jahren entwickeln?</b>	<b>13</b>
3.1	Einflussfaktoren für die Entwicklung der Ersparnisse	14
3.2	Einflussfaktoren für die Entwicklung der Investitionen	17
3.3	Einflüsse des Finanzsektors: Nachfrage und Angebot von sicheren Anlagen	20
<b>4</b>	<b>Kapitalmarktimplikationen</b>	<b>21</b>
4.1	Implikationen für den Gleichgewichtszins	22
4.2	Auswirkungen auf die Bond-Laufzeitprämie	22
4.3	Auswirkungen auf die Aktienrisikoprämie	26
4.4	Implikationen für Investoren	28
<b>5</b>	<b>Fazit</b>	<b>32</b>

# 1 Einleitung

# 1 Einleitung

„Fixed-income investors worldwide face a bleak future.“<sup>1</sup> Trostlos – so schrieb Warren Buffett im März 2021 im jährlichen Anleger-Newsletter seiner Investmentgesellschaft Berkshire Hathaway. Der große US-Fernsehsender CNBC titelte dazu etwas überspitzt: „Buffett says bonds are dead!“

Verwunderlich waren die Kommentare nicht: Für sichere Staatsanleihen gab es auf dem Höhepunkt der Coronapandemie Null- oder sogar Negativzinsen. Erst etwa ein Jahr später, im ersten Halbjahr 2022, kehrten die Zinsen wieder in den positiven Bereich zurück. Wie nachhaltig ist diese Erholung? Das ist eine der zentralen Fragen dieses White Papers.

Denn einer der wichtigsten Treiber der Wiederauferstehung des Zinses war zweifellos zyklischer und damit eher temporärer Natur: Die Angebotsschocks der Pandemie und – in Europa – des Ukraine-Russland-Kriegs hatten weltweit für einen kräftigen Inflationsschub gesorgt, den die Notenbanken mit in der Geschwindigkeit historisch einmaligen Leitzinserhöhungen zu bekämpfen begannen.

In diesem White Paper beleuchten wir die mittel- bis langfristigen strukturellen Gründe für die beginnende Renaissance des Rentenmarkts und zeigen die Perspektive auf. Der Zeithorizont unserer Analyse liegt bei fünf bis zehn Jahren. Das Ergebnis: Im Durchschnitt gehen wir von höheren Zinsen und Laufzeitprämien für länger laufende Anleihen aus – gute Nachrichten für Investoren also.

Im Kern begründet sich dies durch die „Great Transformation“ – den großen Strukturbruch, der sich aus geopolitischen, technologischen, demografischen und anderen Faktoren speist. Der Anleihemarkt reflektiert, wie die mit dieser

Transformation einhergehende Beschleunigung physischer Investitionen ökonomisch finanziert wird. Volkswirtschaftlich muss sich die (realisierte) Investitionsnachfrage aus Ersparnissen speisen – und je nach Knappheit der beiden Marktseiten ergeben sich mittel- bis langfristige wichtige Implikationen für die Höhe des Gleichgewichtszinses.

Die sinkenden beziehungsweise niedrigen Zinsen am Anleihemarkt in den letzten Jahrzehnten waren ein langfristiges Phänomen, dem tiefreichende ökonomische Trends zugrunde lagen – oft zusammengefasst unter dem Begriff der säkularen Stagnation. Analog argumentieren wir, dass mit der Great Transformation verbundene langfristige strukturelle Trends eine Gegenbewegung insbesondere beim Zins auslösen.

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

<sup>1</sup> „Anleihe-Investoren weltweit sind mit einer trostlosen Zukunft konfrontiert.“

## **2 Ein Blick zurück: Ersparnisangebot und Investitionsnachfrage in den vergangenen Jahrzehnten**

## 2 Ein Blick zurück: Ersparnisangebot und Investitionsnachfrage in den vergangenen Jahrzehnten

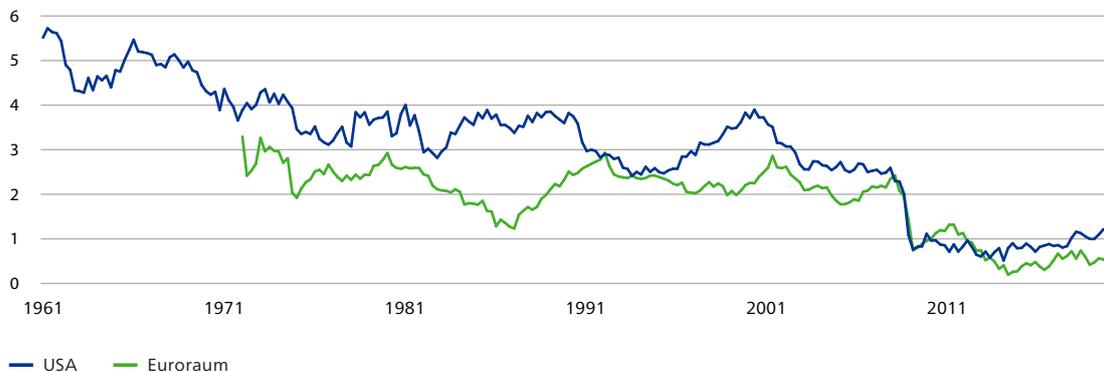
In den vergangenen Dekaden ist der Gleichgewichtszins in den Industriestaaten gesunken, weil ein gestiegenes gesamtwirtschaftliches Ersparnisangebot auf eine schwache Investitionsnachfrage stieß. Welche Faktoren waren dafür verantwortlich?

Der Gleichgewichtszins  $r^*$  ist der reale Zinssatz, bei dem das gesamtwirtschaftliche Sparen und Investieren im Gleichgewicht ist.<sup>2</sup> Er wird damit von verschiedenen Faktoren bestimmt, wie beispielsweise dem Produktivitätswachstum und der demografischen Entwicklung einer Gesellschaft.

In den vergangenen zwei Jahrzehnten ist der Gleichgewichtszins in den Industriestaaten gesunken, weil ein gestiegenes gesamtwirtschaftliches Ersparnisangebot auf eine schwache Investitionsnachfrage stieß und damit eine anhaltende Tendenz zu Ersparnisüberschüssen bestand (siehe Abbildung 1). Welche Gründe haben dafür eine Rolle gespielt?<sup>3</sup>

Abbildung 1 **Jahrzehnte kannte der natürliche Zins nur eine Richtung: abwärts**

Entwicklung des natürlichen Zinses in ausgewählten Regionen bis zur Coronakrise in Prozent



Quellen: Federal Reserve Bank of New York, Macrobond, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2019.

<sup>2</sup> Im Kapitalmarktcontext lässt sich der Gleichgewichtszins am treffendsten als jener Zins interpretieren, der im längerfristigen Durchschnitt und in einem geldpolitisch neutralen Umfeld real (also nach Abzug der Inflation) für eine (mehr oder minder) risikolose Anlage gezahlt wird.

<sup>3</sup> Unsere Analyse folgt einem Ansatz, der mittel- bis langfristig strukturelle realwirtschaftliche Faktoren als zumindest wesentliche Bestimmungsfaktoren für das reale Zinsniveau einordnet.

## 2.1 Gründe für das gestiegene Ersparnisangebot

- **Private Haushalte – demografischer Wandel:** Im Lebenszyklus ist die individuelle Sparquote in der Regel in der zweiten Hälfte des Berufslebens am höchsten. Viele westliche Länder weisen eine Bevölkerungspyramide auf, bei der in den letzten zwei Dekaden besonders geburtenstarke Jahrgänge in diese Phase eingetreten sind. Dies hat zu einer höheren Sparquote beigetragen.
- **Private Haushalte – stärkere Einkommensungleichheit:** In zwei Ländern mit gleich großer Bevölkerung wird im Land mit der ungleichen Einkommensverteilung mehr gespart. Grund: Haushalte mit höherem Einkommen haben eine höhere Sparquote. Da in den meisten westlichen Ländern in den letzten Jahrzehnten die Einkommensungleichheit gestiegen ist, ist dies eine Erklärung für das höhere Ersparnisangebot.
- **Private Haushalte – verändertes individuelles Sparverhalten:** Auch individuelle Verhaltensänderungen haben zu einer höheren Ersparnisbildung geführt. Die Finanzkrise hat im Durchschnitt die Risikoaversion der Haushalte steigen lassen und zu höherem Vorsichtssparen geführt. Die Niedrigzinsphase der späteren 2010er-Jahre war mit der drohenden Verfehlung von Sparzielen verbunden und hat ebenfalls im Durchschnitt die Sparquote erhöht. Beide Verhaltensänderungen traten in erster Linie bei oberen Einkommensgruppen auf – vor allem dort ist überhaupt das Potenzial für eine höhere Ersparnisbildung vorhanden.
- **Unternehmen – Monopolisierung:** Die letzten Jahrzehnte waren mit einer Dominanz einzelner Tech- und Plattformunternehmen verbunden, die zunehmend monopolartige Gewinne erzielen konnten. Weder reinvestierten die Unternehmen diese Gewinne vollständig noch schütteten sie diese komplett aus, sondern hielten sie in großem Umfang als Liquiditätsreserven – ein Beitrag zur Überersparnis.
- **Schwellenländer – Leistungsbilanzüberschüsse und Devisenreserven:** Insbesondere in den 2000er-Jahren erzielten viele Schwellenländer hohe Leistungsbilanzüberschüsse aus dem Export von Rohstoffen (vor allem Erdölproduzenten) oder Waren (vor allem China). Diese Länder reinvestierten die Überschüsse häufig nicht in realer Form, sondern hielten sie als Devisenreserven (bei manchen Ländern als Reaktion auf die Erfahrungen der Asienkrise von 1998, als der Westen in kurzer Zeit hohe Summen aus den Schwellenländern abgezogen hatte). Die Anhäufung von Devisenreserven trug damit zu der von Ben Bernanke 2008 so bezeichneten „Savings Glut“ in den Industrieländern bei.



