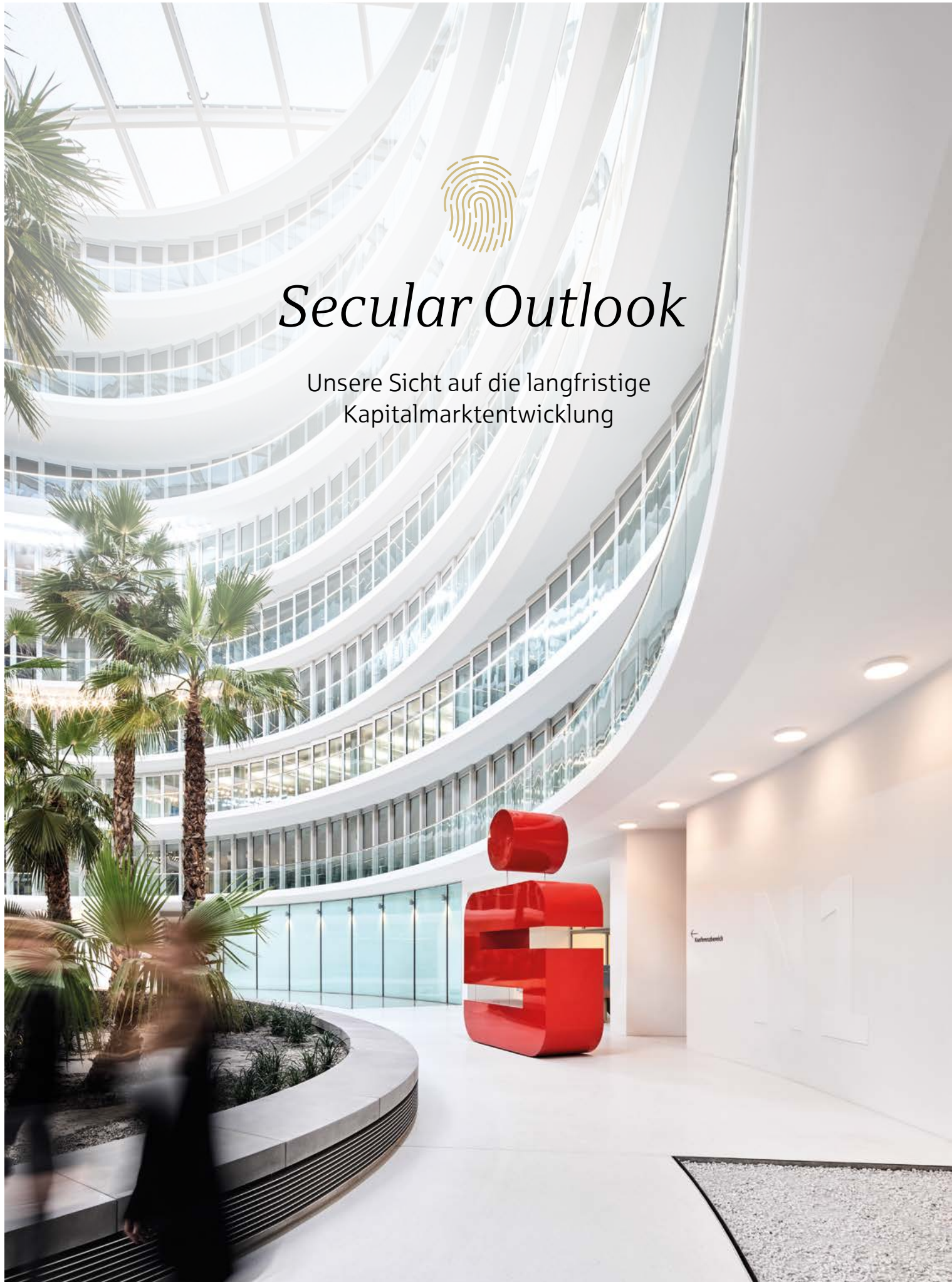




# *Secular Outlook*

Unsere Sicht auf die langfristige  
Kapitalmarktentwicklung









# Inhalt

Der Haspa Secular Outlook – unsere Sicht auf die langfristige Kapitalmarktentwicklung	4
Die Welt in der Zeitenwende oder Die Suche nach dem Weg in die Zukunft	6
Von einem ungewöhnlichen Jahrzehnt zurück zu einer neuen Normalität	9
Ein holpriger Weg in eine neue Weltordnung	16
Volkswirtschaftlicher Ausblick für die „Silbernen 20er“	20
Mögliche Alternativszenarien zu unserem langfristigen Kapitalmarktausblick	25
Die „Silbernen 20er“ – Chancen und Herausforderungen für die Kapitalanlage	27
Übersicht Anlageklassen: Prognosen und historische Wertentwicklung	36



**Unser Autor Bernd Schimmer**  
hat als Chef-Investment-Stratege bei der  
Haspa den Kapitalmarkt im Blick.



**Unser Autor Christoph Metz, CFA**  
leitet die Vermögensverwaltung im  
Private Banking der Haspa.



**Unser Autor Dr. Max Ole Liemen**  
ist einer der Spezialisten für  
Marktanalytik bei der Haspa.

# *Der Haspa Secular Outlook – unsere Sicht auf die langfristige Kapitalmarktentwicklung*

Aus unserer Sicht sind die langfristigen Entwicklungen von Anlageklassen von den Rahmenbedingungen abhängig, in denen die wirtschaftliche Aktivität stattfindet. In unserem Secular Outlook versuchen wir, das internationale Anlageumfeld der nächsten zehn Jahre für liquide Anlageklassen zu definieren. Neben volkswirtschaftlichen Entwicklungen tragen wir hierbei auch den aus unserer Sicht wahrscheinlichen politischen, regulatorischen und gesellschaftlichen Veränderungen Rechnung. Aus dem dadurch skizzierten Bild eines langfristigen Anlageumfeldes versuchen wir, in einem zweiten Schritt Ableitungen für den Verlauf der drei wichtigsten Einflussgrößen für die Portfolioentwicklung zu treffen: der Wertentwicklung der Anlageklassen, der Schwankungsbreite der Anlageklassen und der Korrelationen zwischen den Anlageklassen.

**Autor: Bernd Schimmer**

Diese Überlegungen zur langfristigen Kapitalmarktentwicklung bilden die Grundlage für die Definition unserer strategischen Anlage-Allokation. Diese ist maßgeblich für die Festlegung des Risiko-Chance-Profiles eines Portfolios und ist daher wichtig für jeden Anleger.

## *Warum sind strategische Anlageüberlegungen wichtig und für wen?*

Strategische Überlegungen sind immer dann wichtig, wenn Ziele, die in weiterer Zukunft liegen, erreicht werden sollen. Sie dienen dazu, Annahmen zur Entwicklung des Umfeldes, in dem man agiert, sowie zu wichtigen Einflussgrößen zu formulieren. Sie helfen uns auch dabei, Vorgehensweisen zu definieren, um die Chancen zu erhöhen, mit einer möglichst hohen Wahrscheinlichkeit die gesteckten Ziele zu erreichen.

Das Ziel unserer Anleger ist im Allgemeinen der mittel- bis langfristige Vermögensaufbau und/oder der reale Vermögenserhalt. Um sie dabei zu unterstützen, dieses Ziel zu erreichen, entwickeln wir eine auf ihre individuellen Bedürfnisse und Risikoneigung angepasste strategische Anlage-Allokation. Diese bildet die Leitplanken für unser Management ihres Mandates bezüglich der Allokation des Vermögens in verschiedenen Anlageklassen und im Speziellen in Aktien und Anleihen.



Viele unserer Kunden, wie beispielsweise Stiftungen, müssen regelmäßig ihre strategische Allokation mit den Anlagezielen neu abgleichen. Für Pensionskassen ist eine jährliche Überarbeitung der strategischen Asset-Allokation in der Anlageverordnung sogar gesetzlich vorgeschrieben. Aber auch Privatanleger sollten mindestens einmal im Jahr mit ihrem Finanzberater oder Portfoliomanager ihre Anlageziele und Bedürfnisse überdenken und prüfen, ob die gewählte Allokation mit diesen noch übereinstimmt.

„Wer in der Zukunft  
lesen will, muss in der  
Vergangenheit blättern.“

*André Malraux*



### **Die fünf zentralen Maximen unseres Secular Outlooks:**

1. Fokus auf Resilienz: Die Widerstandsfähigkeit von Portfolios sollte durch einen breiten Multi-Asset-Ansatz gestärkt werden, da neu aufkommende Risiken im kommenden Jahrzehnt schwer prognostizierbar sind.
2. Diversifikation nicht nur zwischen, sondern auch innerhalb der verschiedenen Anlageklassen. Bewertungsunterschiede ergeben Performancechancen.
3. Diversifikation von Länderrisiken durch eine breite geografische Risikostreuung.
4. Aktives Risikomanagement zur Erhöhung der Resilienz gegenüber negativen Folgen unvorhersehbarer Schocks, sogenannter „Schwarzer Schwäne“.
5. Fokus auf Substanzwerte und laufende Erträge. Wir erwarten, dass ordentliche Gewinne (insbesondere Dividenden und Kupons) gegenüber außerordentlichen Gewinnen in der nächsten Dekade wieder wichtiger werden.

Annahmen über die möglichen zukünftigen geopolitischen, politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen zu treffen, ist aus unserer Sicht für eine gute Kapitalanlage unabdingbar. Aber man sollte dieses Unterfangen immer mit großer Demut angehen. Denn „Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen“ – so lautet ein beliebtes Bonmot, das Mark Twain, Karl Valentin, Niels Bohr und auch Winston Churchill zugeschrieben wird. Die von uns erstellten Prognosen zum möglichen Anlageumfeld der kommenden Dekade und zu der möglichen Entwicklung von Anlageklassen sind natürlich wie alle die Zukunft betreffenden Aussagen mit Unsicherheit verbunden. Sie stellen daher keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar. Auch ist ein Kapitalverlust bei Kapitalanlagen grundsätzlich nicht auszuschließen. ■

# Die Welt in der Zeitenwende oder Die Suche nach dem Weg in die Zukunft

Wer vor fünf Jahren eine Prognose über den heutigen Zustand der Welt hätte abgeben müssen, hätte unmöglich ahnen können, was alles passieren sollte: eine weltweite Pandemie, in der die Welt plötzlich stillstand, ein Krieg mitten in Europa, der zu einem Energienotstand führte, und die Rückkehr der Inflation, die die Zentralbanken zu einer scharfen Zinswende zwang. Zudem haben sich zwei für die Zukunft bedeutende Entwicklungen enorm beschleunigt. Der Klimawandel ist nicht erst eine Gefahr für entfernte Generationen, sondern bereits für uns heute. Und die Künstliche Intelligenz (KI) ist keine Utopie des nächsten Jahrhunderts, sondern schon Realität.

## Gastbeitrag: Prof. Dr. Henning Vöpel

Aber kann es wirklich sein, dass uns in wenigen Jahren so viele „Schwarze Schwäne“, also sehr seltene Ereignisse mit sehr weitreichenden Auswirkungen, ereilt haben? Waren es nicht eher „Elefanten im Raum“, die eigentlich schon da waren, die wir aber nicht gesehen haben oder nicht sehen wollten? Zu schön war die alte Welt. So schön, dass die Illusionen der Gegenwart über die Sorgen der Zukunft gesiegt haben. Nun aber sind wir



**Unser Gastautor Prof. Dr. Henning Vöpel**  
ist Vorstand des Centre for European  
Policy Network.

in dieser neuen, gar nicht so schönen Welt aufgewacht. Kein Wunder also, dass die Gegenwart uns als eine Zeitenwende erscheint. Die Zukunft ist keine stetige Fortschreibung der Vergangenheit mehr, ein Zeitenbruch liegt vor ihr.

Nichts wird, nichts kann also so bleiben, wie es war. Mit einer Zeitenwende geht daher notwendig ein Gestaltungsauftrag einher. Der zerfallenden Gegenwart muss eine neue Zukunft entgegengesetzt werden. Aus der Disruption des Alten muss Neues entstehen, so wie der Ökonom Joseph Schumpeter es einst mit der „kreativen Zerstörung“ beschrieb. Eine Zeitenwende ist mithin, vorausgesetzt, sie geschieht nicht einfach, sondern wird gestaltet, immer auch eine Zeit der Chancen. Aber worin liegen denn die Chancen, wenn doch kaum etwas über die Zukunft bekannt sein kann, eine Prognose unmöglich ist? An die Stelle der Prognose tritt die Regnose. Nicht aus der Gegenwart ziehen wir Rückschlüsse für die Zukunft, sondern umgekehrt, aus einer Vorstellung der Zukunft versuchen wir, eine Anleitung für den Wandel zu erhalten. Doch wenn sich alles gleichzeitig verändert, entsteht eine hohe Komplexität und Unbestimmtheit. Wir bewegen uns in der „Liminalität“, in einer Grenz- und Schattenwelt zwischen einer nicht mehr funktionierenden Gegenwart und einer noch ungewissen Zukunft. Ein solcher Zustand erfordert Vertrauen in eigene Fähigkeiten und Mut zu Veränderungen.

Anhand von drei Leitfragen soll im Folgenden versucht werden, die Grundlinien und Bewegungsrichtungen in dieser „Schattenwelt“ einer Zeitenwende zu identifizieren und zu beschreiben: Wie können die Krisen der Gegenwart interpretiert werden, was bedeutet das für die Entscheidungen und das Handeln heute und was können wir heute über die Zukunft wissen?

### *Krise und Ordnung: Warum es um größere Zusammenhänge geht*

Die vielen Krisen sind Folge und Ausdruck einer umfassenden Ordnungskrise. Der offenkundigste Zerfall betrifft die geopolitische Ordnung. Der wirtschaftliche Aufstieg Chinas hat mittlerweile auch geopolitisch zu hegemonialen Ansprüchen gegenüber den USA geführt. Der Übergang in eine neue geopolitische Ordnung ist vor allem ein machtpolitischer. Das hat Folgen für den regelbasierten Multilateralismus der vergangenen Jahrzehnte, der so viel Wohlstand in der Welt erzeugt hat und von dem vor allem Deutschland so profitierte. Nun aber werden Lieferketten fragil und neue Strategien für den Umgang mit Versorgungsrisiken werden benötigt. Das kooperative Positivsummenspiel der Globalisierung wird zu einem konfrontativen Nullsummenspiel der Geopolitik. Das ist auch deshalb keine gute Nachricht, weil es für die Themen Klimawandel, Migration oder Künstliche Intelligenz unbedingt globale Kooperation wird geben müssen. Zwei weitere bedeutende Ordnungen der Gegenwart zerfallen: Die klassische Industrialisierung geht zu Ende. Technologisch wird sie abgelöst durch

das digitale Zeitalter. Daten und Algorithmen verändern Märkte, Lieferketten und Geschäftsmodelle. Wohlstand wird neu verteilt. Digitalisierung und Künstliche Intelligenz verändern aber auch das Zusammenleben und die Kommunikation in Gesellschaften – durchaus mit ernststen Risiken für die Demokratie. Und zum Dritten bedeutet der Klimawandel, und nicht nur dieser, sondern auch die Biodiversitätskrise, dass Nachhaltigkeit zu einer Bedingung von Wachstum wird. Das Bundesverfassungsgericht wies in einem aufsehenerregenden Urteil, eben weil von so fundamentaler Bedeutung, auf die generationenübergreifende Verantwortung für die Folgen heutiger Entscheidungen und Handlungen hin.

Wenn Ordnungen zerfallen, ist das ein sehr folgenreicher Vorgang. Ordnungen sind normative Konstruktionen der Wirklichkeit, die uns helfen, in einer prinzipiell unsicheren und komplexen Welt robuste und im Sinne der Ordnung vernünftige Entscheidungen treffen zu können. Wenn die Regeln und Institutionen, die eine solche Ordnung repräsentieren, nicht mehr funktionieren, ist dies ein Hinweis auf den Zerfall von Ordnungen, der, eben weil er so fundamental und umfassend ist, oft mit einem Vertrauensverlust einhergeht. Wenn dies so ist, besteht die Aufgabe der Politik, aber auch der Gesellschaft insgesamt, nicht allein darin, die derzeitigen Krisen einfach zu managen, sondern neue, wieder stabile und Vertrauen schaffende Ordnungsrahmen zu entwickeln. Für eine Gesellschaft, die so sehr auf Sicherheit aufbaut wie unsere, ist der Übergang in die Unwägbarkeiten der Zeitenwende auch eine mentale Herausforderung ...

„Nicht aus der Gegenwart ziehen wir Rückschlüsse für die Zukunft, sondern umgekehrt, aus einer Vorstellung der Zukunft versuchen wir, eine Anleitung für den Wandel zu erhalten.“

*Prof. Dr. Henning Vöpel*



## „Entlang von Narrativen bildet sich neues Vertrauen und Vermögen. Vermögen ist dabei nicht nur physisches Produktivkapital, sondern vor allem die Fähigkeit, Zukunft zu verstehen und sie zu gestalten.“

*Prof. Dr. Henning Vöpel*

### ***Disruption und Instabilität: Warum jetzt die Kunst der klugen Navigation gefragt ist***

Der beschriebene Zerfall von Ordnungen erzeugt, da nicht nur die Regeln und Institutionen, sondern auch Routinen, Modelle und Deutungsmuster nicht mehr uneingeschränkt funktionieren, eine geradezu strukturelle Instabilität. Unsicherheit und Komplexität treten zutage und eine hohe Neigung zu Krisen entsteht. In einer solchen Welt kommt es auf zweierlei an: auf das kluge Navigieren um die Krisen herum und um einen guten Kompass für die Ziel- und Richtungsbestimmung. Die Politik in Deutschland und der EU versucht jedoch, der Unsicherheit mit etablierten Mustern und der Komplexität mit Detailregulierung zu begegnen. Das aber funktioniert nicht, denn die Antwort auf Unsicherheit ist nicht Rückzug, sondern Wandel, und die Antwort auf Komplexität ist nicht Kontrolle, sondern Resilienz. Je kleinteiliger die Maßnahmen sind, desto fehleranfälliger sind sie auch, denn die Umstände können sich schnell ändern. Einfach, verständlich und robust ist besser als kompliziert, schwierig und fehleranfällig. Die Schattenwelt einer Zeitenwende ist sowohl gefährliches als auch chancenreiches Terrain. Wichtig ist es, nicht auf halbem Weg in den Krisen steckenzubleiben, sondern immer den Weg nach vorn zu suchen. Es geht darum, Orientierung zu finden und zu geben ...

