

AUSBLICK FÜR 2025

**Dies ist  
keine Landung**



# Inhalt

1. Einführung	3
2. Drei Szenarien	6
3. Ausblick auf die Finanzmärkte	13
4. Wegweiser für 2025	22
5. Sustainable Investing: den längerfristigen Gewinn im Blick behalten	24
6. Transition Investing nutzen	28

Der Ausblick 2025 wurde von Peter van der Welle (Multi-Asset Strategist), Rachel Whittaker (Head of Sustainable Investment Research), Colin Graham (Head of Sustainable Multi-Asset Strategies) und Alik Rouffiac (Portfoliomanagerin Multi-Asset Solutions) erstellt.

Marketingmaterial für professionelle Investoren, nicht zur Weitergabe an Dritte  
November 2024

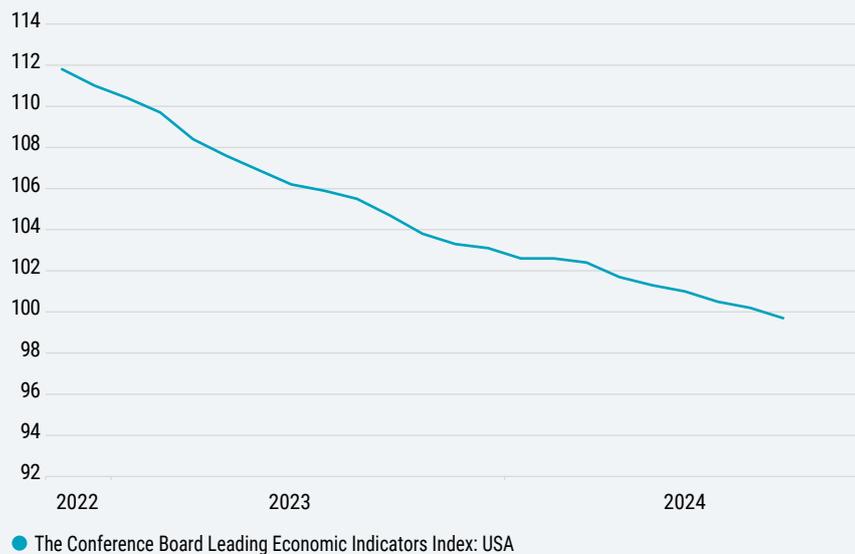
# 1. Einführung

Das ikonische Werk „Der Verrat der Bilder“ des surrealistischen Malers René Magritte aus dem Jahr 1929 zeigt eine Holzpfeife mit der Unterschrift „*ceci n'est pas une pipe*“ also auf Deutsch „Dies ist keine Pfeife“. Mit diesem Kunstwerk wird die klare Unterscheidung zwischen einem Objekt und seiner Darstellung hervorgehoben. Das Gemälde ist ein reines *Abbild* der Pfeife, nicht das eigentliche Objekt selbst.

! Durch ein ähnliches Objektiv sehen wir zahlreiche „verräterische Bilder“ im aktuellen Zyklus nach der Pandemie. Alle Anzeichen für eine zyklische Landung liegen vor: eine inverse Renditekurve (die im Jahr 2024 anschließend wieder steiler wurde), die Auslösung der Sahm-Regel, und ein anhaltender weltweiter Abschwung im Produktionssektor. Wir bei Robeco sind allerdings der Meinung, dass es sich nicht wirklich um eine Landung handelt.

Anstatt in eine Rezession zu schlittern, scheint die US-Wirtschaft im Jahr 2024 immer stärker zu werden. Sie erreichte im dritten Quartal eine dynamische Wachstumsrate von 2,8 %, während Deutschland und China kaum in Schwung kommen. Und anstelle von verstärktem Personalabbau (wie er in der Regel zu Beginn einer Rezession zu beobachten ist), haben ungewöhnlich hohe Zuwanderungszahlen das Arbeitskräfteangebot erhöht und damit die Arbeitslosenzahlen für 2024 verzerrt. Claudia Sahm selbst vermeldete, dass ihre Regel, wenn überhaupt (der einzige Präzedenzfall war 1959), dann jetzt gebrochen werden könnte.