## 2.2 Gründe für die gesunkene Investitionsnachfrage

- **Private Haushalte – demografischer Wandel:** In zwei Ländern mit gleich großer Gesamtbevölkerung und vergleichbarer Wirtschaftsstruktur wird in dem Land mit der kleineren Zahl an Erwerbstätigen in der Regel weniger investiert. Grund: Weniger Erwerbstätige müssen mit Kapital ausgestattet werden. Dies gilt tendenziell auch, wenn sich überdurchschnittlich viele Erwerbstätige der Rentenphase nähern. Die fortschreitende demografische Alterung vieler westlicher Industrieländer hat deshalb für sich genommen den Investitionsanreiz in den letzten Jahren reduziert („Japanisierung“). Hinzu kommt die Änderung der Konsumstruktur im Lebenszyklus: Rentner fragen anteilmäßig weniger langlebige (und meist kapitalintensive) Konsumgüter nach.
- **Unternehmen – sinkende Investitionsgüterpreise:** Bei gegebenen Mengen führen sinkende Preise zu einem geringeren monetären Volumen der Investitionsnachfrage. Die Preise sind in den letzten Jahrzehnten zum einen gesunken, weil Digitalisierung und Automatisierung Kosteneinsparungen bei Investitionsgütern ermöglicht haben. Zum anderen hat auch die Globalisierung zu Effizienzgewinnen und Preissenkungen geführt. Entscheidend ist: Die Unternehmen haben auf die niedrigeren Preise nicht mit (ausreichend) zusätzlichen Investitionen reagiert (preisunelastische Nachfrage).
- **Unternehmen – veränderte Wirtschaftsstruktur:** Auch das Wachstum des Dienstleistungssektors relativ zum Verarbeitenden Gewerbe hat die Investitionsnachfrage gedämpft. Dienstleistungen sind in der Regel weniger kapitalintensiv. Insbesondere digitale Geschäftsmodelle benötigen wenig physische Assets, sondern vor allem geistiges Kapital (intellectual property), zudem sind sie (wie zum Beispiel Software) kostengünstig skalierbar. Physische Investitionen wie Maschinen und Fabriken hingegen sind kapitalintensiv und weniger skalierbar: Sie erfordern zu Anfang einen hohen Ressourceneinsatz und stoßen in ihrer Nutzung irgendwann an eine Kapazitätsgrenze.
- **Unternehmen – schwaches Produktivitätswachstum:** Seit etwa dem Jahr 2000 hat sich das Produktivitätswachstum in vielen Industriestaaten sehr schwach entwickelt. Effizienzgewinne (zum Beispiel durch Digitalisierung und Automatisierung) ersparten zwar enorme Kosten, es gab aber keine ausreichende Diffusion in grundlegend neue Produkte und Dienstleistungen – einer der wichtigsten Gründe für die Schwäche der Investitionsnachfrage. Denn ohne ausreichendes Produktivitätswachstum sind neue Projekte weniger rentabel, da die Erträge geringer ausfallen – es fehlt schlicht an einer beschleunigenden wirtschaftlichen Dynamik.



## 2.3 Höhere Risikoprämien und der Einfluss auf den Gleichgewichtszins

Der Gleichgewichtszins  $r^*$  ist in der Praxis nicht direkt beobachtbar. Zum einen, weil die am Markt beobachtbaren Zinsen kurzfristigen zyklischen Schwankungen unterliegen – insbesondere werden sie von der Geldpolitik beeinflusst. Zum anderen sind zwar Ersparnis und Investitionsnachfrage die wichtigsten Bestimmungsfaktoren von  $r^*$ , aber nicht die einzigen. Sparer und (realwirtschaftliche) Investoren benötigen den Finanzmarkt als Intermediär. Deshalb können strukturelle Gegebenheiten des Finanzmarkts wie etwa Risikoprämien auch über längere Phasen das Zinsniveau beeinflussen. Tatsächlich sind, während der reale Gleichgewichtszins in den letzten Jahrzehnten kontinuierlich gefallen ist, diverse Risikoprämien im langfristigen Vergleich (das heißt zurückgehend bis in die Zeit vor der Finanzmarktkrise) gestiegen und verharrten dann auf hohem Niveau. Welche Aspekte waren dafür besonders relevant?

Ein Grund für höhere Risikoprämien dürfte schlicht die Perspektive einer wirtschaftlichen Stagnation gewesen sein: Wenn sich die Wachstumsaussichten eintrüben, werden künftige Gewinne und Erträge unsicherer. Damit steigen auch die Risikoprämien, die Geldgeber für ihr Kapital verlangen.

Daneben gab es Effekte über die gestiegene Nachfrage nach sicheren Anlagen, dem sogenannten „sicheren Hafen“:

- **Wegfall „quasi-sicherer“ Anlagen:** Vor der Finanzkrise hatten Investoren nur vermeintlich („quasi“) sichere Anlagen wie hypotheckenbesicherte Wertpapiere und andere strukturierte Finanzprodukte, aber auch Bankanleihen, als Ersatz für sichere Staatsanleihen betrachtet – und oft vorgezogen, denn die Anlagen boten höhere Renditen. Als die Finanzkrise ausbrach und massive

Kreditausfälle nach sich zog, wurde das deutlich höhere Risiko solcher Anlagen offensichtlich, und die Nachfrage verlagerte sich wieder zu Staatsanleihen des „sicheren Hafens“ (US-Treasuries und Bundesanleihen). Auf dem alten Kontinent hatten Staatsanleihen von europäischen Peripheriestaaten zuvor eine ähnliche quasi-sichere Funktion erfüllt. Die Eurokrise hatte dann einen vergleichbaren Effekt der Rückkehr in den sicheren Hafen.

- **Regulatorik nach der Finanzkrise:** Nach den Erschütterungen der Finanzkrise versuchte die Politik, das Finanzsystem stabiler zu machen und das Risiko neuer Krisen regulatorisch zu begrenzen. Dazu gehörten beispielsweise höhere Kapitalanforderungen für Finanzinstitute und strengere Bewertungen von Risikopositionen. Dies verringerte in den Folgejahren aufseiten regulatorisch gebundener Investoren die Attraktivität riskanter Anlagen und erhöhte zugleich die Nachfrage nach sicheren Anlagen. Die gleiche Wirkung hatten höhere Liquiditätsanforderungen an Kreditinstitute. Banken mussten genügend hochliquide Mittel halten und fragten deshalb mehr sichere Staatsanleihen nach.
- **Quantitative Easing (QE):** Auch die Geldpolitik hat einen Anteil an den gestiegenen Risikoprämien. Nach der Finanzkrise kauften Notenbanken im Rahmen von Programmen der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing, QE) Staatsanleihen im großen Stil. Beispielsweise setzte die EZB ab 2015 auf QE. Ziel war, die Liquidität im Bankensystem zu erhöhen und die Zinsen niedrig zu halten. Diese Käufe trugen zu den erhöhten Risikoprämien bei, da sie das am Markt verfügbare „Rest“-Angebot an sicheren Anlagen verknappten.



Vorstehend haben wir Gründe genannt, warum die Nachfrage nach sicheren Anlagen sich ausgeweitet und zu höheren Risikoprämien geführt hat. Diese Entwicklung wurde am Finanzmarkt gedämpft, da sich seit Beginn der 2000er-Jahre im Zuge höherer Haushaltsdefizite auch das Angebot erhöht hatte. Den Anschlägen des 11. September 2001 folgten Kriege in Afghanistan und später im Irak. Zusammen mit Steuersenkungen der US-Regierung unter

George W. Bush stiegen in der Folge die Fiskaldefizite. Die Finanzkrise von 2008 machte dann fiskalische Stimuli und mehr Schulden notwendig, um den Absturz der Wirtschaft zu verhindern. Für sich genommen erzeugen höhere Haushaltsdefizite eine Aufwärtstendenz des Gleichgewichtszinses. Summa summarum überwogen aber die Kräfte, die zu einem Abwärtsdruck führten.



### **3 Ausblick: Wie werden sich Ersparnisangebot und Investitionsnachfrage in den nächsten Jahren entwickeln?**

### 3 **Ausblick: Wie werden sich Ersparnisangebot und Investitionsnachfrage in den nächsten Jahren entwickeln?**

Die Zeitenwende ist in vollem Gange und könnte auch die volkswirtschaftliche Ersparnis und Investitionen beeinflussen. Vieles deutet darauf hin, dass sich beim Zinsumfeld ein Strukturbruch abzeichnet.

Der Großmachtwettbewerb zwischen den USA und China sowie die sogenannte Great Transformation gehören zu den aktuell bedeutendsten Strukturbrüchen.<sup>4</sup> Bei Letzterer bewirken neben den geopolitischen Faktoren auch die Pandemieerfahrungen sowie der Kampf gegen den Klimawandel eine Neusortierung globaler Wirtschaftsstrukturen.

Daneben gibt es eine Reihe von Einzeltrends, die aktuell ihre Richtung ändern oder wo es

möglich erscheint, dass dies in den nächsten Jahren geschieht. Dazu zählen Entwicklungen, welche die volkswirtschaftliche Ersparnis und Investitionen beeinflussen könnten – und damit die Höhe des Gleichgewichtszinses.

In diesem Kapitel skizzieren wir, wie diese Treiber sich in den nächsten Jahren entwickeln werden und ob es damit zu einer Schubumkehr kommt.