### ***Wert und Werte: Warum wir die Zukunft in neuen Narrativen denken müssen***


Wenn Altes zerbricht und Unsicherheit herrscht, gilt es, neue Narrative zu entwickeln, Erzählungen über die Zukunft, die einen konstruktiven, produktiven und

kreativen Weg nach vorn aufzeigen. Sie können auch ein Maßstab dafür sein, wo wieder Wert und Werte entstehen. In einem ökonomischen Sinne findet in einer Zeitenwende eine Entwertung von altem Vermögen statt. Ebenfalls in einem ökonomischen Sinne geht es darum, nachhaltig neues Vermögen aufzubauen, sich also die Frage zu stellen, was in Zukunft Wert hat und wo Werte entstehen. Narrative werden, wie der Nobelpreisträger Robert Shiller argumentiert, zu Fokuspunkten und koordinieren diffuse Erwartungen auf kollektive Zukunftsbilder, die allmählich Realität werden. Entlang von Narrativen bilden sich neues Vertrauen und Vermögen. Vermögen ist in diesem Sinne nicht nur physisches Produktivkapital, sondern vor allem die Fähigkeit, Zukunft zu verstehen und sie zu gestalten.

### ***Ausblick: Was heißt das für heute?***

Kurzfristig bleibt die Welt enorm unsicher. Die größte Gefahr besteht darin, dass, wie der Princeton-Historiker Harold James betont, „die Dinge ihren Lauf nehmen“. Kippunkte drohen, also irreversible Dynamiken zum Schlechteren. Der Konflikt um Hegemonie zwischen den USA und China kann die Welt in Flammen setzen, die Künstliche Intelligenz kann unkontrollierbare Entwicklungen nehmen und der Kampf gegen den Klimawandel droht verloren zu gehen. Die Zeit läuft uns weg, weil wir zu spät dran sind. Aus potenziellen Gefahren werden nur dann Chancen, wenn sie rechtzeitig ergriffen werden. Die wichtigste Schlussfolgerung, die aus einer Zeitenwende zu ziehen ist, ist daher diese: Werte schaffen, Verantwortung übernehmen, Vertrauen bilden und Optimismus verbreiten. Wege entstehen dadurch, dass man sie geht, Zukunft dadurch, dass man sie schafft. ■





# *Von einem ungewöhnlichen Jahrzehnt zurück zu einer neuen Normalität*

Die Kapitalmarktentwicklung ist aus unserer Sicht nicht trennbar von der Entwicklung der Realwirtschaft. Unternehmen, Staaten und Konsumenten agieren in einem Umfeld – auch Regime genannt –, das durch wirtschaftliche Größen wie das Wirtschaftswachstum und die Preisentwicklung, aber auch durch die Wirtschaftspolitik, die geopolitische Situation, die Funktionsweise von Institutionen und den regulatorischen und gesetzlichen Rahmen bestimmt wird.

**Autor: Christoph Metz, CFA**

Auch die Kapitalflüsse zwischen Ländern, Wirtschaftssektoren oder Anlageklassen werden durch diese Rahmenbedingungen beeinflusst. So erhöhen beispielsweise regulatorische Auflagen zur Nachhaltigkeit die Finanzierungskosten für Unternehmen, die weniger nachhaltig agieren, gegenüber besonders nachhaltig wirtschaftenden Unternehmen. Dies kann man an der Renditedifferenz zwischen sogenannten Green Bonds und normalen Anleihen gleicher Laufzeit und Bonität ablesen. Und die geopolitischen Spannungen zwischen den USA und China haben 2023 zu massiven Mittelabflüssen an den chinesischen Börsen durch ausländische Investoren geführt.

### Finanzmarktregime und die Entwicklung von Anlageklassen in der Vergangenheit

Ein stabiles geopolitisches und wirtschaftliches Umfeld, mit solidem Wachstum und einem verlässlichen rechtsstaatlichen Rahmen, das es Unternehmen und Konsumenten erlaubt, langfristig zu planen und in die Zukunft zu investieren, war historisch für Kapitalmärkte förderlich. Dies erklärt die gute Kapitalmarktentwicklung zwischen Ende des 2. Weltkriegs und Anfang der 70er Jahre

oder zwischen dem Anfang der 80er Jahre und 2007 (siehe Abbildung 1 auf Seite 12).

Die schlechte Aktien- und Anleihenentwicklung der 70er Jahre kann hingegen sehr gut auf die ungünstige wirtschaftliche Entwicklung – hohe Inflation, erratisches Wachstum – und die geopolitischen Spannungen, beispielsweise den Nahost-Konflikt mit dem Jom-Kippur-Krieg 1973 und die Islamische Revolution im Iran 1979, zurückgeführt werden.

Dem Übergang von einem Finanzmarktregime in ein neues gehen immer krisenhafte Wirtschafts- und Kapitalmarktentwicklungen voraus. Ende der 60er und Anfang der 70er Jahre wurde die Wirtschafts- und Kapitalmarktkrise unter anderem durch die Probleme bei der Finanzierung des Vietnamkrieges und den ersten Ölpreisschock ausgelöst. Ende der 70er Jahre waren es der zweite Ölpreisschock, die sozialen Unruhen in vielen westlichen Demokratien und die hohen Inflationsraten, die die Wende zu einer restriktiven Geldpolitik und weg von der keynesianischen, hin zur neoliberalen Wirtschaftspolitik vorbereitet haben. Und 2007 wurde der Übergang in das neue Anlageumfeld durch die globale Finanzkrise

**Tabelle 1: Stilisierte Darstellung von historischen Finanzmarktregimen und dem aktuellen Finanzmarktregime**

Finanzmarktregime	Goldlöckchen 1950 – 1969	Stagnationsphase 1970 – 1981
		Hohes Wachstum, mäßige Inflation, hohes Produktionswachstum
	Keynesianismus	Übergang Keynesianismus zu Neoliberalismus
	Kalter Krieg, Entstehung des Massenkonsums, Mittelschicht wird dominant, Babyboom	Ende der Goldkonvertibilität des USD, Ende des Babybooms, Ölpreisschock nach Yom-Kippur-Krieg und iranischer Revolution
	Ausgangspunkt mäßige, am Ende höhere Bewertung von Aktien. Anfangs niedrige, am Ende des Regimes höhere Anleihenrenditen	Ausgangspunkt moderate, am Ende sehr niedrige Bewertungen von Aktien. Anfangs hohe, am Ende des Regimes aber sehr hohe Anleiherenditen
Bevorzugte Anlageklassen	Aktien	Gold, Öl

Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.



ausgelöst. In allen drei Fällen wurde die volkswirtschaftliche Krise von einer Kapitalmarktkrise begleitet.

Die sogenannte „Zeitenwende“ wurde durch zwei Ereignisse eingeläutet: die Corona-Krise und den im Februar 2022 von Russland gestarteten Krieg gegen die Ukraine. Damit dürfte auch das Finanzmarktregime der Niedrigzinsphase vorüber sein und wir sollten in ein neues Finanzmarktumfeld kommen, das wir „Silberne 20er“ getauft haben.

Insgesamt gab es aus unserer Sicht seit 1950 bislang vier klar eingrenzbar Finanzmarktregime in den großen westlichen Volkswirtschaften (siehe Tabelle 1). In Japan gibt es seit Anfang der 90er Jahre mit der Deflationsphase ein Finanzmarktregime, das man in Europa und den USA zuletzt in den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts gesehen hat.

### Finanzmarktregime und bevorzugte Anlageklassen

Um das neue Finanzmarktumfeld, in dem sich die Kapitalmärkte bewegen, einzuordnen, ist es unserer

Meinung nach hilfreich, das Vorhergegangene zu verstehen. Denn der Nährboden für eine Krise und das neue Finanzmarktregime wird oft lange vorher geschaffen.

So liegt einer der Gründe für größere Wirtschafts- und Kapitalmarktkrisen oft in einer über viele Jahre andauernden schlechten Kapitalallokation. Sind die Kosten für Fremdkapital – die Zinsen – über einen längeren Zeitraum zu niedrig, dann werden Investitionen auch mit einer sehr niedrigen Rentabilität vergleichsweise attraktiv. Darüber hinaus nehmen private Haushalte und Unternehmen verstärkt Kredite auf, um Konsum und Investitionen zu finanzieren. Denn Ausgaben werden vermehrt von der Zukunft in die Gegenwart vorgezogen, wenn der Preis der Zeit – der Zins – zu niedrig ist. Dies führte in der Geschichte oft zu einer Überschuldung von Privathaushalten und Unternehmen. Muss die Notenbank in diesem Umfeld die Zinsen anheben, zum Beispiel aufgrund eines stärkeren Inflationsdrucks, so kommt es zu erhöhten Insolvenzen, die nicht selten in einer Wirtschaftskrise münden. Sowohl vor der Weltwirtschaftskrise 1929 und vor der japanischen Deflationskrise, die Anfang der 1990er Jahre begann, als auch vor der großen Finanzkrise von 2008 waren die Leitzinsen längere

Stabilisierungsphase 1982 – 2008	Niedrigzinsphase 2009 – 2020	„Silberne 20er“ seit 2020
Hohes Wachstum, fallende Inflation, hohes Produktionswachstum	Geringes Wachstum, geringe Inflation, niedriges Produktionswachstum	Moderates Wachstum, erhöhte Inflation, höheres Produktionswachstum
Neoliberalismus	Übergang Neoliberalismus zu Neu-Keynesianismus	Neu-Keynesianismus
Ende Kalter Krieg, Öffnung Chinas, Globalisierung und internationale Arbeitsteilung, Real-Einkommen der Mittelschicht stagnieren, Verschuldung von Privathaushalten steigt deutlich	Stärkere Regulierung der Finanzbranche, steigender Populismus in westlichen Ländern, Digitalisierung der Gesellschaft durch das Internet	Staatliche Eingriffe in die Wirtschaft durch Fiskalpolitik, Industriepolitik und erhöhte Regulierung. Deglobalisierungstendenzen, digitale lösen analoge Wirtschaftsmodelle ab, Ende der fossilen Energieordnung.
Ausgangspunkt sehr niedrige, am Ende hohe Bewertung von Aktien. Anfangs hohe, am Ende des Regimes sehr niedrige Anleiherenditen	Anfangs mäßige, am Ende sehr hohe Bewertung von Aktien. Anleiherenditen fallen von niedrigen Niveaus auf historische Tiefstände	Ausgangspunkt sehr hohe Bewertung nahezu aller Anlageklassen
<b>Aktien, Renten</b>	<b>Aktien</b>	<b>Aktien, Renten, Gold, Rohstoffe</b>

Zeit auf sehr niedrigem Niveau. Die Folge: ein merklicher Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte, die oftmals von Blasen an den Immobilien-, Aktien- und Anleihenmärkten begleitet wurde. Ende der 1980er Jahre war beispielsweise der Kaiserpalast in Japan höher bewertet als ganz Kalifornien.

Zwischen 2009 und 2020 war die wirtschaftliche Entwicklung in den modernen Industriestaaten geprägt durch schwaches Wirtschaftswachstum, schwaches Produktivitätswachstum und niedrige Inflationsraten.

Die USA, aber auch viele europäische Volkswirtschaften, standen Ende 2008 vor dem Problem einer massiven Überschuldung der privaten Haushalte. Daher wurden vor allem Banken in der Krise besonders hart getroffen. Denn nach dem Platzen der amerikanischen Immobilienblase und dem starken Rückgang der Aktienmärkte stellte sich die Frage, ob Schuldner ihre Kredite bedienen können würden und was die Sicherheiten, die den Krediten gegenüberstanden, tatsächlich noch wert waren. Zentralbanken und Regierungen intervenierten – vor allem nach der Pleite der großen US-Geschäftsbank Lehman Brothers am 15. September 2008 – massiv, um das internationale Finanzsystem zu stabilisieren. In Deutschland wurde beispielsweise am 18. Oktober 2008 ein Rettungspaket für deutsche Banken in Höhe von 480 Mrd. Euro verabschiedet. In den USA war schon am 3. Oktober 2008 der Emergency Economic Stabilisation Act beschlossen worden, der 700 Mrd. USD für die

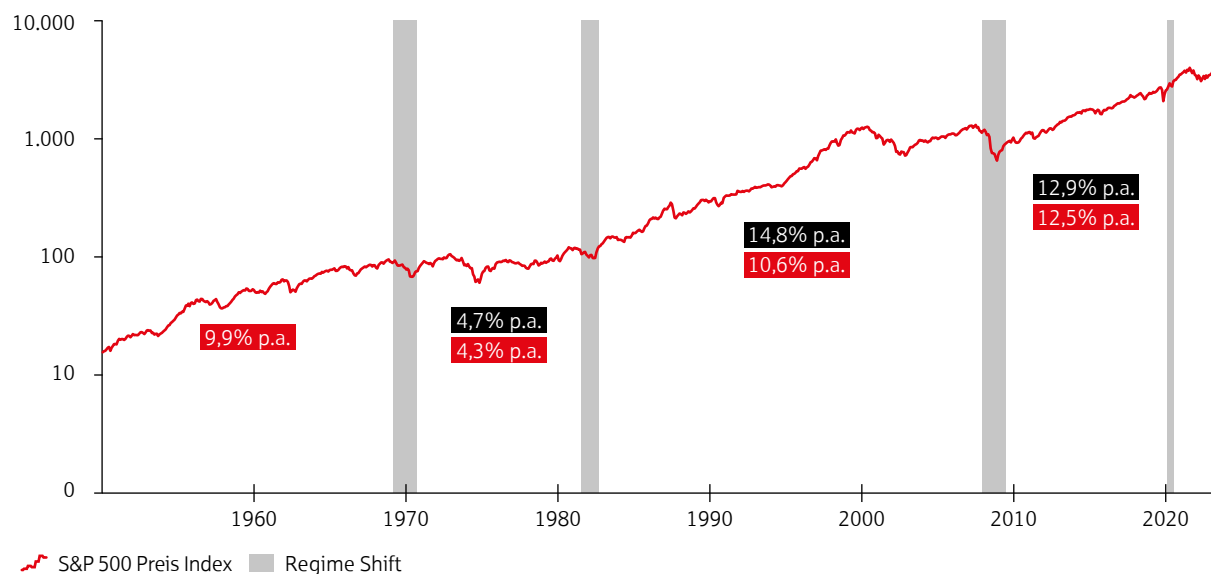
Bekämpfung der Krise vorsah. Das Risiko, mit dem sich Regierungen und Notenbanken konfrontiert sahen, war eine weltweite Schuldendeflation, wie sie Japan seit Anfang der 90er Jahre gekannt hatte. Dies änderte die Ausrichtung der Notenbankpolitik für das letzte Jahrzehnt komplett. Der Fokus war nicht mehr, wie seit Ende des 2. Weltkrieges, auf Preisstabilität durch die Bekämpfung inflationärer Tendenzen gerichtet, sondern auf das Verhindern des Abrutschens in eine Deflation. Eine Deflation ist das genaue Gegenteil einer Inflation, nämlich ein allgemeiner Preisrückgang.

Das Schreckensbild war eine Entwicklung, wie man sie in Europa und den USA zuletzt in den 1930er Jahren gesehen hatte. Damals hatte die Deflation zum Anstieg der Verschuldung und des Schuldendienstes – einer Schuldendeflation – und in der Folge zu einer massiven Rezession und zu einer Massenarbeitslosigkeit geführt. In den 1930er Jahren lag die Arbeitslosenquote in Deutschland in der Spitze bei über 30 %.

Im Kampf gegen die Deflationsrisiken wurden die Leitzinsen nach 2007 in den USA von 5,25 % auf 0 bis 0,25 % reduziert und in der Eurozone wurde der Einlagezinssatz von 3,25 % auf -0,5 % im Tief gesenkt. Darüber hinaus haben viele Notenbanken auch neue, unorthodoxe geldpolitische Maßnahmen ergriffen, indem sie beispielsweise massiv Anleihen ankauften, um auch die langfristigen Anleiherenditen zu senken. So lag die Rendite der 10-jährigen deutschen Staatsanleihe im Tief auf -0,83 %.