Abbildung 1: „Dies ist keine Landung“



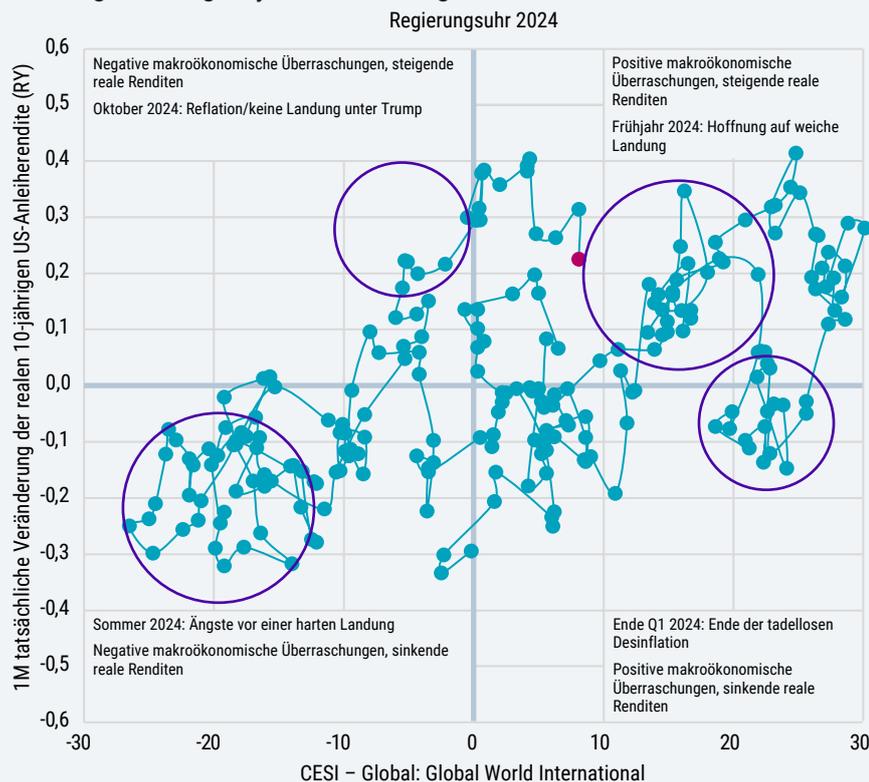
Quelle: LSEG Datastream, Robeco.

<sup>1</sup> Bei der Sahm-Regel handelt es sich um einen Rezessionsindikator, der die Frühphase eines wirtschaftlichen Abschwungs erkennt. Sie signalisiert, dass eine Rezession unmittelbar bevorsteht, wenn der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der tatsächlichen US-Arbeitslosenquote um 0,5 % über den vorherigen 12-Monats-Tiefstand steigt.

### Ständiger Wechsel des wirtschaftlichen Systems

Zwar ist es den USA im Gegensatz zu Deutschland gelungen, einer Rezession zu entgehen, doch verbergen sich hinter den starken BIP-Wachstumswerten erhebliche Abwärtskorrekturen. Der beachtliche entsprechende Rückgang der Zahl der offenen Stellen pro Arbeitslosem in den USA, die Zunahme der Vollzeitbeschäftigung im Privatsektor, die Kündigungsrate aufgrund der sinkenden Lohnprämie für den Arbeitsplatzwechsel und der zunehmenden Hypothekenrückstände der privaten Haushalte verdeutlichen, dass die Zinserhöhungen der Fed die Gesamtnachfrage gesenkt haben. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell bestätigte dies in seiner Rede im vergangenen August in Jackson Hole: „Eine weitere Abkühlung der Lage auf dem Arbeitsmarkt wäre weder erwünscht noch willkommen.“ Auch in anderen G7-Ländern scheinen die Arbeitslosenquoten die Talsohle erreicht zu haben, mit der erwähnenswerten Ausnahme Japans und seines einzigartigen makroökonomischen Umfelds. Außerdem belegt die lang anhaltende Rezession im verarbeitenden Gewerbe seit November 2022, dass der aggressive Straffungszyklus der Zentralbanken in den G7-Ländern hinsichtlich seiner Auswirkungen auf die zinssensibelsten Wirtschaftszweige eine relativ kurze Verzögerung aufweist.

**Abbildung 2: Ständiger Systemwechsel im gesamten Jahr 2024**



● CESI – Global: Global World International vs 1M tatsächliche Veränderung der realen 10-jährigen US-Anleiherendite (RY)

Quelle: LSEG Datastream, Robeco.

Wie weit sind wir in diesem stattfindenden Anpassungsprozess vom Höchststand der Leitzinsen entfernt? Steht den Arbeitsmärkten der G7-Länder eine weitere, eher verhängnisvolle Abwärtsbewegung bevor, da schrumpfende Gewinnmargen zu Entlassungen führen werden? Oder sind wir, wie der führende globale Vertrauensindikator der OECD vermuten lässt, in den Industrieländern bereits weit über die Schmerzgrenze hinaus? Und sind die Risiken dank der

umfassenden festverzinslichen Finanzierung von Haushalten und Unternehmen und der steigenden Reallöhne nach oben gerichtet? Die mangelnde Klarheit unter den Marktbeobachtern darüber, wo wir uns im Konjunkturzyklus befinden, hat im Laufe des Jahres zu einem nahezu beständigen Wechsel der wirtschaftlichen Einschätzungen geführt. Nicht nur unser „Rosige Zeiten: Das Ende ist absehbar“, sondern alle drei Szenarien (weiche/harte/keine Landung), die in unserem Ausblick für 2024 skizziert wurden, sind eingetreten, wenn auch eher zufällig und kurzfristig.