#### 3.1 **Einflussfaktoren für die Entwicklung der Ersparnisse**

Viele der Faktoren haben wir bereits erläutert. Hier beschränken wir uns auf Gründe, warum es bei diesen Faktoren zu einer geänderten Wirkung auf die Sparquote kommen könnte:

- **Private Haushalte – beschleunigter demografischer Wandel:** Die Bevölkerung vieler Industrieländer altert bereits seit Jahren. In der kommenden Dekade werden nun immer mehr geburtenstarke Jahrgänge in den Ruhestand gehen – am schnellsten in Japan und Europa, in den USA etwas später. In all diesen Regionen gilt: Der schrumpfenden Erwerbsbevölkerung wird ein stetig wach-

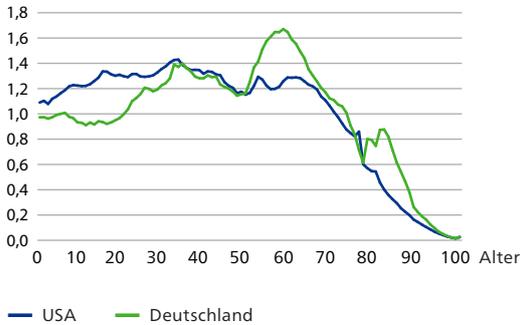
sender Anteil an Personen im Alter von 65 plus gegenüberstehen, die in der Regel nicht mehr arbeiten (siehe Abbildung 2). Dies dämpft grundsätzlich die volkswirtschaftlichen Ersparnisse – aber zunächst nur ein wenig. Denn in der Praxis ist die Dynamik des altersbedingten Entsparens bislang erstaunlich gering: Viele Rentner brauchen offenbar zunächst nur einen geringen Teil ihrer Ersparnisse auf und halten oft erhebliche Vermögenswerte bis ins hohe Alter. Mögliche Gründe hierfür: erhöhtes/längeres Vorsichtssparen (gestiegene Lebenserwartung) oder Erbschaftsmotive.

<sup>4</sup> Siehe 2023: „Investieren im Großmachtwettbewerb: Ein geopolitischer Kompass für aktives Chancen- und Risikomanagement“ (<https://ui-link.de/rmk-23>) sowie 2022: „Das Ende der Stabilität: Investieren in einer volatilere Welt“ (<https://ui-link.de/rmk-22>)

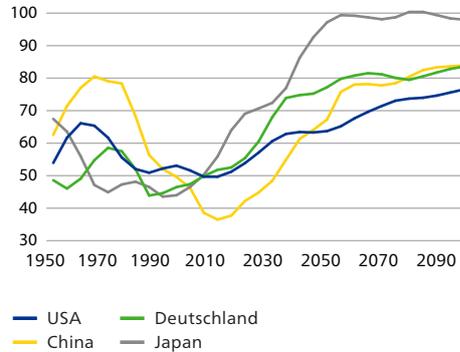


Abbildung 2 **Mehr Alte, weniger Junge – auch in Zukunft**

**Bevölkerungsanteil nach Alter**  
in Prozent



**Altersquotient (vergangene und erwartete Entwicklung)**  
Verhältnis der über 65-Jährigen zu den Erwerbsfähigen, in Prozent



Quellen: Eurostat, US Census, Macrobond, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2023.

**Unsere Einschätzung:** In den USA wird die Alterung in der nächsten Dekade noch keinen nennenswerten Effekt auf die Ersparnisbildung haben (Vorzeichen neutral). In Europa erwarten wir einen – allerdings nicht allzu großen – negativen Effekt, da die Alterung dort weiter fortgeschritten ist.

schnitt besser. Dieser (leichte) KI-Effekt wird allerdings eher erst ab 2030 relevant, da die Durchdringung der Wirtschaft Zeit braucht.

• **Private Haushalte – weniger ungleiche Einkommensverteilung:** Eine weniger ungleiche Einkommensverteilung wirkt dämpfend auf die Sparquote, da Haushalte mit niedrigerem Einkommen weniger sparen. In der nächsten Dekade könnte es in vielen Industriestaaten dazu kommen, und zwar aus den folgenden Gründen:

**Unsere Einschätzung:** Diese Effekte wirken langsam. Perspektivisch sollten sie aber zu geringerer Ungleichheit führen – mit einer tendenziell dämpfenden Wirkung auf die Ersparnisbildung. Dieser Effekt ist für die USA relevanter als für Europa, da zum einen die Einkommensungleichheit dort größer ist und zum anderen Innovationen sich dort schneller verbreiten werden.

- Zunehmende Knappheiten am Arbeitsmarkt als Folge der demografischen Entwicklung. Sie stärken die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer und führen zu höheren Löhnen. Der Anteil der Arbeitseinkommen steigt relativ zum Anteil der Kapitaleinkommen.
- Der technologische Wandel. Während in der Vergangenheit die Digitalisierung vor allem die Besten besser gemacht hat, macht künstliche Intelligenz den Durch-

- **Unternehmen – mittelfristig weniger Monopolisierung:** An der Dominanz großer Tech-Firmen sollte sich zunächst wenig ändern. In der Anfangsphase eines raschen technologischen Wandels durch künstliche Intelligenz und den verstärkten Einsatz von Robotern dürften wie bisher wenige Unternehmen stark profitieren (Technologieführer), was ihnen Monopolgewinne ermöglicht. Mehr Wettbewerb und die Verbreitung von technologischen Innovationen sollten dann

aber zu einer ausgeglicheneren Entwicklung führen, was den Monopolgewinnen entgegenwirken wird. Dadurch wird die Ersparnisbildung von Unternehmen (große Liquiditätsreserven) zurückgehen.

---

**Unsere Einschätzung:** Erst gegen Ende der nächsten Dekade rechnen wir mit einer leicht dämpfenden Wirkung auf die Ersparnisbildung. Diese Effekte sind vor allem für die USA relevant. Für Europa spielen sie kaum eine Rolle, da es dort kaum digitale Superstars gibt.

---

- **Private Haushalte – höheres Vorsichtssparen:** Laut Umfragen hat die wahrgenommene wirtschaftliche Unsicherheit seit der Pandemie stark zugenommen. In den USA gibt es jedoch wenig Anzeichen für höheres Vorsichtssparen. Gründe dafür sind die gute Vermögenssituation der (bessergestellten) Haushalte durch den Anstieg der Immobilienpreise und die positive Wertentwicklung von Finanzanlagen. In Europa haben zumindest in manchen Ländern die wahrgenommenen wirtschaftlichen Risiken (zum Beispiel Ukrainekrieg, Energiekrise, Wettbewerbsfähigkeit) offensichtlich mehr Einfluss auf das tatsächliche Verhalten. In Deutschland beispielsweise ist die Sparquote noch immer leicht höher als vor der Pandemie.

---

**Unsere Einschätzung:** Keine Veränderung in den USA, aber in Europa könnte Vorsichtssparen in den nächsten Jahren etwas stärker ausgeprägt sein.

---

- **Private Haushalte – Sparziele einfacher erreichbar:** Wenn die Haushalte ihr Sparverhalten (teilweise) an absoluten finanziellen Zielen ausrichten, hängt die Sparquote von der Höhe der Zinsen ab.

---

**Unsere Einschätzung:** In einem Umfeld mit strukturell höheren Realzinsen passen Haushalte, soweit sie feste Sparziele verfolgen, ihre Sparquote tendenziell nach unten an.

---

## Zwischenfazit

Auf globaler Ebene gehört die *Savings Glut* der Vergangenheit an. Eine gewisse Normalisierung ist bereits seit einigen Jahren feststellbar. Nach vorne gerichtet spricht eine Reihe von Faktoren für einen weiteren leichten Rückgang der Ersparnisbildung, der in der zweiten Hälfte der kommenden Dekade etwas mehr Dynamik entfalten wird. Bisher hat die sinkende Ersparnisbildung nur wenig Wirkung auf den Gleichgewichtszins gezeigt, was an der schwachen Investitionsdynamik liegt. Eine gewisse Belebung der Investitionen ist bislang nur in den USA feststellbar, aber nicht in Europa. Welche Faktoren spielen dabei eine Rolle?



## 3.2 Einflussfaktoren für die Entwicklung der Investitionen

- **Unternehmen – knapperes Arbeitsangebot:** In alternden Gesellschaften fällt normalerweise die Investitionsnachfrage, da ein geringerer Teil der Bevölkerung mit Kapital ausgestattet werden muss. Allerdings zwingt die sich verschärfende Verknappung von Arbeitskräften Unternehmen dazu, mehr in Automatisierung und Technologie zu investieren, um die Produktivität zu steigern und den Mangel an Arbeitskräften auszugleichen. Ein knapperes Angebot am Arbeitsmarkt stärkt zudem die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer und erzeugt Lohndruck. Dies macht den Faktor Kapital attraktiver.

---

**Unsere Einschätzung:** Wir erwarten, dass die demografische Entwicklung auf Sicht der nächsten Dekade investitionsfördernd wirken wird.

---

- **Unternehmen – mehr physische Investitionen:** In den nächsten Dekaden erwarten wir einen Wandel, der aus einer Kombination aus Investitionen in Hard- und Software geprägt sein wird. Diese Entwicklung wird kapitalintensiver sein als Investitionen der jüngeren Vergangenheit, da wir von einer Elektrifizierung von Produktionsprozessen und einem verstärkten Einsatz von künstlicher Intelligenz in allen Lebensbereichen ausgehen. Dafür bedarf es einer entsprechenden Anpassung von Infrastruktur und Produktionsanlagen. Dies gilt auch im Dienstleistungsbereich. Im ohnehin kapitalintensiveren Verarbeitenden Gewerbe kommt vor dem Hintergrund des Großmachtwettbewerbs insbesondere in den USA ein verstärkter Fokus auf die heimische Produktion hinzu – diese wird wieder einen etwas höheren Anteil an der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung haben.

---

**Unsere Einschätzung:** Wir erwarten, dass die höhere Relevanz von kapitalintensiveren physischen Investitionen investitionsfördernd wirken wird.

---

- **Unternehmen – stärkeres Produktivitätswachstum:** Die Voraussetzungen für ein nachhaltig höheres Produktivitätswachstum sind aus drei Gründen so gut wie lange nicht:
  - **Kapitalverfügbarkeit:** Höheres Produktivitätswachstum erfordert Investitionen – das dafür notwendige (Finanz-)Kapital ist in ausreichendem Maße vorhanden.
  - **Transformative Technologien:** Künstliche Intelligenz, Robotik sowie grüne Technologien warten nur darauf, sich zu verbreiten. Sie erfordern erhebliche Investitionen, um integriert und genutzt zu werden.
  - **Notwendiger Handlungsdruck:** Der Druck auf Unternehmen ist hoch, in Automatisierung und neue Technologien zu investieren. Der Arbeitskräftemangel und das höhere Lohnwachstum erhöhen den Anreiz, die Produktivität durch Investitionen zu steigern. Zudem ist das Risiko, in einem dynamischeren wirtschaftlichen Umfeld abgehängt zu werden, aktuell deutlich höher als in den vergangenen zwei Dekaden.