### Abbildung 1: Wertentwicklung des S&P500® zwischen Januar 1950 und Dezember 2023

Rot unterlegt: Wertentwicklung des Preisindex, schwarz unterlegt: Wertentwicklung des Return Indexes



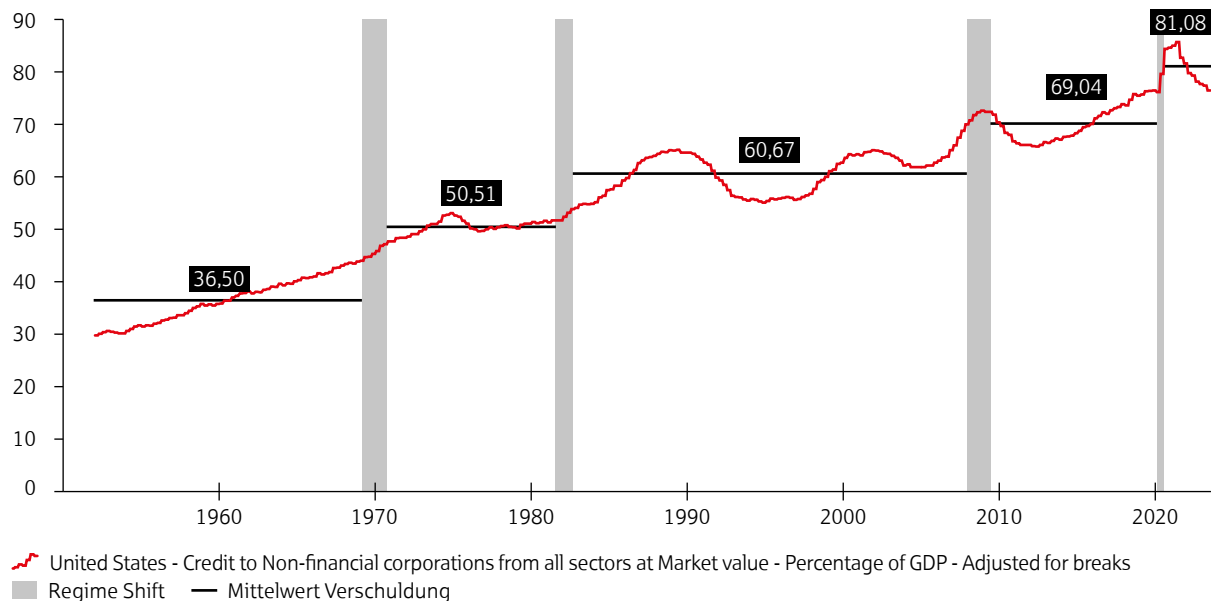
Quelle: LSEG Datastream

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.



## Abbildung 2: Entwicklung der Unternehmensverschuldung in Prozent des BIPs für die USA

Von Januar 1950 bis Juni 2023. Schwarz unterlegt: Durchschnittswert für die Teilperiode



Quelle: LSEG Datastream *Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen.*

Die massiven geldpolitischen Eingriffe konnten zwar die Inflationsraten nicht nachhaltig auf die gewünschten 2 % bringen – in den USA lag die durchschnittliche Inflationsrate zwischen Anfang 2011 und Ende 2019 bei rund 1,8 % p. a., in der Eurozone bei rund 1,3 % p. a. –, aber eine Deflation wurde abgewendet. Auch waren das Wirtschaftswachstum und vor allem das Produktivitätswachstum in den westlichen Industriestaaten trotz der extrem niedrigen Zinsen historisch gering. Die US-Wirtschaftsleistung stieg zwischen Januar 2011 und Dezember 2019 mit durchschnittlich ca. 2,4 % p. a. an. Für einen Zeitraum, in dem es keine Rezession gab, ist dies eine sehr niedrige Wachstumsrate. Auch das durchschnittliche Produktivitätswachstum von ca. 1,2 % p. a. war eines der schwächsten seit Beginn der 1950er Jahre. Für die Eurozone waren die Werte mit ca. 1,2 % und ca. 0,7 % noch ernüchternder. Allerdings führten die extrem niedrigen Zinsen zu einem deutlichen Preisanstieg bei nahezu allen Vermögenswerten. Denn für viele Anleger, wie zum Beispiel Pensionsfonds, Stiftungen oder Versicherungen, war die Rendite auf Staatsanleihen oder andere Anleihen guter Bonität zu niedrig, um den benötigten Rechnungszins zu erwirtschaften. Und für Privatanleger war ein realer Kapitalerhalt mit einem Sparkonto schlichtweg unmöglich. Viele Anleger haben daher verstärkt in risikobehaftete Anlagen wie Aktien, hochverzinsliche Anleihen oder Private Equity investiert, um die erforderliche Mindestverzinsung erzielen zu können. Bei deutschen Pensionsfonds war es beispielsweise durchaus üblich, bis

zu 50 % der Investitionen in Immobilien durch Kreditaufnahme zu finanzieren.

So überrascht es nicht, dass Ende 2019 viele Aktien-, Anleihen-, aber auch Immobilienmärkte sehr hoch bewertet waren. Die Verschuldung der privaten US-Haushalte in Prozent des Bruttoinlandsproduktes lag zwar 2020 niedriger als zur Finanzmarktkrise, aber immer noch deutlich höher als in den Jahren vor 2002.

Die Verschuldung der US-Unternehmen – wie in Abbildung 2 zu sehen – und die US-Staatsverschuldung lagen hingegen auf dem höchsten Stand seit 1951.

Die Ausgangsbasis für das neue Finanzmarktregime, das wir in Anspielung auf die Goldenen 20er des letzten Jahrhunderts die „Silbernen 20er“ getauft haben, ist somit nicht ganz einfach. Nach der COVID-Krise und dem Ausbruch des Ukraine-Krieges am 24. Februar 2022 hat der starke Inflationsanstieg zu deutlichen Leitzinsanhebungen und zum größten Kursrückgang bei Anleihen in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland geführt.

### Was wird aus unserer Sicht die „Silbernen 20er“ kennzeichnen?

Wir erwarten für die neue Dekade deutliche Veränderungen gegenüber dem letzten Jahrzehnt im wirtschaftlichen Bereich, aber auch in Bezug auf

bestehende Ordnungen auf geopolitischer und industrieller Ebene. Für die Weltwirtschaft rechnen wir mit einem moderaten realen Wachstum bei erhöhten Inflationsraten.

### ***Moderates Realwachstum der Weltwirtschaft***

Wachstumsbremsend dürften sich im kommenden Jahrzehnt unter anderem die globale Bevölkerungsalterung und die hohe Staats-, Unternehmens- und Haushaltsverschuldung auswirken. Die Abkehr von einer stark international arbeitsteiligen, globalisierten Welt, die oft mit den Begriffen „Friendshoring“ und „Homeshoring“ umschrieben wird, bedeutet, dass wieder mehr Produktion vor Ort, zum Beispiel in den USA und in Europa, stattfinden wird. Darüber hinaus sind Unternehmen verstärkt bemüht, ihre Lieferketten besser zu diversifizieren und somit ihre Abhängigkeit von bestimmten Zulieferern und Produktionsländern zu reduzieren. Dieses „de-risking“ dürfte die positiven Skaleneffekte, die in den letzten 30 Jahren durch das auf wenige Schwellenländer und insbesondere China fokussierte Sourcing zustande kamen, zumindest teilweise zurückdrehen. Auch die stärkere Investitionstätigkeit in Bereichen wie Klimaschutz, Sicherheit und Rüstung wird sich negativ auf das Produktivitätswachstum auswirken. Denn, um es mit einfachen Worten auszudrücken, dadurch, dass ich einen neuen Stacheldrahtzaun baue, um mein Unternehmen zu schützen, steigen zwar meine Ausgaben, ich stelle deshalb aber nicht mehr her. Auch die zur Bekämpfung des Klimawandels kurzfristig notwendige Ablösung von fossilen Energiequellen durch nachhaltige Energieträger wird sich vorerst nicht positiv auf die Produktivität auswirken, denn im Grunde findet hier nur ein Austausch statt.

Ob und wie stark die geplanten staatlichen Infrastrukturinvestitionen und die Produktivitätsgewinne durch Künstliche Intelligenz dem entgegenwirken können, muss sich zeigen. Die Erwartungen an Künstliche Intelligenz sind, wie man an den Kurssprüngen mancher Technologieunternehmen sehen kann, sehr hoch. Historisch gesehen haben neue Technologien das Produktivitätswachstum oft deutlich beschleunigt. Die Frage ist nur, wie schnell dies im Fall der Künstlichen Intelligenz geschehen wird. So wurde beispielsweise der erste Computer – der Electronic Numerical Integrator and Computer – 1942 in den USA entwickelt, aber noch 1987 stellte der amerikanische Ökonom und Nobelpreisträger Robert Solow fest, dass man Computer überall sehen könne, außer in den Statistiken zur Produktivität. Wir sind, was Künstliche Intelligenz anbetrifft, der Meinung, dass es hier deutlich schneller gehen wird. Allerdings

teilen wir nicht ganz den überschwänglichen Optimismus der Finanzmärkte, der sich in extremen Kurssteigerungen ausgewählter Unternehmen widerspiegelt.

### ***Erhöhte Inflation in den westlichen Industrieländern***

Die höheren Kosten durch eine stärkere heimische und regionale Produktion werden sich unserer Ansicht nach in höheren Inflationsraten wiederfinden. Die Entwicklung der heimischen Produktionskosten sollte durch den Arbeitskräftemangel und somit ein stärkeres Lohnwachstum genährt werden. Insgesamt dürften sich die Regierungen der westlichen Demokratien nach einem Jahrzehnt, das vor allem für größere Vermögen erfolgreich war – denn der Anstieg von Vermögenswerten war im Jahrzehnt nach der großen Finanzkrise deutlich stärker als der von Löhnen und Gehältern –, wieder stärker einer ausgeglicheneren Einkommensverteilung widmen.

Auch sollten sich die Zentralbanken dem Druck der hoch verschuldeten Staaten ausgesetzt sehen, die Zügel bei der Inflationsbekämpfung etwas lockerer zu lassen. Wir gehen daher davon aus, dass die Inflationsraten sich wieder den Niveaus annähern werden, die wir zwischen 1990 und 2007 gesehen haben, das heißt um die 2,5 % für die Eurozone.

### ***Kürzere Konjunkturzyklen und höhere Staatsschulden***

Die Abkehr von der seit Anfang der 80er Jahre neoliberal geprägten Wirtschaftspolitik führt – wie aktuell zu sehen – zu einer aktiven Fiskalpolitik, Industriepolitik und mehr Regulatorik. Die staatlichen Eingriffe in das Wirtschaftsgeschehen erhöhen allerdings auch das Risiko von wirtschaftspolitischen Fehlern, wie man an den 1960er und 1970er Jahren gut sehen kann. Dies, gepaart mit einem geringeren fiskal- und geldpolitischen Spielraum – bedingt durch höhere Verschuldung und höhere Inflationsraten –, spricht aus unserer Sicht für eine Rückkehr zu kürzeren Konjunkturzyklen.

Eine aktivere Fiskalpolitik durch höhere Steuern oder Ausgabenkürzungen in anderen Bereichen zu finanzieren, ist politisch oft schwer umsetzbar. Daher dürfte die Staatsverschuldung in den nächsten Jahren weiter anwachsen. Angesichts der ohnehin schon sehr hohen Schuldenstände in manchen Ländern und höherer Zinsen erwarten wir daher, dass das Risiko von Staatsschuldenkrisen wieder ansteigen wird.



## „Aus unserer Sicht findet aktuell ein Übergang aus einer unipolaren Welt – mit den USA als einziger globaler Weltmacht – zu einer multipolaren Welt – in der China zur zweiten globalen Macht heranwächst – statt.“

Neben den Veränderungen der volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen sehen wir auch einen Verfall bestehender Ordnungen in drei wichtigen Bereichen.

### *Neuordnung der Geopolitik*

Aus unserer Sicht findet aktuell ein Übergang aus einer unipolaren Welt – mit den USA als einziger globaler Weltmacht – zu einer multipolaren Welt – in der China zur zweiten globalen Macht heranwächst – statt. Während die USA die führende Nation des „Globalen Nordens“ ist, der alle westlichen Demokratien umfasst, scheint China aktuell den Führungsanspruch für den „Globalen Süden“ zu erheben. Auch wenn der „Globale Süden“ sehr heterogen ist – er umfasst neben China, Russland und dem Iran auch demokratische Staaten wie Indien, Brasilien oder Südafrika –, so scheint die Länder des „Globalen Südens“ und China der Wille zu einen, die ökonomische Vormachtstellung der USA und ihrer Verbündeten zu schwächen.

### *Neue industrielle Ordnung*

Die Entwertung des bestehenden Kapitalstocks wird aktuell durch zwei säkulare Trends vorangetrieben. Analoge Geschäftsmodelle werden immer stärker durch Digitalisierung, Automatisierung und Künstliche Intelligenz in Frage gestellt. Die Ablösung der fossilen Energieordnung macht Geschäftsmodelle, die auf fossilen Energien beruhen, wie die Herstellung von Verbrennungsmotoren, auf Dauer wertlos. Vor allem traditionelle Industrieländer wie Deutschland müssen sich in diesem Umfeld neu erfinden, wenn sie ihren Wohlstand bewahren wollen.

### *Krise des demokratischen Kapitalismus*

Das Modell des demokratischen Kapitalismus, das die USA, aber auch Europa jahrzehntelang versucht haben zu exportieren, wird von vielen Entwicklungsländern mittlerweile abgelehnt. Der wirtschaftliche Erfolg Chinas hat vielen Ländern gezeigt, dass Kapitalismus bis zu einem gewissen Grad auch ohne politische Demokratie gut funktionieren kann. Auch innenpolitisch gerät das Modell des demokratischen Kapitalismus immer mehr unter Druck, wie der zunehmende Erfolg rechts- und linksradikaler Strömungen in Europa und den USA zeigt.

Insgesamt kehren wir zu einer neuen Normalität zurück. Zu etwas Neuem zurückzukehren, erscheint zwar auf den ersten Blick widersprüchlich, aber unsere These ist, dass das nächste Jahrzehnt wirtschaftlich und geopolitisch stärker den 45 Jahren nach dem 2. Weltkrieg ähneln wird als den zehn Jahren nach der großen Finanzkrise. Zwischen 1946 und 1990 gab es auch eine multilaterale Weltordnung mit zwei Polen – den USA und der Sowjetunion. Auch gab es in den Nachkriegsjahren über lange Phasen sehr starke staatliche Eingriffe in die Wirtschaft und der Welthandel war über viele Jahre deutlich weniger stark entwickelt als heute. Die großen Unterschiede zur Nachkriegszeit sind aus unserer Sicht vor allem die alternde globale Bevölkerung, die industrielle Neuordnung und eine westliche Welt, die sowohl was den Anteil an der Weltbevölkerung als auch was die technologische Führerschaft anbetrifft ihren Vorsprung immer stärker einbüßt. Auch das politische Modell der westlichen Welt – einer auf den Menschenrechten basierenden Demokratie – scheint von vielen Schwellenländern heute nicht mehr als attraktiv oder erstrebenswert angesehen zu werden. ■



# *Ein holpriger Weg in eine neue Weltordnung*

Wie könnte die Weltordnung in der Phase der „Silbernen 20er“ konkret aussehen? Wie im Vorwort von Professor Vöpel treffend auf den Punkt gebracht, sind in dem sich aktuell vollziehenden Zeitenbruch konkrete Prognosen über die Richtung, in die sich die Welt entwickeln wird, im Grunde nicht zielführend. Die Regnose – das heißt die Verwendung der Vorstellung der Zukunft als Hilfsmittel zur Bestimmung des Wandels in der Gegenwart – scheint für die Gesellschaft als Ganzes und als Leitbild der globalen politischen Akteure in der Tat der vielversprechendste Weg zu sein. Aus Anlegersicht bedeutet dies jedoch nicht, dass man der Zukunft vollkommen tatenlos entgegensehen muss.

**Autor: Dr. Max Ole Liemen**

Denn aktuelle Entwicklungen zeichnen schon jetzt mögliche Richtungen und bereits eingeschlagene Wege vor. Auch wenn es sich hierbei langfristig nicht um Einbahnstraßen handeln muss, kann ein Richtungswechsel nicht zwangsläufig unmittelbar erfolgen. Es gilt daher, auf Basis des Ist-Zustandes Chancen und Gefahren zu identifizieren und engmaschig zu beobachten, um so rechtzeitig und aktiv bei einem Eintritt dieser Ereignisse reagieren zu können. Dies erfordert ein aktives Szenario-Denken mit vorab festgelegten Wenn-Dann-Entscheidungen. Der Weg zur neuen Weltordnung wird aller Wahrscheinlichkeit nach durch viel Unsicherheit gekennzeichnet sein. Das Erreichen der individuellen Anlageziele bedarf daher umso mehr einer aktiven, vorausschauenden und schnellen Anpassung an eine sich im Wandel befindende Weltordnung.

Ein mögliches Szenario für eine künftige neue Weltordnung könnte eine multipolare Form sein, mit den USA und China als den zentralen Führungsmächten. Europa, Indien und Russland wären in diesem System kleinere Machtblöcke in der zweiten Reihe. Würde diese Konstellation und vor allem der Weg dorthin mit enormen Risiken einhergehen? Definitiv. Doch der Wettbewerb der Systeme könnte, sofern dies regelbasiert passiert, insgesamt letztendlich zu einem positiven Ergebnis führen.

Die Annahme einer zukünftig multipolaren Weltordnung ist ein durchaus realistisches Szenario. So zeigt China beispielsweise immer stärker seine geopolitischen Interessen und festigt, basierend auf seiner Größe und seinem wirtschaftlichen Gewicht, nach und nach seine Rolle als zentrale Führungsmacht. Ein Beispiel in diese Richtung ist der Aufbau der neuen Seidenstraße und das starke Engagement Chinas in weltweit kritischen Infrastrukturen. Unter der Federführung Chinas gewinnt auch der Zusammenschluss der BRICS-Staaten, insbesondere durch die weitreichenden Neuaufnahmen von Ländern, immer mehr an geopolitischem Gewicht. Ein Systemkampf zwischen den Weltbildern der USA und Chinas, oder allgemeiner zwischen dem Westen und dem globalen Süden, ist in den vergangenen Jahren immer konkreter geworden.