---

**Unsere Einschätzung:** Höheres Produktivitätswachstum führt zu höheren Erträgen aus Investitionen, was wiederum die Investitionsnachfrage steigert – ein positiver Kreislauf, der an Dynamik gewinnt.

---

- **Unternehmen – höhere Investitionsgüterpreise:** Die preisdämpfenden Effekte der vergangenen Jahrzehnte laufen aus. Die Gründe:
  - **Großmachtwettbewerb und Restrukturierung der Lieferketten:** Die Folge sind höhere Produktionskosten auch bei Investitionsgütern. Beispiele hierfür sind Protektionismus, höhere Arbeitskosten durch einen weniger globalisierten Arbeitsmarkt sowie geopolitische Spannungen, die die Wahrscheinlichkeit von Lieferkettenunterbrechungen erhöhen.
  - **Technologischer Wandel:** Der Zuwachs an physischen Investitionen, die aber weniger skalierbar sind, schränkt das Potenzial für Preisrückgänge ein. Gleichzeitig steigt die Nachfrage deutlich, was preistreibend wirkt.
  - **Verstärkte Nachfrage in spezifischen Sektoren:** Bestimmte Sektoren stehen besonders im Fokus der Regierungspolitik. Dazu gehören beispielsweise Halbleiter, erneuerbare Energien und Infrastruktur. Gezielte Förderung führt zu einer erhöhten Nachfrage in diesen Bereichen, was ebenfalls preistreibend wirkt.

---

**Unsere Einschätzung:** Die höhere Relevanz von physischen Investitionen und zunehmender Protektionismus schränken das Potenzial für rückläufige Investitionsgüterpreise ein. Dies wirkt tendenziell positiv auf das Volumen der Investitionsnachfrage. Wir erwarten aber, dass der technologische Fortschritt den Preisdruck limitieren wird.

---

- **Staat – öffentliche Investitionen nehmen zu:** Auch die staatliche Investitionstätigkeit wird an Dynamik gewinnen. Als Folge der Pandemie sowie des Großmachtwettbewerbs

greifen Regierungen stärker als zuvor in das Wirtschaftsgeschehen ein und investieren mehr:

- **Infrastrukturinvestitionen:** Der öffentliche Kapitalstock wird erneuert und zur Basis für die Elektrifizierung und (weitere) Digitalisierung der Wirtschaft – notwendig für die Wettbewerbsfähigkeit und künftiges Wirtschaftswachstum.
- **Industriepolitik mit Investitionsanreizen:** Diese bleibt ein zentrales Werkzeug im Großmachtwettbewerb, um strategische Industrien zu fördern, unabhängiger zu werden und allgemein die wirtschaftliche Position zu stärken.
- **Höhere Militärausgaben:** Die nationale Sicherheit steht wieder verstärkt im Fokus. Erhöhte Militärausgaben führen zu signifikanten öffentlichen Investitionen in die Verteidigungsindustrie und verwandte Sektoren, was in der Vergangenheit auch im zivilen Bereich eine erhebliche wirtschaftliche Wirkung hatte.

---

**Unsere Einschätzung:** Diese stärkeren staatlichen Eingriffe und erhöhten öffentlichen Investitionen wirken insgesamt investitionsfördernd.

---

- **Geopolitik – Auswirkungen von mehr Unsicherheit:** Bei höherer Unsicherheit stellen Wirtschaftssubjekte Ausgaben oft zurück – die höhere geopolitische Unsicherheit könnte also eine Investitionszurückhaltung nach sich ziehen. In den USA hat jedoch die Investitionstätigkeit seit etwa zwei Jahren deutlich angezogen. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen. Letztlich dürfte aber vor allem die Wirtschaftspolitik der Regierung Biden dafür gesorgt haben, die Verunsicherung kleinzuhalten. Die Frage ist, ob die US-Wahl<sup>5</sup> daran etwas

<sup>5</sup> Zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieses White Papers stand die US-Wahl noch bevor. Aus diesem Grund skizzieren wir hier die Wirkungen möglicher Wahlausgänge.



ändern könnte. Unter einer Trump 2.0-Regierung könnten politische Unsicherheiten (unter anderem Reduzierung der Rechtsstaatlichkeit, potenziell unberechenbare Außenpolitik) die Attraktivität der USA für Investitionen mindern. Bei einem Wahlsieg der Demokraten dürfte der Großmachtwettbewerb in den USA wie bisher nicht investitionshemmend wirken – eher im Gegenteil. Im Vergleich scheint in Europa sowohl die geopolitische als auch die allgemeine politische Unsicherheit derzeit ein erhebliches Investitionshemmnis zu sein. Gründe sind die instabile politische Lage in manchen Ländern wie Frankreich und die Auswirkungen von Konflikten, wie dem Krieg in der Ukraine.

---

**Unsere Einschätzung:** In den USA wäre der Großmachtwettbewerb nur unter einer erneuten Regierung Trump potenziell investitions-hemmend. In Europa bleiben die geopolitische und die politische Unsicherheit bis auf Weiteres investitionsdämpfend.

---

## Zwischenfazit

Der Ausblick für die weitere Entwicklung der Investitionsnachfrage ist klarer als der für die Ersparnisbildung: Nach einer langen Phase schwacher Investitionstätigkeit in allen westlichen Industrieländern erwarten wir aus dem Zusammenspiel verschiedener Faktoren eine deutliche Trendwende vor allem bei physischen Investitionen. Zumindest in den USA ist die Wende auch bereits sichtbar. Diese Investitionen müssen finanziert werden, insofern resultiert daraus für einen längeren Zeitraum eine strukturell höhere Nachfrage nach (Finanz-) Kapital.

Für etwa zwei Jahrzehnte war die dominante Marktseite der Überhang an Ersparnissen, weshalb der natürliche Zins  $r^*$  kontinuierlich sank. Die Trendwende bei den physischen Investitionen und die stärkere Nachfrage nach

Kapital wirken nun aber steigend auf den natürlichen Zins. Gleichzeitig wird die strukturelle Ersparnisbildung vom jetzigen Niveau nicht weiter steigen, kurzfristig möglicherweise eher stagnieren, mittelfristig sogar etwas zurückgehen. Also wird sich ein Marktgleichgewicht bei einem höheren Zins herausbilden. Wo wir in diesem Anpassungsprozess stehen, ist unklar – wie erwähnt, kann  $r^*$  nicht direkt beobachtet werden. Wir gehen aber davon aus, dass der natürliche Zins bereits begonnen hat zu steigen. In welchem Maße sich das auch schon in den langfristigen Kapitalmarktzinsen widerspiegelt, ist ebenfalls offen, da diese stets auch von nichtstrukturellen Faktoren beeinflusst werden. Dazu zählen zyklische realwirtschaftliche Effekte, die Geldpolitik – aber auch Einflussfaktoren der Finanzmärkte, auf die wir nachfolgend noch kurz eingehen.



### 3.3 Einflüsse des Finanzsektors: Nachfrage und Angebot von sicheren Anlagen

Das gleichgewichtige Zinsniveau wird auch durch Gegebenheiten auf den Finanzmärkten beeinflusst. Orientierung bietet das Zinsniveau von sicheren Anlagen wie US-Staatsanleihen und Bundesanleihen. Sowohl vor als auch nach der Finanzmarktkrise hat es diverse (nicht realwirtschaftliche) Einflüsse auf das Angebot und die Nachfrage von sicheren Anlagen gegeben, die wir vorstehend beschrieben haben. Was ist in der nächsten Dekade zu erwarten?

#### Nachfrage nach Safe Assets

Wir erwarten keine Konkurrenz von neuen, vermeintlich sicheren Safe Assets wie vor der Finanzmarktkrise: Sowohl die Regulatorik als (vermutlich) auch das geschärfte Risikobewusstsein der Finanzmarktakteure verhindern, dass Investoren etwa strukturierte Pakete von Hypothekenkrediten für eine sichere Anlage halten. Dies sollte vorerst so bleiben, sodass es hier keine Änderung mit Einfluss auf den Gleichgewichtszins gibt.

Mehr beziehungsweise eine stabil hohe Nachfrage nach sicheren Anlagen sollte aus höheren Renditeniveaus resultieren. Das TINA-Phänomen („There Is No Alternative“), das bis vor knapp zwei Jahren vor allem zu einer Fokussierung auf Aktien führte, wird durch TARA („There Are Reasonable Alternatives“) ersetzt.

Regulatorische Anforderungen sollten weiterhin die Nachfrage nach sicheren Anlagen unterstützen, auch aus dieser Richtung sind eher keine Änderungen zu erwarten.

Im Bereich der Geldpolitik geht Quantitative Easing (QE) über in Quantitative Tightening (QT). Diese Umstellung bedeutet perspektivisch weniger Nachfrage nach sicheren Anlagen, da Zentralbanken ihre Bilanzen reduzieren.

---

**Unsere Einschätzung:** Die Nachfrageseite bei sicheren Assets wird sich in der Wirkung des Finanzmarkts auf den Gleichgewichtszins für sich genommen kaum verändern im Vergleich zum Vor-Pandemie-Zeitraum. Die Effekte von TARA und QT sollten sich weitgehend aufheben.

---

#### Angebot an Safe Assets

Für das globale Angebot an sicheren Anlagen sind vor allem US-Treasuries relevant. Unabhängig vom Ausgang der US-Wahl ist eine Haushaltskonsolidierung in den USA nicht in Sicht. Wir erwarten deshalb über die nächsten Jahre ein deutlich steigendes Angebot an sicheren Anlagen.

---

**Unsere Einschätzung:** Das steigende Angebot an sicheren Anlagen wirkt für sich genommen steigernd auf den Gleichgewichtszins.

---



## **4 Kapitalmarktimplikationen**

## 4 Kapitalmarktimplikationen

In Kapitel 3 haben wir herausgearbeitet, wie das Ersparnisangebot und die Investitionsnachfrage in der nächsten Dekade auf den Gleichgewichtszins wirken werden. Damit ist die ökonomische Basis für die Beantwortung der Frage gelegt, welche Implikationen diese Entwicklung für Investoren hat.

### 4.1 Implikationen für den Gleichgewichtszins

Wir gehen für die nächsten zehn Jahre in den USA von einem Anstieg des realen Gleichgewichtszinses um 0,9 Prozentpunkte auf dann durchschnittlich etwa 1,4 Prozent aus. Somit dürfte der (nominale) neutrale US-Leitzins (Federal Funds Rate) über die nächste Dekade ebenfalls um 0,9 Prozentpunkte in einen Bereich um dann 3,7 Prozent steigen.<sup>6</sup> Unsere Einschätzungen aus 2021 werden damit bekräftigt. Das Zins- und Renditeniveau hat sich

seitdem (auch unter parallelen zyklischen Einflüssen) bereits deutlich erhöht. Dies gilt allerdings für die kurzfristigen mehr als für die langfristigen Zinsen. Auffällig bleiben insofern die flachen beziehungsweise inversen Zinsstrukturkurven. Deshalb richtet sich der Blick im Folgenden auf die Treiber der Bond-Laufzeitprämie und damit die Frage, ob wir eine „Normalisierung“ der Zinsstrukturkurven erwarten können.

### 4.2 Auswirkungen auf die Bond-Laufzeitprämie

Die Bond-Laufzeitprämie ist der erwartete zusätzliche Ertrag, den Anleger fordern, um längerfristige Staatsanleihen im Vergleich zu kurzfristigen Staatspapieren zu halten. Die Prämie ist eine Kompensation für die Übernahme zusätzlicher Risiken, wie das Zinsänderungs-, Wiederanlage- und Liquiditätsrisiko. Diese werden selbst von einer Vielzahl ökonomischer Faktoren (beispielsweise Geldpolitik, Wachstums- und Inflationsvolatilität) sowie Kapitalmarktfaktoren (zum Beispiel die Nachfrage nach sicheren Assets und die Risikoaversion der Investoren) beeinflusst.

Die Laufzeitprämie für eine zehnjährige Staatsanleihe ist die aktuelle Rendite abzüglich des Durchschnitts der erwarteten Geldmarktsätze über die nächsten zehn Jahre.

#### Das Schrumpfen der Laufzeitprämie seit den 1980er-Jahren

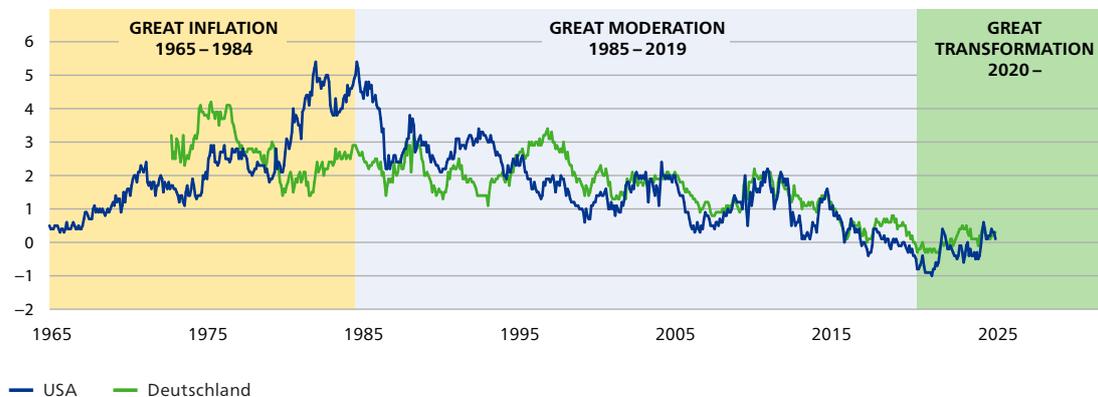
Bis zum Beginn der 1980er-Jahre waren die Bond-Laufzeitprämien noch stetig gestiegen. Dann begann eine Trendumkehr, die bis zur Coronapandemie 2020 anhielt. Verschiedene,

<sup>6</sup> In einer langfristigen Betrachtung ergibt sich der nominale neutrale Leitzins aus dem realen Gleichgewichtszins plus der durchschnittlichen langfristigen Inflationsrate.



Abbildung 3 **Laufzeitprämien wieder positiv**

**Laufzeitprämien für Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit**  
in Prozent



Quelle: Union Investment. Stand: 31. Juli 2024.

sich gegenseitig verstärkende wirtschaftliche, politische und regulatorische Entwicklungen sorgten dafür, dass die Laufzeitprämie sogar bis in den negativen Bereich sank. Den Tiefpunkt erreichte sie Mitte 2020 mit –140 Basispunkten (zehnjährige US-Treasuries). Seitdem ist die Prämie immerhin wieder auf (fast) null Prozent gestiegen (siehe Abbildung 3).

### Die Treiber der Laufzeitprämie

Wie wird sich die Bond-Laufzeitprämie in Zukunft entwickeln?

#### Klassische Makrovolatilität

Viele klassische Makrofaktoren, die zu Zeiten der Great Moderation noch für einen deutlichen Rückgang der Laufzeitprämien gesorgt hatten, werden in der Great Transformation eher zum Treiber: Die chronische Investitionsschwäche beginnt sich aufzulösen, und das strukturelle Überangebot am Arbeitsmarkt und bei vielen Rohstoffen wird abgebaut. Der klassische Konjunkturzyklus erlebt eine Renaissance. Die Folge sind eine wieder höhere Wachstums- und Inflationsvolatilität, aber auch mehr generelle Unsicherheit.

#### Geopolitische Volatilität

Auch der Umbruch der Weltwirtschaft führt zu mehr Volatilität. Einzelne Angebotsschocks sind etwa aus der Restrukturierung der globalen Lieferketten, dem Rückbau des fossilen Energiesystems und der grünen Transformation zu erwarten. Außerdem greifen die Staaten wieder stärker in das Wirtschaftsgeschehen ein. Die geopolitische Unsicherheit steigt, die Planungssicherheit für Unternehmen nimmt ab.

#### Volatilität der Geldpolitik

Etwa ab Mitte der 1980er-Jahre begannen die Notenbanken, sich an Zielgrößen zu orientieren. Damit gelang es ihnen, die Inflationserwartungen erfolgreich zu stabilisieren, was die Laufzeitprämie dämpfte. In eine ähnliche Richtung wirkten im Nachgang der Finanzkrise Zinssenkungen und später direkte Staatsanleihekäufe (quantitative Lockerung).

Im Gegensatz dazu erwarten wir, dass die Geldpolitik in der nächsten Dekade eher steigierend auf die Volatilität von Wachstum und Inflation wirken wird. Die Fed nimmt neben der Preissteigerung auch die Vollbeschäftigung stärker in den Blick. Zudem hat sie das Zwei-Prozent-Ziel gelockert: Nach langem Unter-

schreiten ist nun auch ein temporäres Überschießen der Inflation möglich, solange die Inflationserwartungen verankert bleiben. Wir erwarten, dass die Geldpolitik in den kommenden Jahren unberechenbarer wird und die Schwankungen der Inflationserwartungen dadurch steigen.

---

**Unsere Einschätzung:** Als Reaktion auf die höhere Wachstums-, Inflations- und Erwartungsvolatilität dürften die Bondinvestoren wieder höhere Laufzeitprämien verlangen. Der Grund: Zinsänderungs-, Wiederanlage- und Volatilitätsrisiken nehmen zu. Da die Unsicherheit tendenziell mit längeren Laufzeiten steigt, dürfte auch die Kurve der Laufzeitprämien steiler werden.

---

#### Angebots-Nachfrage-Faktoren

Auch eine Vielzahl an Angebots-Nachfrage-Faktoren ist für die Laufzeitprämie relevant, von denen wir vier näher beleuchten.

#### Hohe Fiskaldefizite

Das Angebot an sicheren Anlagen dürfte perspektivisch hoch bleiben. Viele Länder haben nach der Coronapandemie ihren Staatshaushalt noch nicht konsolidiert. Auch in den USA ist dies nicht absehbar, denn sowohl Republikaner als auch Demokraten scheuen eine nachhaltige Eindämmung der Staatsausgaben.

Grundsätzlich wirkt ein höheres Angebot an Staatsanleihen vor allem steigernd auf den Gleichgewichtszins. Allerdings sollte die Kombination eines zunehmend nicht nachhaltigen Fiskalpfads in einem Umfeld steigender Zinsen und Inflation auch die Laufzeitprämie erhöhen.

Wir sehen drei Wirkungskanäle, über die Aufwärtsdruck auf die Laufzeitprämien entsteht:

- Erstens steigt die **Unsicherheit über die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung**,

wenn das Angebot von Staatsanleihen zu kräftig ausgeweitet wird.

- Zweitens steigt die Sorge, dass **Staaten und Notenbanken zukünftig eine höhere Inflation tolerieren**, um die Schuldenlast abzumildern, oder gar Staatsschulden monetarisieren.
- Drittens entsteht gerade in dem von uns erwarteten **Umfeld höherer Korrelationen von Aktien- und Rentenanlagen** Aufwärtsdruck auf die Laufzeitprämie, weil Bonds weniger zur Diversifikation in gemischten Portfolios beitragen und Multi-Asset-Investoren deshalb für das zusätzliche Bondangebot höhere Renditen fordern.

---

**Unsere Einschätzung:** Die Fiskaldefizite werden wieder zu einem wichtigen Treiber für höhere Laufzeitprämien. Der Effekt auf die Steilheit der Kurve der Laufzeitprämien hängt maßgeblich von der zukünftigen Emissionsstruktur ab. Die langfristige Natur von öffentlichen Investitionen spricht für ein erhöhtes Angebot bei länger laufenden Staatsanleihen. Unsere Einschätzung gilt sowohl für die USA als auch für Europa.