Im Folgenden werden einige der möglichen Entwicklungen skizziert und vor dem Hintergrund möglicher Portfoliostrategien evaluiert.

### **Zunahme autokratisch regierter Länder und ein abnehmender Einfluss des Westens**

Wie der Democracy Report 2024 des zur Universität Göteborg gehörenden V-Dem Institute zeigt, besteht eine

starke Entwicklung weg von liberalen Demokratien hin zu autokratischen Regimen. Waren es 2003 noch elf Länder, die sich auf dem Weg von einer Demokratie hin zu einer Autokratie befanden, so waren es 42 Länder in 2023. Gleichzeitig hat die Anzahl der Länder, die sich in Richtung Demokratie entwickeln, im gleichen Zeitraum von 35 auf 18 abgenommen. Und vor allem Schwellenländer haben sich in den letzten 15 Jahren verstärkt von dem liberalen westlichen Demokratieverständnis abgewandt. Dazu gehören unter anderen Russland (mit Wladimir Putin), Ungarn (mit Viktor Orbán) und die Türkei (mit Recep Erdoğan).

**„Waren es 2003 noch elf Länder, die sich auf dem Weg von einer Demokratie hin zu einer Autokratie befanden, so waren es 42 Länder in 2023.“**

Dass westliche Demokratien wirtschaftliche Beziehungen oftmals an die Einhaltung von Menschenrechten knüpfen, wird von autokratischen Staaten immer mehr als Einmischung in die Innenpolitik empfunden und trifft daher mittlerweile auf deutliche Ablehnung. Durch seine vorbehaltlose Handelspolitik hat es China geschafft, viele autokratische Staaten in seinen Einflussbereich zu ziehen.

Bei Ländern mit Schlüsselindustrien und Rohstoffen könnte der Kampf der Systeme zukünftig dazu führen, dass auch im Westen wirtschaftliche Interessen noch stärker an Bedeutung gewinnen und politische Überlegungen dafür in den Hintergrund geschoben werden.

Die weitläufige Akzeptanz gegenüber autokratischen Ländern würde somit in der neuen Weltordnung deutlich zunehmen, mit dem Risiko, andere Länder zu verleiten, autokratische Strukturen aufzubauen oder bereits bestehende weiter zu intensivieren.



### Was bleibt vom wirtschaftlichen Liberalismus in einer von Populismus und Nationalismus geprägten neuen Weltordnung?

Es stellt sich die Frage, inwiefern autokratisch-politische Strukturen vereinbar sind mit der Garantie von Eigentumsrechten, einer freien Marktwirtschaft und von funktionierenden Kapitalmärkten. Kann es einen liberalen Kapitalismus in totalitären Staaten überhaupt geben? Beispiele wie die des Unternehmers Jack Ma in China oder von in „Ungnade gefallen“ Oligarchen in Russland zeigen, dass staatliche Eingriffe in Unternehmen die Rechte von Anlegern schnell und unerwartet aussetzen können. Der Sicherheit von Eigentumsrechten sollte daher bei Investitionen – vor allem in Schwellenländern – größere Aufmerksamkeit gewidmet werden.

In den freien demokratischen Machtblöcken (hier in erster Linie den USA und Europa) wird es im Szenario der neuen Weltordnung zunehmend schwerer, die demokratische Grundordnung im eigenen Land zu verteidigen. Diese Gefahren spiegeln sich vor allem in der deutlichen Zunahme von Populismus und Nationalismus wider. Entwicklungen, die seit Jahren kontinuierlich voranschreiten und vor allem in Europa erhebliche Gefahrenquellen darstellen.

Ein EU-spezifischer Patriotismus der Mitgliedstaaten würde den Machtblock Europa festigen und so einen deutlichen Beitrag zu einer ausgeglicheneren multipolaren Weltordnung leisten. Denn eine starke EU verhindert, dass die europäischen Länder zum Spielball von China und den

USA werden. Eine Fragmentierung Europas würde hingegen dazu führen, dass europäische Länder sowohl politisch als auch wirtschaftlich international in die Bedeutungslosigkeit abrutschen.

Mit Blick auf den Welthandel ist festzustellen, dass protektionistische Maßnahmen seit einigen Jahren wieder zunehmen. Die daraus resultierenden Störungen von globalen Lieferketten, beispielsweise in Form von Zöllen oder staatlichen Verboten von Im- und Exporten, können weitreichende Folgen für die Weltwirtschaft haben. Die Folgen für Konsumenten sind steigende Produktkosten und ein insgesamt schwächeres Weltwirtschaftswachstum. Für Unternehmen bedeutet dies kleinere Absatzmärkte und fallende Margen.

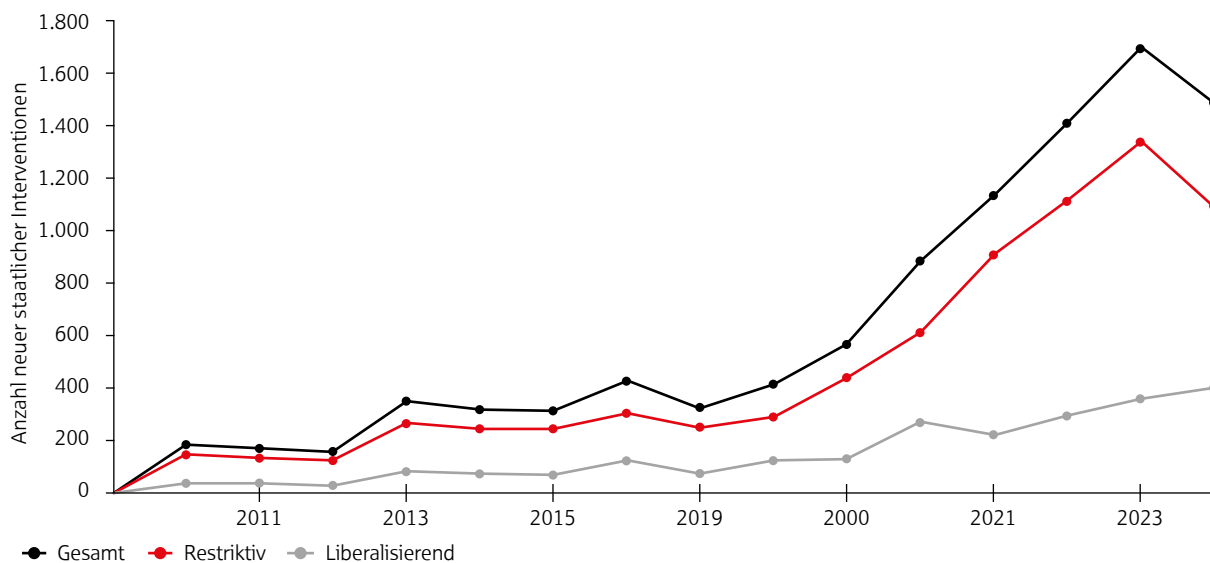
Insgesamt ist davon auszugehen, dass sich in der neuen Weltordnung der Trend hin zu mehr Protektionismus weiter fortsetzen wird, die „Deglobalisierung“ schreitet voran.

Für Anleger bedeutet dies, dass sie einen stärkeren Fokus auf Unternehmen legen sollten, die weniger von globalen Lieferketten abhängig sind. Auch Firmen, die in erster Linie auf heimischen Märkten aktiv sind, erscheinen in diesem Umfeld attraktiver.

### Geopolitische Gefahren und die Zunahme von Konflikten

Eine starke Abhängigkeit vom Westen und die Androhung bzw. Umsetzung von westlichen Sanktionen

Abbildung 3: Entwicklung von staatlichen Interventionen im globalen Handel



Quelle: Global Trade Alert

Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen.

sind bereits heute kein Garant für eine Vermeidung militärischer Konflikte. Prominente Beispiele sind der russische Angriffskrieg, die eskalierende Situation im Nahost-Konflikt oder Chinas vehementer werdender Anspruch auf Taiwan. Das hohe geopolitische Gewicht Chinas wird in seiner Rolle im Russlandkrieg deutlich. Eine stärkere Rolle der Außenpolitik Chinas, die menschenrechtsmissachtende Staatsformen toleriert und nicht sanktioniert, könnte dazu führen, dass es zu mehr militärischen Konflikten kommt. Denn wenn die USA nicht länger als alleinige „Weltpolizei“ zu Verfügung stünde, könnten geopolitische Brandherde neu aufblühen und durch Waffengewalt ausgetragen werden (z. B. Konflikt zwischen dem NATO-Partner Türkei und den mit den USA alliierten Kurden in Syrien, oder eine Eskalation im Nahost-Konflikt durch das ungehinderte atomare Aufrüsten des Irans).

Besonders wichtig für die geopolitische Stabilität ist der Fortbestand der NATO. Sollten die USA das atlantische Bündnis verlassen, hätte dies schwerwiegende Folgen für Europa, insbesondere mit Blick auf die territorialen und imperialistischen Ansprüche Russlands. Ob mit oder ohne Bündnispartner USA, Europa hat die elementare Notwendigkeit erkannt, dass es seine eigene Wehrhaftigkeit signifikant und dauerhaft erhöhen muss. Daher sind auch Investitionen in Rüstungsunternehmen kein Tabubruch mehr, denn „Si vis pacem para bellum“ sagt schon ein altes lateinisches Sprichwort („Willst du den Frieden, bereite den Krieg vor“).

Darüber hinaus wird auch die Anlageklasse Gold, die sich in der Vergangenheit als „sicherer Hafen“ erwiesen hat, in der neuen Weltordnung ein noch wichtigerer Portfoliobaustein werden.

### **Mögliche Änderungen im Währungsgefüge**

Der Wert moderner Währungen hängt einzig und allein von denen ab, die diese nutzen.

Sollte das Vertrauen in den US-Dollar, auf Grund der steigenden amerikanischen Verschuldung und des fallenden Gewichts der USA in der Weltwirtschaft, in den kommenden Jahren sinken, könnte dieser seine aktuelle Rolle als globale Leitwährung verlieren. Andere Währungen, beispielsweise aus Europa oder Asien, sollten dann an Bedeutung gewinnen. Für Anleger würde dies zu steigenden Diversifikationsmöglichkeiten führen, für die USA zu steigenden Kapitalkosten.

### **Finanzielle Entflechtung**

In der Zeit des Kalten Krieges handelte es sich bei den beiden Hauptparteien, den USA und der UdSSR, um zwei Länder mit gänzlich unterschiedlichen Vorstellungen von der Funktionsweise und Ausgestaltung von Kapitalmärkten. Genau genommen existierte ein Kapitalmarkt in der Sowjetunion de facto nicht, so dass der Westen die internationalen Kapitalmärkte dominierte.

In dem Szenario der multipolaren Weltordnung werden die beiden Hauptprotagonisten, die USA und China, jedoch beide einen Anspruch auf die Hoheit über die internationalen Kapitalmärkte erheben. Diese Entwicklung schreitet bereits voran und zeigt sich insbesondere an einer Abkehr westlicher Investoren und Unternehmen vom chinesischen und insbesondere vom russischen Markt. Während Russland nicht mehr investierbar ist, nimmt bei Anlegern auch das Interesse an Anlage-Produkten „ex-China“ (ohne China-Anteil), vor allem im Fondsbereich, deutlich zu. Auch kam es jüngst wieder zu „Delistings“ von großen chinesischen Unternehmen am US-Aktienmarkt. Ein weiteres prominentes Beispiel ist der Versuch Chinas, mit Cips eine Renminbi-basierte Alternative zum internationalen Swift-Zahlungssystem bereitzustellen. Zudem lassen sich mittlerweile bereits einige Öl-Kontrakte in Renminbi abwickeln.

Ein nicht regelbasierter Wettbewerb der Systeme im Kampf um den internationalen Kapitalmarkt könnte zu einer finanziellen Entflechtung führen und letztendlich in der Existenz von zwei eigenständigen globalen Kapitalmärkten münden. Kommt es zu dieser Konstellation, ist vor allem ein „Dollar-dominiertes“ westlicher Kapitalmarkt gegenüber einem „Renminbi-dominierten“ BRICS-Kapitalmarkt denkbar.

### **Fazit**

Es bleibt festzuhalten, dass wir uns aktuell auch geopolitisch in einer Zeitenwende befinden. Wie die neue Weltordnung aussehen wird, lässt sich heute noch nicht sagen. Sicher ist allerdings, dass der Weg dorthin viel Ungewissheit birgt. Für Anleger ist in diesem Zusammenhang bedeutsam, dass die Schwankungsbreiten bei Währungen, aber auch bei risikobehafteten Anlagen wie zum Beispiel Aktien, tendenziell höher sein dürften als im letzten Jahrzehnt. Angesichts der zunehmenden autokratischen und nationalistischen Tendenzen sollten Anleger wieder einen stärkeren Fokus auf die Analyse des Schutzes von Eigentumsrechten legen. ■



# *Volkswirtschaftlicher Ausblick auf die „Silbernen 20er“*

Die volkswirtschaftliche Entwicklung der kommenden Dekade sollte sich deutlich von dem Ausnahmejahrzehnt nach der großen Finanzkrise von 2008 abheben.

**Autor: Dr. Max Ole Liemen**



### Das Wirtschaftswachstum bleibt moderat

Protektionismus und eine sich verändernde geopolitische Struktur der Lieferketten werden den internationalen Handel in Zukunft voraussichtlich erheblich belasten und sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken. Die Alterung der Bevölkerung wird über ein sinkendes Arbeitskräfteangebot und steigende Renten- und Pensionszahlungen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem geringeren Wirtschaftswachstum führen. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese demografischen Faktoren zu einem gewissen Teil durch Produktivitätssteigerungen in Form von technischen Innovationen, zum Beispiel im Bereich KI, kompensiert werden können.

BIP-Wachstum	2011 – 2020	2024 – 2033
USA	1,7%	1,5%
China	6,7%	3,0%
Euro-Zone	0,5%	1,0%
Welt	2,6%	2,5%

**Tabelle 2:** Durchschnittliche BIP-Wachstumsraten.

Quelle: 2011 – 2020: LSEG Datastream; 2024 – 2033: Schätzungen Haspa Marktanalytik. *Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.*

Insbesondere dürfte es China in den kommenden Jahren zunehmend schwerer fallen, sein gestecktes jährliches Wachstumsziel von 5 % zu erreichen. Hier erwarten wir aufgrund der im vorangegangenen Abschnitt beschriebenen Ursachen eine Verlangsamung auf immer noch starke 3 %. Unsere Prognose für das Wachstum in den USA entspricht weitestgehend den vorangegangenen zehn Jahren vor der COVID-Pandemie. Europa dürfte in den „Silbernen 20ern“ leicht stärker wachsen als im letzten Jahrzehnt, die Wachstumsraten dürften jedoch insgesamt unter denen der USA und Chinas liegen.

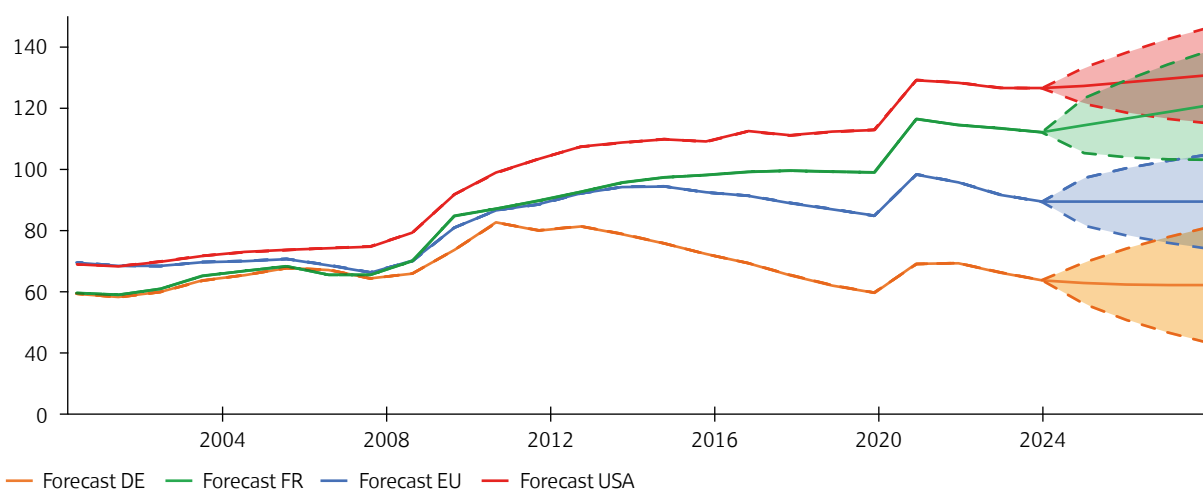
### Das Risiko ausufernder Staatsschulden rückt wieder in den Fokus

Die letzten Jahre waren von einer deutlichen Zunahme der US-Schulden gekennzeichnet. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend weiter fortsetzen wird, selbst in der Abwesenheit von großen Konjunktur-, Stimulus- oder Rettungspaketen. Als illustratives Beispiel zeigt die Abbildung 4 (unten) eine konservative Schätzung für die weitere Entwicklung der Schuldenquote in den USA (rot), Deutschland (orange), Frankreich (grün) und dem Euroraum (blau). Wir gehen davon aus, dass sich Schuldenquoten eher an den oberen Rändern der Konfidenzintervalle unserer Modellschätzung bewegen werden.