---

#### Von Quantitative Easing zu Quantitative Tightening

Die Staatsanleihekäufe der Notenbanken infolge der Finanzmarktkrise hatten das Ziel, die Renditen an den Rentenmärkten im Rahmen der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing, QE) zu drücken.

Mit der wirtschaftlichen Erholung können die Notenbanken die in Krisenzeiten angekauften Staatsanleihen wieder allmählich in den privaten Markt zurückgeben (Quantitative Tightening, QT). Der Effekt wirkt stärker auf den Gleichgewichtszins selbst, doch auch die Laufzeitprämie sollte dadurch tendenziell etwas steigen.



**Unsere Einschätzung:** Quantitative Tightening wirkt leicht erhöhend auf die Laufzeitprämie und die Steilheit der Kurve der Laufzeitprämien, da die Papiere mit mittleren und längeren Laufzeiten stärker betroffen sind.

#### ***Der Anlagenotstand ist beendet – „Search for Yield“ kehrt sich um***

Mit den wieder höheren Zinsen und Renditen für Staatspapiere besteht im Fixed-Income-Bereich kein Anlagenotstand mehr. Staatsanleihen sind unter Ertragsgesichtspunkten wieder attraktiv. Der Anreiz (beziehungsweise die Notwendigkeit), in risikoreichere Sub-Anlageklassen zu investieren, um (absolute) Renditeziele zu erreichen, ist nicht mehr gegeben.

**Unsere Einschätzung:** Die höheren Zinsen und Bondrenditen führen zu einer Reallokation in sichere Staatsanleihen und Unternehmensanleihen von hoher Bonität. Aufgrund der höheren Nachfrage nach Staatsanleihen wird die Bond-Laufzeitprämie für sich genommen hier gedämpft.

#### ***Ersparnisangebot und Investitionsnachfrage***

In Kapitel 3 haben wir detailliert herausgearbeitet, wie sich das **Ersparnisangebot** nach unserer Einschätzung in den kommenden Jahren entwickeln wird.

**Unsere Einschätzung:** Aufgrund der weiter abnehmenden Dynamik erwarten wir vom Ersparnisangebot keinen zusätzlichen Impuls für die Laufzeitprämien und die Kurve der Laufzeitprämien.

Auch die für die **Investitionsnachfrage** maßgeblichen Faktoren haben wir in Kapitel 3 dargelegt.

**Unsere Einschätzung:** Viele der analysierten Faktoren für die Investitionsnachfrage werden in Zukunft für etwas Aufwärtsdruck auf die Laufzeitprämien sorgen. Dies gilt insbesondere für die verstärkten öffentlichen Investitionen in die Infrastruktur sowie die staatliche Unterstützung privater Investitionen. Insgesamt nimmt damit die Nachfrage nach langfristigem Kapital weiter zu. Aufgrund der Fristigkeit dürften vor allem die Prämien für Anleihen längerer Laufzeiten steigen. Deshalb sollte die Kurve der Laufzeitprämien auch aus diesem Grund steiler werden.

#### **Zwischenfazit**

In der Zeit der Great Moderation bis zur Coronapandemie haben viele Faktoren dämpfend auf die Bond-Laufzeitprämie gewirkt. In den nächsten Jahren (Great Transformation) dreht sich dieser Effekt an vielen Stellen um (siehe Tabelle 1). Das bedeutet zum einen, dass wir eine Niveaushiftung der Laufzeitprämien nach oben erwarten. Nur ein Teil dieser Anpassung ist bereits erfolgt. Während der Coronapandemie lag die Laufzeitprämie bei –1,4 Prozent. Seither ist sie wieder auf knapp null Prozent gestiegen. Langfristig erwarten wir eine Laufzeitprämie bei zehnjährigen US-Staatsanleihen von einem Prozent. Zum anderen dürfte auch die Kurve der Laufzeitprämien steiler werden: Die Prämien im längeren Laufzeitbereich sollten stärker ansteigen als bei kürzer laufenden Anleihen. In Kombination mit den Erwartungen für die Gleichgewichtszinsen bedeutet dies höhere Renditen für Staatsanleihen und tendenziell steilere Zinsstrukturkurven.

Dies ist ein zentrales Ergebnis dieses White Papers: Sowohl die unmittelbare Zinsentwicklung als auch die Erwartungen für die Laufzeitprämien dürften die Attraktivität der Rentenmärkte für Investoren strukturell sogar noch erhöhen und im mittelfristigen Durchschnitt auf ansprechendem Niveau halten. Dies gilt in dieser Eindeutigkeit allerdings nur



Tabelle 1 **Zusammenfassung: Entwicklung der Bond-Laufzeitprämie****Einschätzung der Stärke und Richtung des Einflusses**

	Great Moderation		Great Transformation	
	Finanzkrise		ab 2020	
	vor	nach	Niveau	Steigung
<b>Makrovolatilität</b>	--	-	+	+
<b>Geopolitik/Angebotsschocks</b>	--	-	+	+
<b>Geldpolitik</b>	--	--	+	+
<b>Fiskaldefizit</b>	-	+	++	+
<b>NB-Programme: QE &amp; QT</b>		--	+	+
<b>Search for Yield</b>	0	+	-	0
<b>Savings Glut/Anlegerstruktur</b>	-	0/-	+	-
<b>Ersparnis/Investition</b>	-	-	+	+
<b>Gesamt</b>	-	-	+	+

Quelle: Union Investment. Stand: 31. August 2024.

für Staatsanleihen – den sicheren Hafen – und Unternehmensanleihen hoher Bonität. Bei stärker risikobehafteten Anleihen ist die Entwicklung unklarer, unter anderem, weil die relative Nachfrage aus den geschilderten Gründen zurückgehen dürfte. Regional gilt unsere Analyse unmittelbar für US-Anleihen, dürfte qualitativ aber in ähnlicher Weise auch auf den europäischen Anleihemarkt zutreffen.

Aus oben genannten Gründen wird in Europa insbesondere die Investitionsnachfrage als Treiber wohl weniger stark auf die relevanten Größen wirken. Dies mag gegenüber den USA gegebenenfalls zu leichten (strukturellen) Renditeabschlägen führen, an unserer Aussage einer auch hier nachhaltig gesteigerten Attraktivität des Rentenmarkts ändert dies allerdings nichts.

### 4.3 Auswirkungen auf die Aktienrisikoprämie

Im vorangegangenen Abschnitt 4.2 haben wir analysiert, wie unter anderem die realwirtschaftlichen Faktoren der Great Transformation auf die Bond-Laufzeitprämie wirken. Nun gehen wir einen Schritt weiter und nehmen die Aktienrisikoprämie (ARP) in den Blick.

Die ARP wird implizit aus den Aktienkursen ermittelt. Sie gibt an, welche Prämie über Staatsanleihen implizit in den Aktienkursen

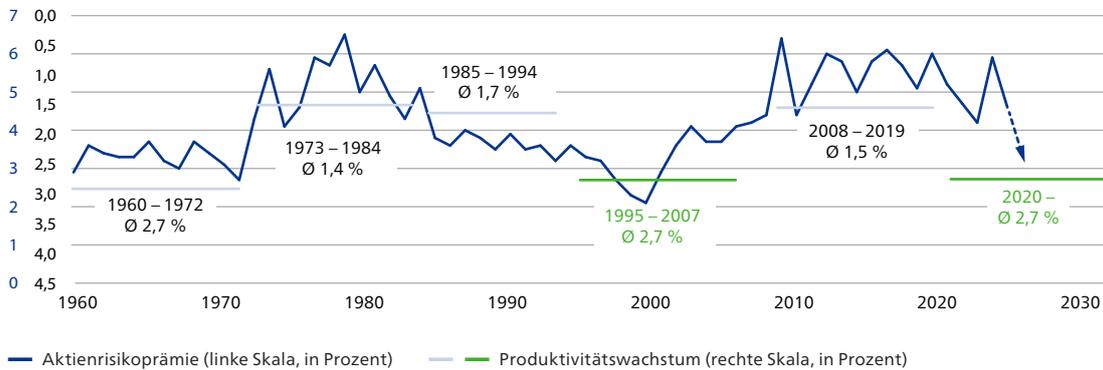
eingepreist ist. Steigen (fallen) die Aktienkurse bei unveränderten Dividenden und Bondrenditen, so fällt (steigt) die Aktienrisikoprämie. Ende 2023 lag die implizite Aktienrisikoprämie bei 4,6 Prozent. Welche Entwicklung erwarten wir in den nächsten Jahren?



[zum Inhaltsverzeichnis](#)

Abbildung 4

## Mit höherem Wirtschaftswachstum verlangen Investoren eine geringere Aktienrisikoprämie



Quellen: Aswath Damodaran, Macrobond, Union Investment. Stand: 30. August 2024.

### Höhere Produktivität und Wirtschaftswachstum

Die Great Transformation sorgt für eine höhere Wirtschaftsdynamik. Das Niveau des Wirtschaftswachstums ist höher, der langfristige Wachstumspfad steiler. Beides lässt für sich genommen die ARP deutlich sinken: Investoren können optimistischer sein, weil zukünftige Gewinne und Dividenden sicherer werden. Wirtschaftsabschwünge erscheinen weniger bedrohlich für Unternehmen, Insolvenzen sind weniger wahrscheinlich. Die allgemeine Risikoaversion geht zurück. Investoren sind dadurch bereit, eine geringere Prämie für das eingegangene Aktienrisiko zu verlangen.

Abbildung 4 zeigt den langfristigen Zusammenhang von Produktivitätswachstum und der Aktienrisikoprämie. Mit der Erwartung von einem Produktivitätswachstum von deutlich über 2,0 Prozent über das nächste Jahrzehnt können wir für sich genommen auf einen kräftigen Rückgang der ARP von derzeit 4,5 Prozent auf ein Niveau um 2,5 bis 3,0 Prozent schließen.

**Unsere Einschätzung:** Das höhere Produktivitäts- und Wirtschaftswachstum senkt die ARP (isoliert betrachtet) um bis zu zwei Prozentpunkte.

### Mehr Wachstums- und Inflationsvolatilität

In der Great Transformation wird zwar der langfristige Wachstumspfad steiler – aber gleichzeitig nehmen die konjunkturellen Schwankungen um diesen Pfad in Ausmaß und Häufigkeit zu. Eine höhere Makrovolatilität wirkt treibend auf die Aktienrisikoprämie: Je weniger vorhersehbar das Wirtschaftswachstum, die Inflation und die Zinsen für die Marktteilnehmer sind, desto höher ist die ARP.

**Unsere Einschätzung:** Wir erwarten, dass die höhere Wachstums- und Inflationsvolatilität (isoliert betrachtet) für einen Anstieg der ARP um 0,5 Prozentpunkte sorgt.

### Geopolitik und Restrukturierung der globalen Lieferketten

Im Großmachtwettbewerb steigt die geopolitische Unsicherheit. Dazu nimmt die Planungssicherheit der Unternehmen ab, auch Gewinne und Dividenden werden in diesem Kontext weniger gut prognostizierbar. Aus diesem Grund verlangen Investoren eine höhere Kompensation beim Erwerb von Aktien, die bislang nur begrenzt eingepreist ist.

**Unsere Einschätzung:** Die höhere geopolitische Unsicherheit sowie die geringere Planungssicherheit der Unternehmen erhöhen die ARP um 0,5 Prozentpunkte.

Erwartungen für Produktivität und Wachstum. Insgesamt erwarten wir deshalb, dass die Aktienrisikoprämie in der nächsten Dekade um 1,0 Prozentpunkte sinken wird.

### Zwischenfazit

Verschiedene Faktoren wirken mit unterschiedlichem Vorzeichen auf die Aktienrisikoprämie. Ausschlaggebend sind letztlich die positiven

## 4.4 Implikationen für Investoren

Welche Schlüsse können Investoren daraus ziehen? Bevor wir die Implikationen auf die Anlageklassen Aktien und Renten sowie die Asset Allocation diskutieren, fassen wir unsere Erkenntnisse aus Kapitel 4 in kurzer Form zusammen, denn sie bilden letztlich die Basis für unsere Empfehlungen.

- Unsere Erwartung für die kommenden zehn Jahre ist, dass der **reale Gleichgewichtszins** um 0,9 Prozentpunkte steigen wird auf dann im Schnitt etwa 1,4 Prozent, der neutrale US-Leitzins auf 3,7 Prozent.
- Wir erwarten langfristig eine **Laufzeitprämie** bei zehnjährigen US-Staatsanleihen von einem Prozent (aktuell um die null Prozent). Zudem erwarten wir, dass die Kurve der Laufzeitprämien steiler wird. Tendenziell werden damit auch die Zinsstrukturkurven an den Rentenmärkten wieder steiler. Die Renditevolatilität von Staatsanleihen nimmt allerdings zu.
- Die **Aktienrisikoprämie** ist unterschiedlichen Einflüssen ausgesetzt, die teils dämpfende

und teils steigernde Wirkung haben. Im Ergebnis erwarten wir, dass der dämpfende Einfluss der höheren Produktivität überwiegt und die Aktienrisikoprämie in den nächsten Jahren um einen Prozentpunkt auf etwa 3,5 Prozent sinken wird.

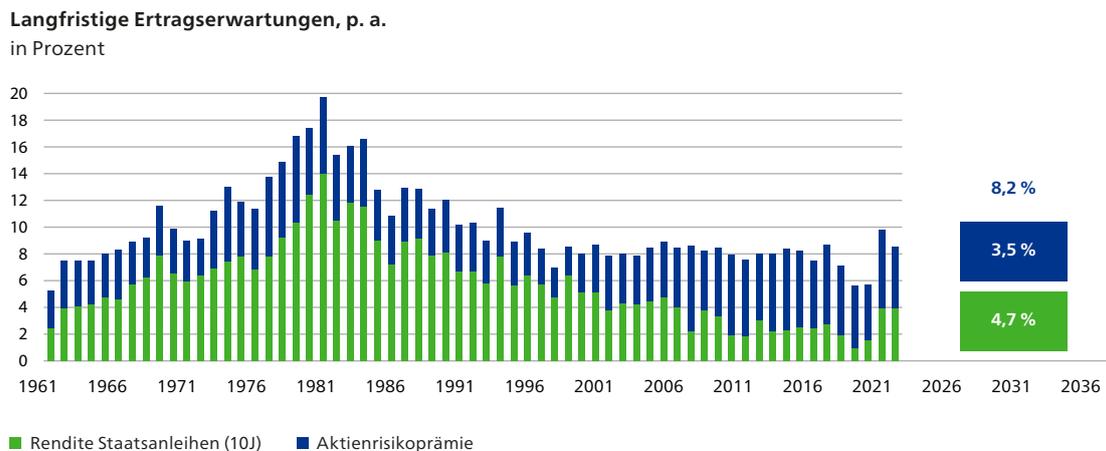
### Langfristige Ertragserwartungen

Die bisher diskutierten Ergebnisse zum gleichgewichtigen Zins (1,4 Prozent), zur Inflation (2,3 Prozent<sup>7</sup>), zur Bond-Laufzeitprämie (1,0 Prozent) und Aktienrisikoprämie (3,5 Prozent) nutzen wir, um langfristige Ertragserwartungen für die (Sub-)Anlageklassen Geldmarkt, Staatsanleihen und Aktien abzuschätzen.

Für den US-Geldmarkt erwarten wir eine Verzinsung von etwa 3,7 Prozent (Gleichgewichtszins + Inflation). Mit einer Laufzeitprämie von 1,0 Prozent steigt die langfristige Ertragserwartung von zehnjährigen amerikanischen Staatsanleihen auf 4,7 Prozent. Mit einer Aktienrisikoprämie in Höhe von 3,5 Prozent liegt die erwartete langfristige Wertentwicklung für

<sup>7</sup> Die Inflation wird in den nächsten Jahren leicht über dem Notenbankziel von zwei Prozent verharren. Hierfür sprechen zahlreiche strukturelle Faktoren. Näheres dazu findet sich in unserem White Paper zur Risikomanagement-Konferenz 2021 (<https://ui-link.de/rmk-21>).



Abbildung 5 **Asset Allocation: Renten im Vergleich zu Aktien so attraktiv wie seit 20 Jahren nicht mehr**

Quelle: Aswath Damodaran, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2023.

Aktien bei 8,2 Prozent. Das bedeutet: Staatsanleihen und ihnen nahestehende bonitätsstarke Rentenpapiere wie Investment-Grade-Unternehmensanleihen gewinnen aus langfristiger Ertragsicht an Attraktivität gegenüber Aktien (siehe Abbildung 5).

### Geld- und Rentenmarkt setzen Renaissance fort

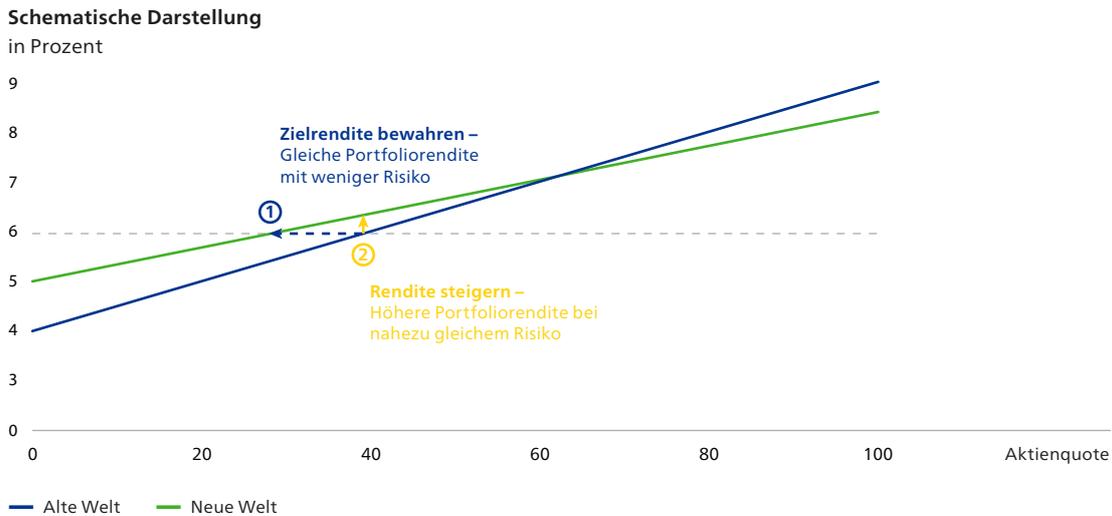
Bei Staatsanleihen erwarten wir in der nächsten Dekade also eine höhere nominale und reale Wertentwicklung. Mit anderen Worten: Der sichere Hafen ist endgültig zurück! Gründe dafür sind der Anstieg der Bond-Laufzeitprämie sowie der Schub durch den höheren kurzfristigen Gleichgewichtszins. Nebenbemerkung: Auch der Geldmarkt bleibt im Durchschnitt attraktiv. Aktuell ist er das aufgrund der weiterhin restriktiven Notenbankpolitik, perspektivisch profitiert er eher von den beschriebenen strukturellen Entwicklungen.

Investoren erhalten wieder eine höhere Prämie für das Risiko, das sie mit dem Kauf der längerfristigen Anleihen eingehen. Die Zinsstrukturkurven werden damit steiler und

weisen eine normale (also positive) Form auf. Für Investoren, die eine konstante Duration in ihrem Rentenportfolio anstreben („Constant-Maturity-Investoren“), kommt damit der Roll-down-Ertrag als Performancequelle zurück.