Mit Blick auf Staatsanleihen führt eine höhere Staatsverschuldung unter anderem zu einer höheren

### Abbildung 4: Geschätzte Schuldenquoten und 95 %-Konfidenzintervalle

Für die USA (rot), den Euroraum (blau), Deutschland (orange) und Frankreich (grün), zwischen den Jahren 2024 und 2030



Quelle: European Central Bank (2024). Government debt (consolidated) (as % of GDP), Germany & France, Quarterly. European Central Bank (2024). Government debt (consolidated) (as % of GDP), Euro area 20 (fixed composition) as of 1 January 2023, Annual. Federal Reserve Bank of St. Louis (2024). Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product. *Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.*

geforderten Inflationsprämie sowie insgesamt einem höheren länderspezifischen Risikoaufschlag. Dies kann sich in höheren staatlichen Finanzierungskosten (insb. nach Rating-Änderung) widerspiegeln. Eine begründete Annahme ist vor diesem Hintergrund eine deutliche Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA und diverser europäischer Länder.

Insgesamt ist in den „Silbernen 20ern“ von deutlich höheren Staatsausgaben auszugehen. Die Gründe sind vielfältig. Wenn Länder ihre Wirtschaft hin zu einer umweltverträglichen Produktion und nachhaltigem Konsum umrüsten (insb. mit Blick auf den Klimawandel), ist dies mit hohen Kosten verbunden. Hohe Abschreibungen und die Transformation des Kapitalstocks werden zumindest unmittelbar voraussichtlich kein Wachstum generieren. Ähnlich verhält es sich mit Kosten für die bereits genannte Erhöhung der Verteidigungsausgaben (geopolitische Risiken). Zudem kann es von großer Bedeutung sein, finanzielle Kapazitäten für Krisenzeiten bereitzuhalten (z. B. die groß angelegten Stimulus-Programme während der COVID-Pandemie) oder zur Bezahlung der Folgen von immer häufiger werdenden Umweltkatastrophen durch den Klimawandel.

Staatsschulden werden in den USA, China und Europa in den „Silbernen 20ern“ aller Wahrscheinlichkeit nach einer der Haupttreiber von Inflation sein.

### Das Comeback der Inflation

Bei vielen Marktteilnehmern wurde durch die lange Phase der Null-Zins-Politik der Notenbanken die Illusion erweckt, dass Inflation weitestgehend ein Phänomen der Vergangenheit und ein Niedrigzinsumfeld die neue Norm ist. Dies erwies sich offensichtlich als Trugschluss und das Damoklesschwert „Inflation“ hängt auch dauerhaft deutlich tiefer über den Köpfen, als es vielen lieb ist.

Inflationsrate	2011 – 2020	2024 – 2033
USA	1,7 %	2,5 %
China	2,5 %	2,3 %
Euro-Zone	1,2 %	2,5 %
Welt	3,5 %	3,8 %

**Tabelle 3:** Durchschnittliche Inflationsraten  
 Quelle: 2011 – 2020: LSEG Datastream; 2024 – 2033: Schätzungen Haspa Marktanalytik *Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.*

Wir gehen davon aus, dass sich die Inflationsraten in den USA und Europa längerfristig oberhalb der Zielraten von 2 % einpendeln werden. In China dürfte die Inflationsrate tendenziell eher etwas sinken, sodass die globale Inflationsrate, nicht zuletzt durch den Westen, leicht ansteigen würde.

Die Gründe für diese Annahmen sind vielfältig. Wie im vorherigen Abschnitt beschrieben, gehen wir davon aus, dass Staatsverschuldung einen zunehmenden Inflationsdruck aufbaut. Angebotsseitig werden vor allem Produktivitätsverluste preistreibend wirken. Hierbei geht es in erster Linie um strenge Immigrationsregeln (dadurch Fachkräftemangel), Verteuerung von Importen durch Handelsbeschränkungen und staatliche Subventionen für international nicht konkurrenzfähige Wirtschaftszweige, um diese „künstlich am Leben zu erhalten“. Groß angelegte Fiskalprogramme haben sich während der COVID-Pandemie zur Stützung der Wirtschaft bewährt, sie haben jedoch auch einen wesentlichen Beitrag zu den hohen Inflationsraten geleistet. „Die Büchse der Pandora“ scheint geöffnet worden zu sein, sodass große staatliche Stimulus-Programme kein Tabu-Thema mehr sind und auch bei künftigen Krisen angewendet werden dürften. Höhere Ausgangsschuldenstände dürften den inflationären Effekt dieser Maßnahmen noch einmal deutlich erhöhen.

### Wechselwirkungen zwischen Geld- und Fiskalpolitik

Geld- und fiskalpolitische Wechselwirkungen werden in den „Silbernen 20ern“ wieder deutlich stärker sichtbar werden. Erhöhen Zentralbanken im Zuge steigender Inflationsraten die Leitzinsen, sollten dadurch die staatlichen Finanzierungskosten steigen und so dämpfend auf Investitionen wirken. In den USA dürfte es der Fed jedoch angesichts ausufernder Schulden, geringeren Wachstums und politischen Drucks immer schwerer fallen, die Preisniveaustabilität unabhängig, das heißt losgelöst von den Entscheidungen des US-Finanzministeriums, sicherzustellen. Auch in Europa sollte die Unabhängigkeit der Zentralbank durch Schuldenstände und politischen Druck nur bedingt Bestand haben.

Vor diesem Hintergrund könnte der Kauf von Staatsanleihen durch Zentralbanken in der nächsten Dekade wieder zunehmen und direkten Einfluss auf die Renten- und Währungsmärkte haben. Die Folgen könnten prinzipiell sowohl stabilisierend als auch destabilisierend sein. Insgesamt sollten geld- und

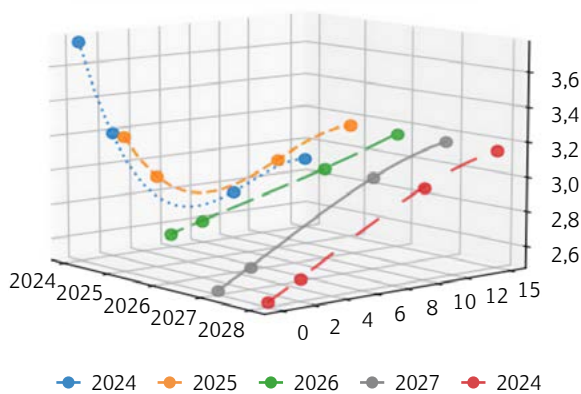
fiskalpolitische Wechselwirkungen für mehr Volatilität in den entsprechenden Marktsegmenten sorgen.

### Zinsen: Rückkehr zur Normalität

Wir erwarten, dass Zinsstrukturkurven in den USA und Europa ihre Inversität in den nächsten zwei Jahren verlieren werden. Das lange Ende wird hingegen nur minimal fallen und sich in Deutschland auch mittelfristig über 3 % halten. Die Gründe sind vor allem höhere Inflationserwartungen und Verunsicherung über die politischen Entwicklungen in der Eurozone. Die folgende Abbildung 5 zeigt dies exemplarisch für die Prognose der Renditenstrukturkurve von Ende 2024 bis Ende 2028.

#### Abbildung 5: Prognose der Renditenstrukturkurve

Von deutschen Bundesanleihen von Ende 2024 bis Ende 2028



Quelle: Haspa Marktanalytik

Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Inflation und steigende staatliche Investitionsausgaben werden mittelfristig zu leicht steigenden Renditen von Staatsanleihen führen. Wir gehen davon aus, dass sich 10-jährige Bundesanleihen bei Renditen von 3 % einpendeln werden.

Zwischen europäischen Hochzinsanleihen und Investment-Grade Anleihen dürfte sich ein Spread von rund eineinhalb Prozent einstellen. In den USA erwarten wir eine vergleichbare Entwicklung. Aufgrund der zunehmenden Gefahren von Deglobalisierung und steigendem Protektionismus sind Anleihen von Unternehmen vorzuziehen, die weniger sensibel auf Störungen in den globalen Lieferketten reagieren. Hier bieten sich vornehmlich lokal agierende Substanztitel an.

Wir erwarten, dass die Renditen von Staatsanleihen unterhalb derer von vergleichbaren Corporate Bonds liegen werden. Jedoch besteht hier ein erhöhtes länderspezifisches Risiko, das sich aus höherer Staatsverschuldung, Abstufung der Kreditwürdigkeit, Währungsschwankungen und Inflation ergibt.

### Gold: Zurück zu altem Glanz

Wir erwarten, dass Gold in den nächsten zehn Jahren aufgrund seiner vielfältigen und einzigartigen Charakteristika eine noch zentralere Rolle auf den Finanzmärkten einnehmen wird. Hier dürften in erster Linie die Funktionen als Schutz vor geopolitischem Risiko („sicherer Hafen“) und Inflation im Vordergrund stehen. Wir gehen zudem davon aus, dass eine stetig steigende Nachfrage der Notenbanken (insb. zur Diversifikation ihrer Reserven) den Goldpreis weiter nach oben treiben wird.

### Aktienmärkte: Dividenden werden wieder wichtiger

Wir erwarten, dass sich die hohen Renditen an den Aktienmärkten, die in den letzten zehn Jahren erzielt wurden, mittelfristig wieder den Renditen an den Rentenmärkten annähern werden. Die hohe Differenz zwischen Aktien- und Anleiherenditen war vor allem eine direkte Konsequenz der langjährigen Null-Zins-Politik der Notenbanken und ausbleibender Inflation.

„Wir erwarten, dass Gold aufgrund seiner vielfältigen und einzigartigen Charakteristika in den nächsten zehn Jahren eine noch zentralere Rolle auf den Finanzmärkten einnehmen wird.“



Die Gesamterrenditen (Total Return) an den Aktienmärkten sollten in den „Silbernen 20ern“ im historischen Vergleich moderater ausfallen. Angesichts der hohen Bewertungen dürfte die Wertentwicklung vor allem durch die Dividenden getrieben werden. Wir erwarten für US-Aktien 6 % p. a. und für europäische Aktien 5 % p. a. über die nächsten zehn Jahre.

Damit nähern sich unsere Erwartungen für die Entwicklung der Aktienmärkte wieder denen für die Rentenmärkte an. Maßgeblich für diese Einschätzung sind neben den hohen Aktienmarktbewertungen die in den vorangegangenen Abschnitten beschriebenen Einflussfaktoren, das heißt das höhere Zinsniveau und das moderate Wirtschaftswachstum.

Insgesamt ist es jedoch wichtig, zu betonen, dass sich unsere Prognose auf den gesamten Aktienmarkt bezieht, die Entwicklung einzelner Unternehmen und Branchen kann hiervon im Zeitablauf deutlich abweichen. Dies eröffnet Chancen für aktives Portfoliomanagement.

## *Fazit*

Wir erwarten, dass die „Silbernen 20er“ nach dem vorangegangenen Ausnahme-Jahrzehnt wieder zu einer gewissen „historischen Normalität“ zurückfinden werden. Die Inflation kehrt zurück. Zinsstrukturkurven verlieren ihre Inversität und das allgemeine Zinsniveau erhöht sich deutlich im Vergleich zum vorherigen Jahrzehnt. Das Wirtschaftswachstum bleibt moderat. Auf der volkswirtschaftlichen Seite ist zudem sowohl von einem höheren geopolitischen Risiko als auch steigenden länderspezifischen Risiken auszugehen.

Mit Blick auf die Finanzmärkte erwarten wir, dass Rentenmärkte bei der Asset-Allokation wieder eine elementare Rolle spielen. Die hohen Bewertungen sollten aus unserer Sicht die Wertentwicklung von Aktien begrenzen. Bei Aktien dürfte die Relevanz von ordentlichen Gewinnen – Dividenden – gegenüber außerordentlichen Gewinnen – Kurssteigerungen – wieder zunehmen. ■

# Mögliche Alternativszenarien zu unserem langfristigen Kapitalmarktausblick

Neben unserem Kernszenario – den „Silbernen 20ern“ – haben wir auch zwei Alternativszenarien definiert, deren Realisierung zwar vergleichsweise wenig wahrscheinlich, aber nicht ausgeschlossen ist.

**Autor: Dr. Max Ole Liemen**

## *Unser adverses Szenario: die „Eisernen 20er“*

Die „Eisernen 20er“ sind durch geopolitische Instabilität und einen rückläufigen Welthandel geprägt. Es kommt zu einem neuen Kalten Krieg. Die Welt spaltet sich in zwei Lager: den „globalen Süden“ mit vorwiegend autoritären Staaten und die westlichen Länder mit schlecht funktionierenden Demokratien. Der Welthandel schrumpft und kommt zwischen den beiden Lagern weitestgehend zum Erliegen. Dies wird verstärkt durch unterschiedliche technische Standards, steigenden Protektionismus und Immigrationsstopp. Die Schwächung der internationalen Organisationen wie UNO und WHO führt zu einer fehlenden Koordination auch unter westlichen Demokratien.

Multilaterale Abkommen werden aufgekündigt, es gibt nur noch Verhandlungen zwischen Nationalstaaten. Die Klimakrise verschärft sich deutlich, da die Transition von fossilen zu nachhaltig ökologischen Geschäftsmodellen sehr schleppend verläuft. In diesem Szenario bieten nationale Finanzmärkte internationalen Anlegern nur noch beschränkten Zugang.

Die „Eisernen 20er“ zeichnen sich darüber hinaus durch eine hohe wirtschaftliche Instabilität aus. In den westlichen Demokratien stagniert das Wirtschaftswachstum aufgrund der starken Bevölkerungsalterung und der mangelnden Immigration. Die hohe gesamtwirtschaftliche Verschuldung führt zu Schuldenkrisen, bremst die Investitionstätigkeit und die private Nachfrage. Die

## *Tabelle 4: Adverses Szenario „Eiserne 20er“*

Durchschnittliche BIP-Wachstumsraten und Inflationsraten

Szenario „Eiserne 20er“	USA	China	Eurozone	Japan	Welt
<b>Prognose durchschnittliches reales BIP-Wachstum p. a. 2024 – 2033</b> (Prognose Haspa Marktanalytik)	0,50 % (1 %)	2,00 %	0,00 %	0,00 %	1,50 %
<b>Historisches durchschnittliches BIP-Wachstum p. a. 2011 – 2020</b>	1,70 %	6,69 %	0,93 %	0,51 %	2,63 %
<b>Prognose durchschnittliche Inflationsrate p. a. 2024 – 2033</b> (Prognose Haspa Marktanalytik)	4,00 %	3,00 %	4,00 %	2,00 %	4,50 %
<b>Historische durchschnittliche Inflationsrate p. a. 2011 – 2020</b>	1,73 %	2,52 %	1,22 %	0,54 %	3,50 %

**Quelle:** 2011 - 2020: LSEG Datastream; 2024 - 2033: Schätzungen Haspa Marktanalytik für ein adverses Szenario  
*Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.*

**Tabelle 5: Positives Szenario „Goldene 20er“**

Durchschnittliche BIP-Wachstumsraten und Inflationsraten

Szenario „Goldene 20er“	USA	China	Eurozone	Japan	Welt
<b>Prognose durchschnittliches reales BIP-Wachstum p. a. 2024 – 2033</b> (Prognose Haspa Marktanalytik)	2,50%	4,00%	1,50%	1,00%	3,00%
<b>Historisches durchschnittliches BIP-Wachstum p. a. 2011 – 2020</b>	1,70 %	6,69 %	0,93 %	0,51 %	2,63 %
<b>Prognose durchschnittliche Inflationsrate p. a. 2024 – 2033</b> (Prognose Haspa Marktanalytik)	2,25%	2,25%	2,00%	2,00%	4,00%
<b>Historische durchschnittliche Inflationsrate p. a. 2011 – 2020</b>	1,73 %	2,52 %	1,22 %	0,54 %	3,50 %

**Quelle:** 2011 – 2020: LSEG Datastream; 2024 – 2033: Schätzungen Haspa Marktanalytik für ein positives Szenario *Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.*

Konjunkturzyklen werden deutlich kürzer und Rezessionen nehmen wieder zu. Die Geldpolitik „verliert“ gegenüber einer stark schuldengetriebenen Fiskalpolitik. Die Folge sind ausufernde Inflationsraten und Währungskrisen. Die schwache wirtschaftliche Entwicklung in den westlichen Demokratien führt zu einer Ausdünnung der Mittelschicht. Dadurch kommt es zu einer wachsenden politischen Instabilität und einem Schwanken zwischen autokratischen und demokratischen Tendenzen.

**Unser Positiv-Szenario: die „Goldenen 20er“**

Die „Goldenen 20er“ sind gekennzeichnet durch eine hohe geopolitische Stabilität und einen wachsenden Welthandel dank einer friedlichen Koexistenz zwischen den USA und China.

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind geprägt durch ein solides Wachstum und strukturelle Stabilität. Die Bevölkerungsüberalterung kann durch Immigration, Digitalisierung sowie die sprunghafte Entwicklung von KI kompensiert werden. Die gesamtwirtschaftliche Verschuldung geht durch das hohe nominale Wachstum zurück. Die gute Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik erlaubt es, Konjunkturzyklen zu glätten, die Energiewende gelingt ohne größere Reibungsverluste. Die nationalen Kapitalmärkte bieten internationalen Anlegern vollen Zugang.