Von den drei Quellen der Wertentwicklung – Kupon, Roll-down-Ertrag und sonstige Kursveränderungen (zum Beispiel durch Kurvenverschiebungen) – nehmen die beiden ersteren perspektivisch einen immer größeren Anteil an der langfristigen Wertentwicklung ein. Die Wahrscheinlichkeit negativer Rentenjahre sinkt. Im Bereich Asset-Liability-Management ermöglichen die höheren Renditen bei Staatsanleihen ein fristgerechtes Matching von Verbindlichkeiten und Anlagen. Anlagen mit Wertsicherung steht wieder mehr Risikobudget zur Verfügung, was die langfristigen Chancen der Kapitalanlage erhöht. Mit den höheren Renditelevels und der höheren Makrovolatilität steigt zwar auch die Zins- und Renditevolatilität und damit die Volatilität der Anlageklasse insgesamt, aber dies ausgehend von einem höheren Niveau. Kupon und auch Roll-down-Erträge wirken stabilisierend, je länger der Anlagehorizont ist. Kurzfristig sind aber stärkere Kursschwankungen möglich.

Abbildung 6 Renaissance der Renten verbessert Rendite-Risiko-Verhältnis



Quelle: Union Investment.

Dies hat wichtige Implikationen für Investoren mit hohen Rentenquoten und jene, die ihre Anlage mit einer festen Wertuntergrenze (Wertsicherung) steuern. Die höhere Laufzeitprämie an den Rentenmärkten erlaubt es, höhere Renditen für längere Laufzeiten auch bei Wertsicherungskonzepten zu nutzen. Gleichzeitig müssen die Portfolios auf die erhöhte Zins- und Renditevolatilität eingestellt werden. Viele Investoren haben deshalb bereits ihren Wertsicherungshorizont über jene zwölf Monate hinaus ausgedehnt, die in der Niedrigzinsphase häufig Standard waren. Unter Umständen sind aber im Risikomanagement weitere Anpassungen an die veränderte Zins- und Renditevolatilität notwendig.

### Fixed-Income-Sub-Anlageklassen

Es wird zunehmend wahrscheinlicher, dass Investoren mit Staatsanleihen und Investment-Grade-Unternehmensanleihen ihre Portfolio-Zielrendite erreichen – somit können sie die „Risikoleiter“ wieder herabsteigen.

Zudem erwarten wir, dass sich die Bewertung von Staatsanleihen zwischen Ländern und

Regionen, aber auch unter den Sub-Anlageklassen wieder stärker an den spezifischen Risiken wie Bonität und Laufzeit orientieren wird – eine Chance für das aktive Management, das sich somit wieder stärker lohnt.

### Aktienmarkt

Die wichtigste Implikation für Aktienanleger in den kommenden Jahren ergibt sich aus einer Verschiebung der Risiken in dem veränderten Umfeld: Während das von uns erwartete höhere Wirtschaftswachstum für sich genommen positiv ist und Konjunkturabschwünge für Unternehmen weniger bedrohlich werden, steigen die Risiken auf der Kostenseite. Dazu zählen höhere Finanzierungs- und Lohnkosten und das Risiko steigender Unternehmenssteuern zur Finanzierung der Staatshaushalte. Für Unternehmen besteht die Unsicherheit, vom insgesamt größeren Kuchen weniger abzubekommen. Sie erzielen in Summe höhere Umsätze, von denen am Ende aber weniger Gewinn bei ihnen ankommt.

Die absoluten Ertragserwartungen für die Anlageklasse Aktien sehen wir aber insgesamt

wenig verändert. Geldmarkt, Staatsanleihen und Investment-Grade-Unternehmensanleihen holen jedoch auf.

### Asset Allocation – Portfolioimplikationen

Mit den höheren langfristigen Ertragsersparungen von Renten ergeben sich für Anleger von gemischten Portfolios zwei Möglichkeiten (siehe Abbildung 6).

**1. „Zielrendite bewahren“:** Die höhere Wertentwicklung der Staatsanleihen ermöglicht es Investoren, die Aktienallokation etwas zu senken. Das Portfolio erzielt den gleichen Return bei einem geringeren Risiko. Der Anteil der risikoarmen Anlage (Staatsanleihen) im Portfolio steigt. Der Anteil der risikoreicheren Anlage (Aktien) nimmt ab. Im Ergebnis verbessert sich damit das Rendite-Risiko-Verhältnis.

**2. „Return steigern“:** Die Allokation der beiden Anlageklassen bleibt unverändert. Der Portfolioreturn steigt durch die höhere Wertentwicklung von Staatsanleihen, während das Risiko nur leicht zunehmen sollte (etwas geringeres Aktienrisiko, leicht höheres Risiko der Renten durch die gestiegene Zinsvolatilität). Ferner erwarten wir in einem Umfeld von höherer Inflation und Inflationsvolatilität, dass Aktien und Renten leicht positiv korrelieren.<sup>8</sup>

Allocation. Denn der Minderertrag des Portfolios bei zu niedriger Allokation in Aktien fällt weniger ins Gewicht. Anleger sollten deshalb in den nächsten Jahren ihren Fokus wieder mehr in Richtung taktische Asset Allocation verschieben und die Gewichtung der Anlageklassen mehr an die Entwicklungen innerhalb der Konjunktur- und Anlagezyklen anpassen.

### Relevanz der strategischen und taktischen Asset Allocation

Eine weitere Implikation für Anleger ergibt sich aus dem von uns erwarteten geringeren Renditeabstand zwischen Aktien und Renten. Dieser reduziert die Relevanz der strategischen Asset

<sup>8</sup> Eine Erläuterung zu den veränderten Diversifikationseigenschaften und Empfehlungen für gemischte Portfolios finden sich im White Paper Risikomanagement von 2022: „Das Ende der Stabilität – Investieren in einer volatileren Welt“ (<https://ui-link.de/rmk-22>).



# 5 Fazit

## 5 Fazit

Mit Blick auf den Rentenmarkt und das Verdikt von Warren Buffett aus dem Jahr 2021 lässt sich sagen: Totgesagte leben eben doch länger. Jahrelang war der „sichere Hafen“ von Staatsanleihen hoher Bonität zwar tatsächlich meist sicher, gleichwohl aber ein Ort, an dem man nur widerwillig „ankerte“: Bis zur Coronapandemie haben zahlreiche Faktoren für ein niedriges Zinsniveau gesorgt und die Bond-Laufzeitprämie bis in den negativen Bereich gedrückt. Investoren mussten stärker ins Risiko gehen.

Doch dieser Anlagenotstand ist mittlerweile beendet. Im White Paper haben wir analysiert, dass der Gleichgewichtszins sehr wahrscheinlich sogar noch weiter steigen wird. Dies wird vor allem durch eine höhere Investitionsnachfrage getrieben, zugleich sinkt das gesamtwirtschaftliche Ersparnisangebot etwas. All dies gilt vor allem in den USA, mit Abstrichen aber auch in Europa.

Im zweiten Schritt haben wir diskutiert, welche Implikationen sich für die Kapitalmärkte ergeben. Wir haben gezeigt, dass die „klassischen“ Laufzeitprämien zurückkehren dürften und die Zinsstruktur sich normalisiert. Daraus folgt, dass sichere Staatsanleihen (vor allem US-Treasuries und Bundesanleihen) und Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich auf Sicht der nächsten Dekade weiter an Attraktivität gewinnen.

Allerdings steigt die Zinsvolatilität, und Investoren müssen ihr Risikomanagement anpassen. Dabei können sie die Risikoleiter herabsteigen. Spezifische Risiken rücken bei der Auswahl von Assets wieder in den Vordergrund. Aktives Management kann seinen Wert wieder besser unter Beweis stellen als in der jüngeren Vergangenheit.

Auch bei der Anlageklasse Aktien gibt es Veränderungen: Das von uns erwartete höhere Produktivitäts- und damit Wirtschaftswachstum

ermöglicht grundsätzlich eine niedrigere Aktienrisikoprämie. Der sich verschärfende Großmachtwettbewerb zwischen China und den USA begrenzt allerdings den Rückgang.

Grundsätzlich bieten sich für Investoren damit attraktive Alternativen. Nicht nur der sichere Hafen ist zurück – auch die relative Attraktivität von Renten gegenüber Aktien steigt. Multi-Asset-Investoren erzielen bei unveränderter Aktien-Renten-Allokation eine höhere Portfoliorendite, wobei das kurzfristige Risiko nur leicht zunimmt. Die andere Möglichkeit besteht darin, die Aktienquote zu verringern. Auf diese Weise können Investoren das Risiko ihres Portfolios senken, ohne Abstriche bei ihrer Zielrendite machen zu müssen.

Können Investoren also nur gewinnen in dieser neuen Welt? Nicht ganz! Die Diversifikation gemischter Portfolios sinkt, weil durch die etwas höhere und volatilere Inflation die Korrelation von Aktien und Renten steigt. Schwankungen werden also durch die bisherige Allokation nicht mehr so gut ausgeglichen. Je kürzer der Anlagehorizont ist, desto wichtiger wird es, neben Aktien und Renten andere Wertanlagen in das Portfolio aufzunehmen, die für mehr Risikostreuung sorgen können. Davon abgesehen gewinnt die taktische Allokation relativ gesehen an Bedeutung. Zurücklehnen können sich Investoren also nicht.



## Rechtliche Hinweise

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

Die Inhalte dieser Kundeninformation stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle qualifizierte

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

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 18. September 2024, soweit nicht anders angegeben.



Investoren können wieder zu sichereren Anleihen greifen und die Risikoleiter herabsteigen. Spezifische Risiken rücken bei der Auswahl von Assets wieder in den Vordergrund und lassen die Rendite als einzig dominierendes Kriterium etwas stärker in den Hintergrund treten. Das aktive Management kann unter diesen Rahmenbedingungen seinen Wert noch besser unter Beweis stellen als in der jüngeren Vergangenheit.

# Wir arbeiten für Ihr Investment

Herausgeber:

Union Investment Institutional GmbH  
Weißfrauenstraße 7  
60311 Frankfurt am Main  
Deutschland

Bildnachweise: Union Investment Institutional GmbH,  
ABC Vector/Getty Images

Tel.: 069 2567-7652

[institutional@union-investment.de](mailto:institutional@union-investment.de)

[www.institutional.union-investment.de](http://www.institutional.union-investment.de)  
[www.union-investment.com](http://www.union-investment.com)

Stand: September 2024