Durch den steigenden Wohlstand kommt es zu einer Stärkung der Mittelschicht, die Polarisierung der Politik kann reduziert werden und der Einfluss demokratischer Parteien steigt wieder. ■





# *Die „Silbernen 20er“ – Chancen und Herausforderungen für die Kapitalanlage*

Das außergewöhnliche wirtschaftliche und geopolitische Umfeld des letzten Jahrzehnts war der Nährboden für eine besonders positive Wertentwicklung der Finanz- und Anlagemärkte. Durch die große Finanzkrise von 2007 bis 2009 und die damit verbundene starke Überschuldung privater Haushalte kam es erstmalig seit Ende des 2. Weltkrieges in den USA und Europa zum Risiko eines Abrutschens in eine Deflation. Eine Deflation hatte man in den westlichen Industrienationen zuletzt während der großen Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre beobachtet. Damals wurde der Rückgang des allgemeinen Preisniveaus – die Deflation – durch Massenarbeitslosigkeit und einen deutlichen Rückgang der Wirtschaftsleistung begleitet.

**Autor: Christoph Metz, CFA**



Nach der Finanzkrise von 2009 haben die Notenbanken der großen Industrienationen auf diese Bedrohung mit einer sehr stark unterstützenden Politik geantwortet. Die durch die lockere Geldpolitik ausgelöste Liquiditätsschwemme hat zwar vorerst zu keinem merklichen Anstieg der Güter- und Dienstleistungsinflation geführt, sie hat aber das Preisniveau von Vermögenswerten deutlich angehoben. Die Bewertungen aller großen Anlageklassen – Aktien, Anleihen, Immobilien, aber auch Private Equity – sind zwischen 2010 und 2020 merklich angestiegen. So hat sich der amerikanische Aktienindex S&P500® gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis – ein Maßstab für die Bewertung von Aktien – zwischen 2010 und 2020 um knapp 25 % verteuert. Gleichzeitig haben sich die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen von rund 3,8 % auf 1,9 % halbiert. Mit anderen Worten: Alles ist teurer geworden, nur der Preis für Geld in Form von Krediten ist stark gesunken.

Darüber hinaus wurde das Marktrisiko – gemessen an der Schwankungsbreite der Kursindizes und der Amplitude bei Kursrückgängen – durch die Liquiditätsschwemme niedrig gehalten. In einem Umfeld, in dem die Geldflut den Wert nahezu aller Vermögenswerte angehoben hat und in dem die Risiken für Anleger in risikobehafteten Anlageklassen wie Aktien durch die Notenbanken künstlich geringgehalten wurden, hat aktives Portfolio-Management kaum Mehrwert generieren können. Daher floss auch immer mehr Kapital in passive Anlagestrategien wie zum Beispiel ETFs, die breite Aktien- und Rentenindizes abbilden.

Die Konsequenz der von den Notenbanken ergriffenen Maßnahmen der quantitativen Lockerung war auch ein globaler Verfall der Verzinsung von Staatsanleihen, von denen in der Spitze über 30 % negativ rentiert haben.

In diesem Kapitalmarktumfeld haben sich institutionelle Anleger wie beispielsweise Pensionsfonds und Stiftungen, aber auch viele Privatanleger stärker als zuvor in risikoreicheren Anlagen wie Aktien, hochverzinslichen Anleihen oder Private Equity engagiert. Denn nur so hatten sie eine realistische Chance, die für sie erforderlichen Renditen erzielen zu können oder wenigstens den realen Wert ihres Vermögens zu erhalten.

Die COVID-Krise und die geopolitischen Entwicklungen der letzten Jahre haben aus unserer Sicht einen Strukturbruch beschleunigt, der sich Ende der letzten Dekade schon angedeutet hatte.

Das neue Finanzmarktregime, das wir die „Silbernen 20er“ getauft haben, wird sich unserer Meinung nach deutlich

von dem des Jahrzehnts nach der großen Finanzkrise unterscheiden und für Anleger sowohl neue Chancen bieten als auch Herausforderungen mit sich bringen.

### ***Die Inflation ist zurück, ergo ist der Zins zurück***

Die Desinflationsphase, die seit Anfang der 80er Jahre zu einem deutlichen Rückgang der Preissteigerungsraten geführt hat und die zwischen 2010 und 2020 sogar in eine Angst vor einer Deflation gemündet ist, dürfte vorüber sein. Der Fokus der Notenbanken liegt somit wieder, wie zwischen Ende des 2. Weltkrieges und der großen Finanzkrise, auf der Bekämpfung von Inflationsrisiken. Daher sollten Leitzinsen und somit auch Geldmarktzinsen in den nächsten Jahren wieder zumindest positiv sein. Positive kurzfristige Zinsen dürften auch zu positiven langfristigen Zinsen, das heißt positiven Anleiherenditen, führen. Auch die sogenannte Sparschwemme, die laut dem ehemaligen US-Notenbankchef Ben Bernanke ein Grund für die niedrigen Zinsen in den USA war, dürfte zumindest teilweise der Vergangenheit angehören. Diese These erklärt die niedrigen Zinsen von US-Staatsanleihen dadurch, dass Länder wie Japan und China ihre hohen Handelsüberschüsse zu einem bedeutenden Teil in US-Staatsanleihen angelegt haben. Aufgrund des Rückgangs der Globalisierung dürften Handelsüberschüsse zukünftig wahrscheinlich geringer ausfallen. Darüber hinaus sorgen die geopolitischen Spannungen zwischen dem globalen Süden und dem globalen Norden aktuell dafür, dass immer mehr Schwellenländer nach Alternativen zu amerikanischen Staatsanleihen suchen – wie beispielsweise Gold –, um ihre Handelsüberschüsse zu investieren.

Nach dem Renditeanstieg 2022, mit Einbußen der 10-jährigen Bundesanleihe in der Spitze mit mehr als 20 % Kurswert innerhalb eines 12-Monatszeitraums, bieten viele Anleihesegmente – sowohl nominal als auch real – wieder interessante Renditen. Angesichts des neuen volkswirtschaftlichen Umfelds dürfte der langfristige Trend fallender Zinsen beendet sein. Der positive Nominalzins ist aus unserer Sicht wieder dauerhaft zurück, sowohl im Geldmarktbereich als auch bei Anleihen mittlerer und längerer Laufzeit.

### ***Der langfristige Trend fallender nominaler Renditen scheint vorerst vorüber zu sein***

Angesichts gestiegener Inflationsrisiken gehen wir darüber hinaus davon aus, dass auch die Realverzinsung in den nächsten Jahren wieder positiv sein wird.

Denn für die gestiegenen Inflationsrisiken werden Anleger aus unserer Sicht in Zukunft wieder eine Prämie in Form höherer Renditen verlangen. Auch werden Anleger mit der Rückkehr positiver kurzfristiger Zinsen wahrscheinlich wieder eine höhere Entschädigung für Investitionen in länger laufende Anleihen fordern. Wir erwarten daher, dass auch das sogenannte „Term Premium“, das Anleger für die Investition in länger laufende Anleihen belohnt, wieder positiv wird. Für Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont, wie Versicherungen und Pensionsfonds, eröffnen sich somit wieder Chancen, ihre Zielverzinsung mit liquiden Anlageklassen zu erreichen. Die Nachfrage nach illiquiden alternativen Anlageklassen dürfte sich daher abschwächen.

Der Rückkehr der Anlagechancen in der Anlageklasse Anleihen stehen allerdings auch Risiken gegenüber, die nach der großen Finanzkrise nahezu verschwunden schienen. Höhere Zinsen und eine hohe Verschuldung von Staaten, Unternehmen, aber auch privaten Haushalten in vielen Volkswirtschaften führen aus unserer Sicht dazu, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten wieder zunehmen dürften. Das Verlustrisiko für Anleger bei Anleihen durch den Ausfall von Schuldnern ist unserer Ansicht nach wieder im Anstieg begriffen. Eine sorgfältige Analyse der Schuldnerqualität – die neben den Bilanzkennzahlen und der Solvabilität auch die zukünftige Ertragskraft berücksichtigt – wird somit wieder wichtiger werden bei der Auswahl von

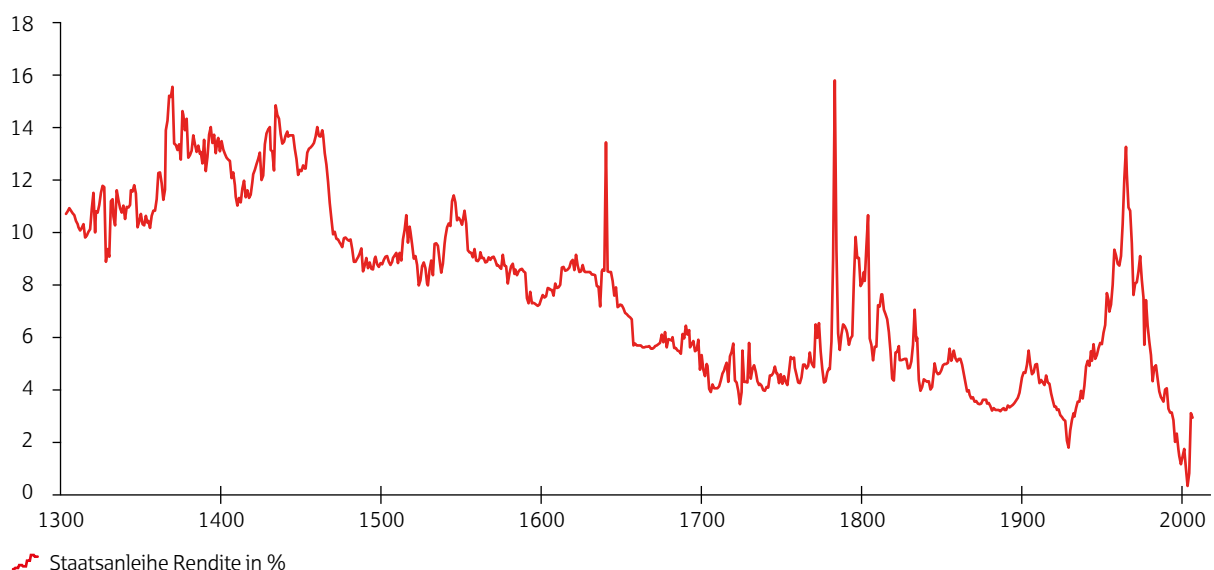
Emittenten. Und die Rückkehr von Inflationsrisiken erfordert nach unserem Dafürhalten wieder ein aktiveres Laufzeiten- und Durations-Management. Buy-and-Hold-Strategien oder passive Anlagestrategien dürften vor allem in der Übergangsphase vom alten Kapitalmarktregime der Niedrigzinsphase hin zum neuen der „Silbernen 20er“, die aus unserer Sicht noch nicht abgeschlossen ist, aktivem Management unterlegen sein. Aber auch aktives Management kann Anleger natürlich nicht immer vor Verlusten schützen.

### **Rohstoffe werden wieder ein wichtiger Bestandteil in der Anlagenallokation**

Dass die öffentliche Infrastruktur im Argen liegt, sehen wir in Deutschland jeden Tag an Straßen, Schulen oder dem öffentlichen Personennahverkehr. Deutschland ist hier kein Einzelfall. Seit dem 2. Weltkrieg sind die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen in vielen westlichen Industrienationen deutlich gefallen. In den USA sind diese beispielsweise laut der Federal Reserve Bank of St. Louis von rund 6 bis 7 % des BIP in den 1950er und 1960er Jahren und rund 4 % in den 1990er und 2000er Jahren auf rund 3,5 % seit 2010 zurückgegangen. In Deutschland lag die Nettoanlageinvestitionsquote, das heißt die Infrastrukturinvestitionen nach Abschreibungen, zwischen 2011 und 2020 sogar nur bei 2,4 % des Bruttoinlandsproduktes.

### **Abbildung 6: BIP-gewichtete historische Entwicklung von Staatsanleihen-Renditen**

Aus Italien, Großbritannien, den Niederlanden, Deutschland, Frankreich, den USA, Spanien und Japan



**Quelle:** Schmelzing, Paul (2020): "Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311–2018", Bank of England, Staff Working Paper No. 845. 2019-2023: LSEG Datastream, Berechnung Haspa Marktanalytik  
*Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.*



Die Instandhaltung der aktuellen Infrastruktur, der notwendige Infrastrukturausbau für die Energiewende – beispielsweise durch die Erweiterung der Stromnetzwerke – sowie die neue Industriepolitik, die das Ziel verfolgt, strategisch wichtige Produkte wieder im eigenen Land herzustellen, sollten in den nächsten Jahren zu einer verstärkten Nachfrage nach Rohstoffen führen. So schätzte beispielsweise das McKinsey Global Institute schon in einem 2016 veröffentlichten Bericht den Investitionsbedarf für neue Infrastruktur auf 49 Billionen USD bis 2030 oder rund 3,3 Billionen USD pro Jahr. Zum Vergleich: Das Bruttoinlandsprodukt Frankreichs lag 2023 bei rund 3 Billionen USD. Zu diesem Zeitpunkt wäre das eine Steigerung der jährlichen globalen Infrastrukturinvestitionen von rund 32 % gewesen. Mit der COVID-Krise, den geopolitischen Spannungen und der Energiewende scheint ein deutliches Umdenken in der Politik stattgefunden zu haben. Dies zeigt sich unter anderem an den zahlreichen Investitionsprogrammen, die in den letzten Jahren beschlossen wurden. Der 2022 verabschiedete Inflation Reduction Act in den USA sieht beispielsweise rund 783 Milliarden USD an Investitionen vor, um gegen den Klimawandel vorzugehen. Der ebenfalls im August 2022 verabschiedete US CHIPS and Science Act hat rund 280 Milliarden USD an Fördermitteln für die inländische Forschung und Herstellung von Halbleitern budgetiert. In der Europäischen Union wurde 2021 der Wiederaufbaufonds gegründet, der den Mitgliedstaaten zwischen 2021 und 2027 über eine Billion Euro zur Verfügung stellt, unter anderem für den Ausbau der erneuerbaren Energien, der Energieeffizienz, der Digitalisierung und den Breitbandausbau. Der Investitionsbedarf wurde somit mittlerweile nicht nur erkannt, sondern es wurden auch Mittel zur Finanzierung bereitgestellt. Dem dadurch ausgelösten Rohstoffbedarf steht allerdings aus unserer Sicht aktuell kein

**„Wir sehen somit neue Anlagechancen durch die wiedergewonnene Attraktivität verschiedener Anlageklassen.“**

ausreichendes Rohstoffangebot gegenüber. Es wird wahrscheinlich einige Zeit dauern, bis die notwendigen Produktionskapazitäten im Rohstoffbereich geschaffen sein werden, um auf die größere Nachfrage antworten zu können. Denn die Investitionstätigkeit der 40 größten Minenunternehmen ist laut einer Studie von PwC seit 2012 deutlich gefallen. Bis beispielsweise eine neue Kupfermine die Produktion aufnehmen kann, vergehen laut einer Studie der University of Arizona vier bis zwölf Jahre. Wir erwarten daher für das nächste Jahrzehnt deutlich steigende Rohstoffpreise vor allem bei Metallen wie Kupfer. Rohstoffe sind aus unserer Sicht allerdings nicht nur attraktiv aufgrund der von uns erwarteten Wertsteigerung, sondern auch, weil sie in einem Portfolio gegen Inflationsrisiken eine willkommene Diversifikation bieten.

Wir sehen somit neue Anlagechancen durch die wiedergewonnene Attraktivität verschiedener Anlageklassen. Das von uns erwartete Comeback traditioneller Branchen innerhalb der Anlageklasse Aktien dürfte durch höhere Risiken hochbewerteter Branchen wie zum Beispiel Technologie begleitet werden.

### ***Das Comeback der „Old Economy“***

Seit Ende der großen Finanzkrise 2009 haben sich vor allem ein Sektor und eine Aktienstilrichtung sehr gut entwickelt: Technologie und Wachstumsaktien. Vom Platzen der Internetblase bis zum Ende der großen Finanzkrise haben Technologieaktien ein schwaches Jahrzehnt durchlebt, in dem sich die massive Überbewertung des Sektors zurückgebildet hat. Seit dem Ende der großen Finanzkrise war die Wertentwicklung allerdings deutlich überdurchschnittlich und diese begründete sich aus unserer Sicht auch auf das extrem starke Wachstum der Unternehmensgewinne in dieser Branche. Darüber hinaus favorisierte das rückläufige und sehr niedrige Zinsniveau der 2010er Jahre Aktien von Unternehmen, bei denen ein Großteil der Gewinne in ferner Zukunft liegt. Dies ist bei Technologieunternehmen häufig der Fall. Auch der Wertzuwachs des Anlagestils Wachstumsaktien, dessen mit Abstand größter Bestandteil der Technologiesektor ist, wurde in der letzten Dekade von den fallenden und niedrigen Zinsen beflügelt. Wachstumsaktien haben aber auch davon profitiert, dass stabiles und hohes Gewinnwachstum im letzten Jahrzehnt ein rares Gut war, für das Anleger eine Prämie gezahlt haben. In einem Umfeld schwachen nominalen Wirtschaftswachstums war es nämlich für viele traditionelle Unternehmen schwer, ihre Gewinne merklich zu steigern. Mit der Rückkehr des Zinses und unserer Erwartung nach einem höheren nominalen Wirtschaftswachstum wird das Umfeld wieder attraktiver für Sektoren der sogenannten „Old Economy“ wie Industrierwerte, Finanzwerte oder

Rohstoffwerte. Die Notwendigkeit, Bewertungsprämien für Aktien mit gutem Gewinnwachstum zu zahlen, dürfte angesichts des von uns erwarteten höheren nominalen Wirtschaftswachstums – das es allen Unternehmen erleichtern sollte, ihre Gewinne zu steigern – abnehmen. Bei höheren Zinsen nimmt der Wert weit in der Zukunft liegender Gewinne gegenüber naheliegenden Gewinnen deutlicher ab, wie es uns die Barwertmethode lehrt. Substanzwerte, die sich zwischen dem Ende des 2. Weltkrieges und 2009 deutlich besser entwickelt haben als Wachstumswerte, werden daher wieder attraktiver. Das bessere Wachstumsumfeld und die rückläufige Globalisierung, die die Vorteile von großen, international tätigen Unternehmen reduzieren dürfte, sollten zudem Nebenwerte wieder attraktiver machen. Kürzere Konjunkturzyklen, ein schwierigeres geopolitisches Umfeld und somit eine höhere Prognoseunsicherheit werden aus unserer Sicht dazu führen, dass Anleger wieder die größere Gewissheit von aktuellen Dividendenzahlungen gegenüber möglichen, in der fernen Zukunft liegenden Gewinnen vorziehen. Der gemeine Spatz in der Hand gewinnt wieder an Attraktivität gegenüber dem hübschen Täubchen auf dem Dach.

Für unsere Aktien-Portfolios bedeutet dies, dass das Verhältnis von Wachstums- zu Substanzwerten neu zu tarieren und der Stellenwert von dividendenstarken Titeln im Portfolio neu zu bewerten ist. Die Technologiebranche wird wahrscheinlich die Aktienindizes weiter dominieren, gestützt von Themen wie der Künstlichen Intelligenz. Wie bei allen technologischen Neuerungen wird aber auch hier der Wettbewerb dafür sorgen, dass die Unternehmensmargen sinken, Gewinne weniger schnell wachsen und der Markt konsolidiert. Angesichts der hohen Bewertungen im Technologiebereich kann es für die Branche auch zu einer vergleichbar schlechteren Wertentwicklung oder Kursrückgängen kommen. Strukturell sehen wir darüber hinaus Anlagechancen in Branchen und Unternehmen, die von der demografischen Entwicklung, der Dekarbonisierung und der Digitalisierung der Wirtschaft profitieren. Dazu gehören unter anderem der Gesundheitssektor, der Sektor der erneuerbaren Energien, aber auch Unternehmen, die im Bereich der Kreislaufwirtschaft tätig sind. Das maßgebliche Risiko für den Sektor der erneuerbaren Energien wie auch für den Bereich der Kreislaufwirtschaft liegt aus unserer Sicht in einer kompletten Abkehr der großen Wirtschaftsnationen von den international vereinbarten Nachhaltigkeitszielen.

Betrachtet man die aktuelle Zusammensetzung von kapitalisierungsgewichteten breiten Aktienindizes, so stellt man fest, dass zehn Jahre Niedrigzinsphase und die überdurchschnittliche Wertentwicklung von Wachstums-

**„Das neu entstehende Marktumfeld der ‚Silbernen 20er‘ bietet nicht nur neue Chancen für Anleger, es birgt auch Risiken, die es aktiv zu managen gilt.“**

werten – vor allem von Technologieaktien – dazu geführt haben, dass diese Aktienindizes sehr gut auf das außergewöhnliche Marktumfeld der letzten zehn Jahre angepasst sind. Aber wie gut sind diese Aktienindizes für einen Strukturbruch und den Übergang in ein neues Umfeld mit höherer Inflation und höheren Zinsen gerüstet? Passive Strategien dürften es wahrscheinlich in der Übergangsphase in die neue Umgebung der „Silbernen 20er“ schwer haben. Hier gilt unserer Meinung nach dasselbe wie bei Anleihen: Eine sorgfältige, aktive Einzelwertselektion wird wieder wichtiger und dürfte in den nächsten Jahren passiven Strategien überlegen sein. Sollte es aber zu größeren Marktrückgängen kommen, dann kann auch eine gute Einzelwertselektion wahrscheinlich nicht vor Verlusten schützen.

Der aktuelle Strukturbruch und das neu entstehende Marktumfeld der „Silbernen 20er“ bietet nicht nur neue Chancen für Anleger, es birgt auch Risiken, die es aktiv zu managen gilt.

***Kürzere Wirtschaftszyklen und ein gestiegenes Risiko für „Schwarze Schwäne“ erfordern ein aktives Risikomanagement***

Rezessionen führten in der Vergangenheit fast immer zu deutlichen Aktienmarktrückgängen. Daher ist die Konjunkturanalyse ein wichtiger Baustein für das aktive Management von Marktrisiken. Die letzte Wirtschaftsexpansion in den USA war mit 128 Monaten außergewöhnlich lang, die längste seit 1854. Sie hat zu einem außergewöhnlich starken Anstieg der Aktienmärkte geführt.

Wir erwarten für die nächsten zehn Jahre Wirtschaftszyklen, die bezüglich ihrer Länge und ihrer Amplituden dem entsprechen, was wir vor 2007 gekannt haben. Mit der Rückkehr zu höheren Inflationsraten sollten die geldpolitischen Spielräume der großen Zentralbanken in den kommenden Jahren deutlich eingeschränkter sein. Daher dürften sie nur noch bei einer ernsthaften Bedrohung der Finanzmarktstabilität oder dem Risiko starker Konjunktüreintrüche unterstützende geldpolitische Maßnahmen ergreifen. Das heißt, dass das von den Zentralbanken gespannte Sicherheitsnetz, im Finanzmarktjargon auch gerne „Fed-Put“ genannt, zwar wahrscheinlich noch vorhanden ist, es dürfte jedoch zukünftig deutlich tiefer hängen als im vorhergegangenen Jahrzehnt. Das bedeutet nichts anderes, als dass sich Krisen zukünftig wieder stärker in der Entwicklung der Finanzmärkte niederschlagen werden.

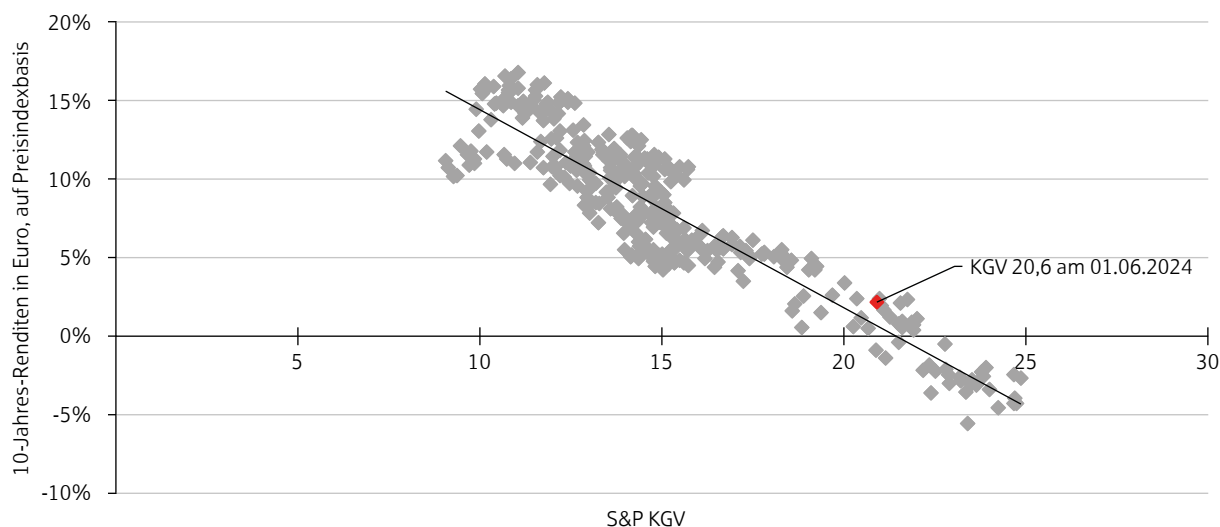
Auch entfernen sich die westlichen Volkswirtschaften von der seit Anfang der 80er Jahre vorherrschenden neoliberalen Wirtschaftspolitik. Letztere lässt sich gut in dem Satz aus der 1981 gehaltenen Antrittsrede von US-Präsident Ronald Reagan subsumieren: „Government is not the solution to our problem, government is the problem“, zu Deutsch: „Der Staat ist nicht die Lösung unseres Problems, der Staat ist das Problem.“ Der Staat greift vor allem seit der COVID-Krise durch Regulatorik, aktive Fiskalpolitik und Industriepolitik wieder stärker in

die Wirtschaftsentwicklung ein. Angesichts der stark gestiegenen Staatsverschuldung sind die finanzpolitischen Möglichkeiten, um auf Konjunkturrückgänge zu antworten, allerdings mittlerweile eingeschränkt. Die stärkeren staatlichen Eingriffe in die Wirtschaft bei gleichzeitig kleineren geldpolitischen und fiskalischen Spielräumen erhöhen aus unserer Sicht die Wahrscheinlichkeit, dass Wirtschaftskrisen wieder an Häufigkeit zunehmen. Auch dürften die volkswirtschaftlichen Schwankungsamplituden wieder größer werden. Alles in allem gehen wir davon aus, dass die Konjunkturzyklen wieder stärker denen ähneln, die man zwischen dem Ende des 2. Weltkrieges und der großen Finanzkrise beobachten konnte. Zwischen 1945 und 2009 dauerte der durchschnittliche Wirtschaftszyklus in den USA rund fünf Jahre und der durchschnittliche Rückgang des BIP während einer Rezession lag bei rund 3%.

Das Kapitalmarktumfeld der „Silbernen 20er“ sollte somit deutlich anspruchsvoller werden als das des letzten Jahrzehnts. Kürzere und tiefere Konjunkturzyklen dürften dazu führen, dass die Prognosequalität von Schätzungen zum Wirtschaftswachstum, zur Inflationsentwicklung oder zu Unternehmensgewinnen abnimmt. Die Häufigkeit positiver wie auch negativer Überraschungen wird wahrscheinlich wieder zunehmen. Die größere Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen sollte darüber hinaus zu einer höheren Marktvolatilität führen.

### Abbildung 7: Regression S&P500® KGV und Wertentwicklung des S&P500®

In den darauf folgenden 10 Jahren. Monatliche Daten. Zeitraum 01.02.1985 bis 01.06.2024



Quelle: LSEG Datastream, Berechnung: Haspa Marktanalytik

Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung. Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.



In diesem neuen, durch hohe Unsicherheit geprägten Umfeld sind daher unserer Meinung nach wieder stärker aktive und disziplinierte Portfoliomanagementprozesse gefragt. Anleger sollten noch stärker als im letzten Jahrzehnt Wert auf nach Risiko- und Ertrags Gesichtspunkten solide konstruierte Portfolios legen, um ihre Chance zu verbessern und in diesem neuen und schwierigen Umfeld zu bestehen. Denn das Risiko von deutlicheren Kursrückgängen dürfte in den „Silbernen 20ern“ höher sein als nach 2010. Auch Stresstests, um die Robustheit der Portfolios zu prüfen, werden wieder wichtiger. Darüber hinaus sollten Anleger aus unserer Sicht dem veränderten Kapitalmarktumfeld Rechnung tragen und bei den Risikosimulationen nicht die Korrelationen zwischen Anlageklassen der letzten zehn Jahre zugrunde legen.

Darüber hinaus hat sich die geopolitische Situation in den letzten zehn Jahren deutlich verändert. Das von Francis Fukuyama mit dem Zusammenbruch der Sowjetunion ausgerufene Ende der Geschichte, wonach der demokratische Kapitalismus zur Blaupause für die Entwicklung aller Länder wird, hat sich nicht bewahrheitet. Die ungeteilte Vormachtstellung der Vereinigten Staaten wird mittlerweile von vielen Ländern des „Globalen Südens“ und zuvorderst von China in Frage gestellt. Die neue, möglicherweise multipolare Weltordnung und die daraus resultierenden geopolitischen Unsicherheiten erhöhen die Wahrscheinlichkeit von Extremereignissen. Portfolios müssen somit insgesamt sturmfester und resilienter konzipiert werden. Mögliche „Schwarze Schwäne“ sollten bei der Portfoliokonstruktion Berücksichtigung finden. Anleger sollten aus unserer Sicht wieder stärker auf Absicherungsinstrumente zurückgreifen, auch wenn dies der Wertentwicklung ihres Portfolios in steigenden Märkten abträglich sein kann.

### ***In einem Umfeld moderater Ertragserwartungen für die Anlageklasse Aktien wird die Einzelwertselektion wieder wichtiger***

Unsere Erwartung für die Wertentwicklung der Anlageklasse Aktien für die nächste Dekade liegt bei rund 6 % p. a., wohl wissend, dass Prognosen kein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind. Im Vergleich zur historischen Wertentwicklung von knapp 11 % p. a. für den MSCI World® zwischen Ende 1973 und Ende 2023 erscheint dies moderat. Begründet liegt unsere im Vergleich zur historischen Entwicklung eher vorsichtige Prognose in den aktuell hohen Bewertungen – vor allem amerikanischer Aktien –, aber auch in

höheren Zinsen und in einem voraussichtlich eher moderatem Gewinnwachstum in den „Silbernen 20ern“. Hohe Bewertungen waren in der Vergangenheit oft ein guter Indikator für eine unterdurchschnittliche langfristige Wertentwicklung bei Aktienmärkten. Dies zeigt auch die Regressionsanalyse in Abbildung 7 auf Seite 32, in der versucht wird, die Wertentwicklung des S&P500® über zehn Jahre durch die Aktienmarktbeurteilung am Ausgangspunkt der Periode zu erklären.

Wie die geringe Streuung um die Regressionsgerade zeigt, gelingt dies in der historischen Betrachtung sehr gut und man kann recht deutlich einen Zusammenhang zwischen niedriger (hoher) Ausgangsbewertung und hoher (niedriger) Wertentwicklung des S&P500® erkennen. Wie alle historischen Entwicklungen und Prognosen stellt auch diese keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar. In unseren Modellen liegt der amerikanische Aktienmarkt am oberen Rand der Bewertungen der letzten 40 Jahre. Darüber hinaus erwarten wir zwar eine bessere Ertragsentwicklung für den breiten Aktienmarkt als in der Dekade seit der großen Finanzkrise. Die Entwicklung der Unternehmensgewinne dürfte aber hinter der durchschnittlichen Entwicklung der letzten 40 Jahre zurückbleiben. Angesichts der stark gestiegenen Staatsverschuldung gehören die deutlichen Unternehmenssteuersenkungen – der effektive Unternehmenssteuersatz für Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist in den USA zwischen 1989 und 2019 von 34 % auf 15 % gefallen – sehr wahrscheinlich der Vergangenheit an. Ein niedrigeres Wachstum von Unternehmensgewinnen bei gleichzeitig höheren Zinsen dürfte die Wertentwicklung des breiten Aktienmarktes bremsen. Wir erwarten allerdings, dass eine gute Einzelwertselektion einen deutlichen Mehrwert gegenüber der reinen Indexentwicklung erwirtschaften kann.

### ***Stärkerer Fokus auf Resilienz angesichts heterogener Risiken***

Ziel der Portfoliokonstruktion ist es, eine nach Ertrags- und Risikogesichtspunkten stabile Vermögensanlage zusammenzustellen. In der Portfoliooptimierung werden hierzu traditionell drei Bausteine benutzt: die Ertragserwartungen für die jeweiligen Portfoliobestandteile, die Korrelationen zwischen den Portfoliobestandteilen und die Volatilität dieser. Das neue Finanzmarktumfeld führt unserer Ansicht nach nicht nur zu Veränderungen der Ertragserwartungen, sondern auch zu Veränderungen der Korrelationen zwischen Anlageklassen und innerhalb von Anlageklassen sowie der Volatilitäten von Finanzinstrumenten.

Welche Anlageklassen dabei helfen, Risiken im Portfolio zu reduzieren, hängt wiederum sehr stark vom Typ der Krise ab. Wir erwarten in dem neuen Kapitalmarktumfeld der „Silbernen 20er“ nicht nur mehr Krisen als seit 2010, sondern auch eine größere Wahrscheinlichkeit verschiedener Typen von Krisen. So dürfte beispielsweise ein unerwarteter Inflationsanstieg zu einer positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihen führen. Aktienmarktrückgänge werden in diesem Fall nicht mehr so gut durch den Kursanstieg von Staatsanleihen guter Bonität abgedeckt werden wie während des Platzens der Internetblase oder wie in der großen Finanzkrise. Die Beimischung von Gold oder Industriemetallen kann sich hier als sinnvoll erweisen. Eine Rückkehr in ein Umfeld wirtschaftlicher Stagnation, wie vom ehemaligen Chefvolkswirt des IWF Olivier Blanchard beschrieben, würde hingegen das Risiko deflationärer Schocks erhöhen. Diese würde wahrscheinlich zu einer schlechten Wertentwicklung von zyklischen Rohstoffen wie Industriemetallen führen, aber Gold und Staatsanleihen sehr guter Bonität sollten von einem deflationären Umfeld profitieren. Aus unserer Sicht sollte ein Portfolio daher auch strategisch eine nach Anlageklassen sehr breite Diversifikation aufweisen.

Die stärkere Regionalisierung des Handels und die Zunahme der staatlichen Eingriffe in Form von Industriepolitik, Regulatorik und Handelsbarrieren dürfte auch die Effektivität einer geografischen Diversifikation erhöhen. Eine gut durchdachte Diversifikation nach Anlageklassen, Anlagestilen, Sektoren und Regionen sowie Stresstests, um das Verhalten der Portfolios in verschiedenen Szenarien zu simulieren, werden wieder wichtiger, um stabile Portfolios zu erstellen.

### **Fazit**

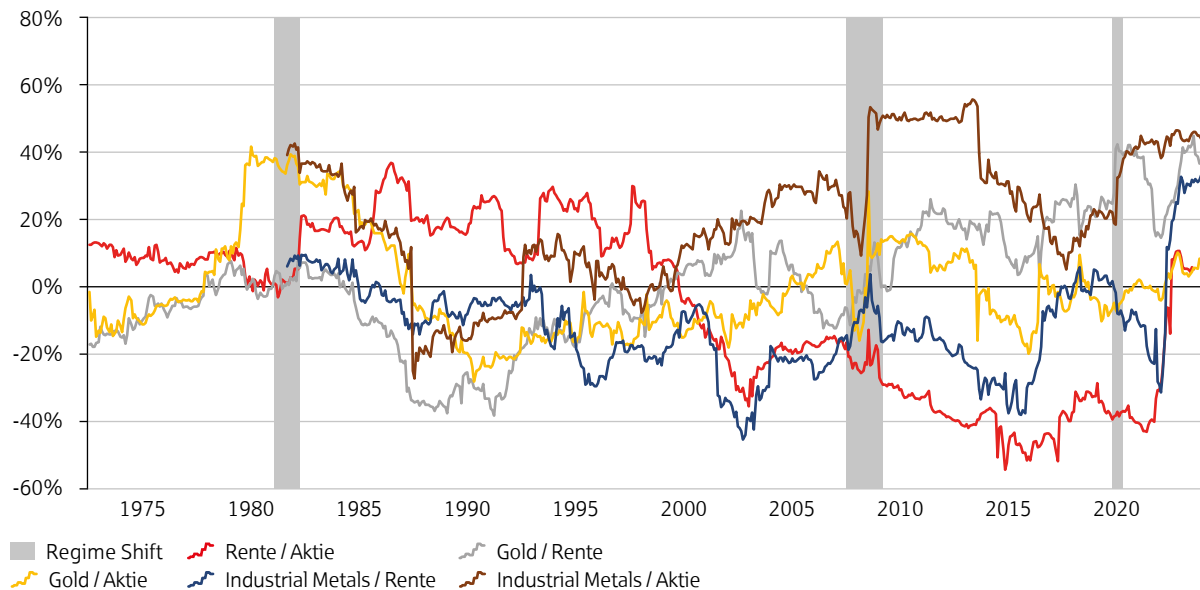
Wir befinden uns aktuell in einem Umfeld multipler Strukturbrüche. Damit verbunden ist eine große Unsicherheit über zukünftige wirtschaftliche, geopolitische und innenpolitische Entwicklungen. Unsicherheit bedeutet, dass wir nicht über eine ausreichende Historie ähnlicher Situationen verfügen – wie beispielsweise Versicherungsunternehmen, die über langjährige Datenbanken für Autounfälle verfügen –, um uns einer Wahrscheinlichkeitsverteilung bedienen zu können. Wir können somit nicht einmal für die Risiken, die wir kennen, eine objektive Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeiten treffen. Vielmehr können wir nur subjektive Einschätzungen oder Überzeugung bezüglich des Eintritts von Ereignissen formulieren. In diesem Umfeld gewinnt der Begriff Resilienz an Bedeutung. Resilienz in der Kapitalanlage bedeutet für uns, unsere Portfolios widerstandsfähiger gegen unterschiedlichste Schocks zu machen. Um die Widerstandsfähigkeit der Portfolios zu erhöhen, achten wir auf eine gute Risikostreuung, das heißt eine hohe Diversifikation auf Anlageklassenebene, auf geografischer Ebene und bei der Einzelwertselektion. Darüber hinaus setzen wir aktiv Strategien ein, die das Portfoliorisiko mindern, auch wenn diese in steigenden Kapitalmärkten die Wertentwicklung reduzieren können.

Seit dem Ende der COVID-Pandemie beobachten wir den Übergang aus einer nahezu zinslosen Welt zurück in eine „normalere“ Welt mit positiven Nominal- und Real-Zinsen. Dadurch hat der Anlagedruck, der im letzten Jahrzehnt viele Investoren zu höheren Engagements in Aktien oder illiquiden Anlageklassen bewegt hat, deutlich abgenommen.

**„Multi-Asset Portfolios, die neben Aktien auch Anleihen und Rohstoffe beinhalten, dürften sich im neuen Finanzmarktumfeld der „Silbernen 20er“ risikoadjustiert am besten entwickeln.“**

## Abbildung 8: Korrelationen verschiedener Anlageklassen

Über rollierende 5-Jahreszeiträume vom 28.02.1973 – 31.01.2024. Monatsdaten. Gold Bullion LBM \$/t o, Crude Oil BFO M1 Europe FOB \$/BBL, S&P GSCI Industrial Metals Spot - PRICE INDEX, S&P 500 Price Index, US-Anleihen



Quelle: LSEG Datastream, Berechnung: Haspa Portfoliomanagement

Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.

Mit der COVID-Krise, den Herausforderungen der Energiewende und den geopolitischen Veränderungen nimmt der Staat wieder eine stärkere Rolle in der Wirtschaft ein. Konjunkturprogramme, große Infrastrukturprogramme, eine aktive Industriepolitik sowie eine stärkere Regulatorik, zum Beispiel im Bereich der Nachhaltigkeit, weisen auf eine Abkehr der seit Anfang der 1980er Jahre vorherrschenden neoliberalen Doktrin hin, nach der sich der Markt selbst reguliert. Der geringere geldpolitische und fiskalpolitische Spielraum dürfte dazu führen, dass wirtschaftspolitische Fehler weniger gut ausgeglichen werden können und die Zyklik der Wirtschaftsentwicklung wieder zunimmt. Daher wird es noch wichtiger, Portfolios so zu konstruieren, dass sie auch schwierige Marktphasen durchfahren können, ohne Schiffbruch zu erleiden. Auch können Portfolios nur durch ein stringentes und aktives Risikomanagement gegen die gestiegenen Extremrisiken geschützt werden.

Die Marktentwicklung der letzten zwölf Monate lässt darauf schließen, dass der Übergang in das neue Finanzmarktregime der „Silbernen 20er“ noch nicht komplett vollzogen ist. Die Mehrheit der Marktteilnehmer scheint noch immer nach den Verhaltensmustern zu agieren, die sie nach der großen Finanzkrise von 2007 – 2009 erlernt haben. Diese lassen sich

mit den Anglizismen „Fear of Missing out“, „Buy the Dip“ und „TINA“ resümieren. Wie alle Anpassungsprozesse wird auch dieser entweder Zeit oder eine größere Krise benötigen, um zum Abschluss zu kommen.

Multi-Asset-Portfolios, die neben Aktien auch Anleihen und Rohstoffe beinhalten, dürften sich im neuen Finanzmarktumfeld der „Silbernen 20er“ risikoadjustiert am besten entwickeln. Denn neben den Rezessionsrisiken gibt es jetzt auch wieder Inflationsrisiken, gegen die in der Vergangenheit eine Beimischung von Rohstoffen die Portfoliostabilität erhöht hat.

Vor allem in der Übergangsphase vom alten in das neue Finanzmarktumfeld sollte aktives Management passiven Strategien überlegen sein. Marktgewichtete Indizes dürften es in den nächsten Jahren hingegen vergleichsweise schwer haben, denn die aktuellen Gewichtungen der Titel spiegeln die Anpassung auf ein vergangenes Marktumfeld ohne Inflationsrisiken wider. Aufgrund der gestiegenen konjunkturellen und geopolitischen Unsicherheit empfehlen wir Anlegern, der Portfolio-konstruktion und dem Risikomanagement wieder einen höheren Stellenwert zukommen zu lassen. Die Zeit, in der sich mit Zentralbankhilfe leicht Geld verdienen ließ, dürfte vorüber sein. ■



## Übersicht Anlageklassen: Prognosen und historische Wertentwicklung

			Aktien				
			Prozentualer Gesamtertrag nominal p. a. in EUR				
			USA	Europa	Japan	Schwellenländer	Entwickelte Märkte
<b>Historische Wertentwicklung</b>	2001	Jan. 1 - Dez. 31	-7,1	-15,3	-25,5	2,9	-12
	2002	Jan. 1 - Dez. 31	-33,9	-30,5	-22,7	-20,2	-31,7
	2003	Jan. 1 - Dez. 31	7,1	15,8	15,3	30	11,3
	2004	Jan. 1 - Dez. 31	2,9	12,6	8	16,9	6,9
	2005	Jan. 1 - Dez. 31	20,9	26,7	45,3	55	26,8
	2006	Jan. 1 - Dez. 31	3,6	20,2	-8,7	18,6	7,9
	2007	Jan. 1 - Dez. 31	-4,9	3,2	-14,5	26,1	-1,2
	2008	Jan. 1 - Dez. 31	-33,7	-43,3	-23,1	-50,8	-37,2
	2009	Jan. 1 - Dez. 31	22,5	32,6	1,6	73,5	26,7
	2010	Jan. 1 - Dez. 31	23,1	11,7	23,9	27,5	20,1
	2011	Jan. 1 - Dez. 31	5,5	-7,5	-9,6	-15,4	-1,8
	2012	Jan. 1 - Dez. 31	14,2	18,1	5,9	16,8	14,7
	2013	Jan. 1 - Dez. 31	26,7	20,5	21,6	-6,5	21,9
	2014	Jan. 1 - Dez. 31	29,5	7,4	10	11,8	20,1
	2015	Jan. 1 - Dez. 31	12,9	8,8	24,4	-4,9	11
	2016	Jan. 1 - Dez. 31	15,3	3,2	6,6	14,9	11,4
	2017	Jan. 1 - Dez. 31	7	10,9	11,1	21	8,1
	2018	Jan. 1 - Dez. 31	0,4	-10	-9,4	-9,9	-3,6
	2019	Jan. 1 - Dez. 31	33,9	26,9	21,4	21,1	30,8
	2020	Jan. 1 - Dez. 31	8,6	-2,8	3,7	8,9	6,9
	2021	Jan. 1 - Dez. 31	38,5	25,9	8,8	5,2	31,6
	2022	Jan. 1 - Dez. 31	-12,7	-8,9	-9,3	-14,5	-12,3
	2023	Jan. 1 - Dez. 31	22	16,6	16	6,5	20,2
<b>Durchschnittliche historische annualisierte Wertentwicklung</b>	2001 - 2010	Jan. 1 2001 - Dez. 31 2010	-2,1	0,1	-2,3	12,2	-0,8
	2011 - 2020	Jan. 1 2011 - Dez. 31 2020	14,9	6,9	8	5	11,5
<b>Prognose Haspa Marktanalytik</b>	2024 - 2033	Jan. 1 2024 - Dez. 31 2033	6	5	6	7	5,9
<b>Verwendete Daten</b>	<b>Daten</b>		S&P 500®, Total Return (€)	MSCI Europe®, Total Return (€)	TOPIX®, Total Return (€)	MSCI Emerging Markets®, Total Return (€)	MSCI World®, Total Return (€)
	<b>Quelle</b>		LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream

Historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.  
Prognosen stellen keinen zuverlässigen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.

Anleihen						Rohstoffe	
Prozentualer Gesamtertrag nominal p. a. in EUR						Periodenendwerte in USD	
Deutsche Staatsanleihen (10-jährig)	Deutsche Staatsanleihen (2-jährig)	Europäische Hochzinsanleihen	Europäische Investment-Grade Anleihen	US-Staatsanleihen (10-jährig)	US-Staatsanleihen (2-jährig)	Gold	Öl (Brent)
4,5	5,1	-13,9	6,9	9,5	13,7	276,8	19,5
10,6	5,7	-5	8,5	-2,8	-9,3	343,2	27,8
3,9	3,1	28,6	6,5	-15,8	-15	417,2	29,9
10	3,1	14,6	7,6	-2,7	-6,5	438,1	40,6
7,1	1,9	6	4	17,8	16,6	512,6	59,4
-1,6	1,6	11,1	0,6	-9,2	-7,4	634,5	62,1
1,6	3,8	-2,2	0,2	-1,1	-3,4	836,2	93,7
16,3	6,5	-34,2	-3,3	27,5	13,1	862,2	48,8
0,5	2,6	74,9	14,9	-12,2	-1,8	1096	78,6
7,6	2,3	14,3	4,8	16,2	9,4	1.417,6	94,7
14	2,7	-2,5	2	20,9	4,9	1.574,6	106,9
7,6	0,5	27,2	13	2,7	-1,3	1.662,4	109,9
-2,6	-0,1	10,1	2,4	-11,6	-4	1.207,8	110,5
16,7	0,6	5,5	8,3	26,3	14,5	1.186,3	58,2
0,2	0,2	0,8	-0,4	12,5	11,9	1.062,4	37,7
5,3	0,2	9,1	4,7	3,9	3,9	1.157,5	57,5
-0,3	-0,9	6,7	2,4	-10,3	-12	1.303,5	66,4
3,3	-0,4	-3,6	-1,1	4,9	6,7	1.281,3	54
5	-0,7	11,3	6,3	11,5	5,3	1.520,5	65,3
4	-0,4	2,8	2,6	3,3	-5,5	1.897,8	51,7
-3,3	-0,9	3,3	-1	5	7,1	1.822,4	77,5
-20,7	-4,2	-11,5	-13,9	-11,6	2,9	1.815,6	85,7
7,6	2,8	12	8	0,1	0,4	2.065,4	76,9
5,9	3,6	6,2	5	1,8	0,4	1.417,6	94,7
5,1	0,2	6,4	3,9	5,8	2,1	1.897,8	51,7
3	2,5	6,3	4,8	3,5	3	3.500	90
BD Benchmark 10 Year Datastream Government Index, Total Return (€)	BD Benchmark 2 Year Datastream Government Index, Total Return (€)	ICE Bank Of America Euro High Yield Index, Total Return (€)	ICE Bank Of America Euro Corporate Index	United States Benchmark 10 Year Datastream Government Index, Total Return (€)	United States Benchmark 2 Year Datastream Government Index, Total Return (€)	Gold Bullion LBM \$/t oz DE-LAY	Crude Oil Brent ICE M2 UK 1730 hrs
LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream	LSEG Datastream

## Impressum

**Redaktion:** Dr. Max Ole Liemen, Christoph Metz, Bernd Schimmer

**Gestaltung:** Merlin Nolte, Karsten Kurella

**Bildnachweise:** Titelbild: Laura Thiesbrummel / Combine Consulting GmbH; Umschlag: Laura Thiesbrummel / Combine Consulting GmbH (3); Inhaltsverzeichnis: Merlin Nolte, Romanus Fuhrmann; Einleitung: Laura Thiesbrummel / Combine Consulting GmbH; Gastbeitrag: Tim Flavor; Zurück zu einer neuen Normalität: Laura Thiesbrummel / Combine Consulting GmbH; Ein holpriger Weg in eine neue Weltordnung: Laura Thiesbrummel / Combine Consulting GmbH; Volkswirtschaftlicher Ausblick: Laura Thiesbrummel / Combine Consulting GmbH (3); Chancen und Herausforderungen für die Kapitalanlage: Laura Thiesbrummel / Combine Consulting GmbH

Dieses Dokument wurde auf PEFC-zertifiziertem Papier gedruckt. PEFC ist ein transparentes und unabhängiges System zur Sicherstellung einer nachhaltigen Waldbewirtschaftung.

## Rechtsausschluss

Alle in der Publikation enthaltenen Angaben, Informationen und Aussagen basieren auf Quellen, die von der Hamburger Sparkasse AG (Haspa) für zuverlässig gehalten werden. Zu diesen Quellen gehören Finanzdatenanbieter (unter anderem LSEG Datastream, Bloomberg, Kepler Cheuvreux), öffentlich zugängliche Medien oder Unternehmensangaben, auf deren Basis auch eigene Schätzungen erstellt werden. Die aufgrund dieser Quellen im Secular Outlook geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Hamburger Sparkasse AG dar.

Bitte beachten Sie, dass der Wert und die Rendite einer Investmentanlage sowohl steigen als auch fallen können. Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige positive Performance, und Anleger erhalten unter Umständen nicht den investierten Betrag. Wir weisen darauf hin, dass sich die Aussagen ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung beziehen. Bewertende Aussagen zur historischen Entwicklung lassen sich nicht auf die zukünftige Entwicklung übertragen. In die Bewertung eines Finanzinstrumentes fließen eine Vielzahl von Faktoren ein, die einer laufenden Veränderung unterliegen.

Der Secular Outlook dient nur zur Information und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere dar. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG (Haspa) dar. Rechtsverbindlich und maßgeblich sind allein die Angaben des für das jeweilige Finanzinstrument bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hinterlegten und veröffentlichten Basisprospekts gemäß Wertpapierprospektgesetz vom 12.06.2019 einschließlich etwaiger Nachträge und endgültiger Angebotsbedingungen, die bei der Haspa kostenfrei angefordert werden können. Die Billigung des Prospekts ist nicht als Befürwortung der angebotenen Wertpapiere zu verstehen. Anlegern wird empfohlen, den Basisprospekt zu einem Finanzinstrument einschließlich etwaiger Nachträge und die endgültigen Angebotsbedingungen zu lesen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen, um die potenziellen Risiken und Chancen der Entscheidung, in die Wertpapiere zu investieren, vollends zu verstehen. Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das nicht einfach ist und schwer zu verstehen sein kann.

Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern dienen nur der Unterstützung einer selbstständigen Anlageentscheidung. Alle Angaben sind nicht als Empfehlung der Hamburger Sparkasse AG zu verstehen.

Alleinverbindliche Rechtsgrundlage für den Erwerb von Investmentfonds und geschlossenen Fonds ist der Verkaufsprospekt, der bei der Haspa kostenfrei angefordert werden kann. Bei dieser Publikation handelt es sich um eine Marketinginformation.

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Anleger der Bundesrepublik Deutschland und ist insbesondere weder für die Verbreitung in den Vereinigten Staaten, Großbritannien oder in den Niederlanden noch an US-Personen bestimmt.

**Erstellungsdatum: 12.09.2024**