### Das Objektiv schärfer einstellen

Eine Fehleinschätzung der Art der Landung wegen einer falschen Perspektive könnte auch 2025 ein wesentliches Risiko für Marktbeobachter und die Zentralbanken darstellen. Ob und wie die Landung stattfinden wird, hängt wahrscheinlich mehr von der Qualität der Landebahn ab (Wachstum der Produktivität/Beschäftigung) als von den Kompetenzen der Flugzeugpiloten (in den Zentralbanken und der Politik).

Der Ausgang der US-Wahl verstärkt lediglich die mangelnde Klarheit über den Konjunkturzyklus, da zahlreiche politische Pläne der Trump-Regierung erwartet werden. Mit dem klaren Sieg der Republikaner und einem reibungslosen Machtwechsel ist die Wahlunsicherheit überwunden. Trotzdem wird die erhöhte politische Unsicherheit bezüglich Handel und Steuersenkungen und deren zeitliche Abfolge das Wirtschaftswachstum und die Marktvolatilität außerhalb der USA, vor allem in China und Europa, weiterhin beeinflussen.



Der oberflächliche Nebel, der das Jahr 2025 umgibt, bietet Anlegern einen wichtigen Hinweis: kurzfristiges Denken, kaum Prognosen der Zentralbanken und ein stark von Daten und Sitzungen geprägter Markt werden wahrscheinlich fortbestehen. Damit steigt das Risiko, das zugrunde liegende Signal und die mittelfristige makroökonomische Entwicklung aus den Augen zu verlieren.



## 2. Drei Szenarien

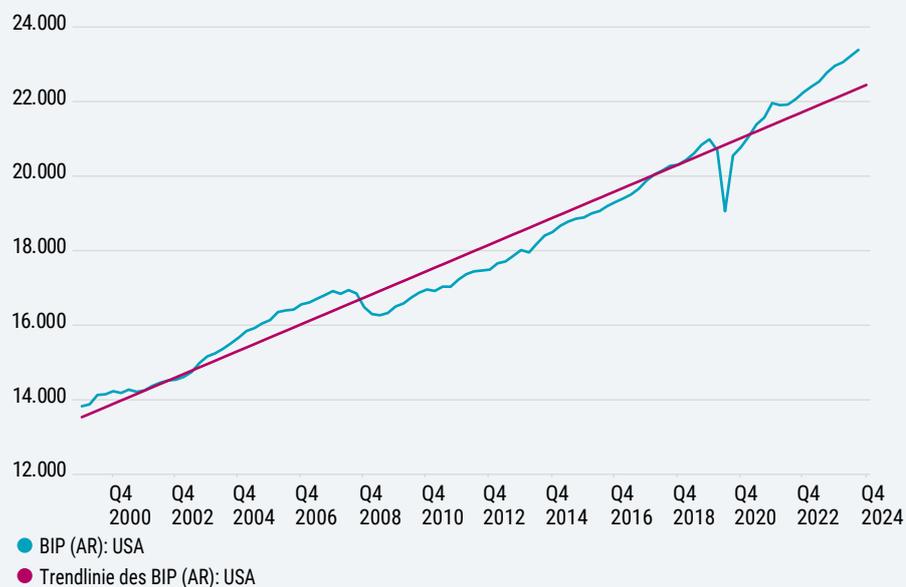
### → Basisszenario: Dies ist keine Landung

Unserer Ansicht nach wird 2025 ein weiteres Jahr mit einem unberechenbaren makroökonomischen Klima und viel spezifischem Seitenwind sein. Wenn die Daten gelegentlich eine gewisse wirtschaftliche Schwäche andeuten, werden sie die allgemein robuste Wirtschaft verschleiern. Unser Standpunkt bleibt: Dies ist keine Landung.

Die Zentralbanken müssen vorsichtig vorgehen. Falls sie die Inflationsrisiken 2025 im Vergleich zu den Wachstumsrisiken unterschätzen, könnten sie eine übermäßige Lockerung (Senkung des aktuellen Leitzinses unter den natürlichen Zinssatz) bewirken, die einen inflationären Wendepunkt angesichts einer neu belebten prozyklischen Finanzpolitik und einer höhere Kosten verursachenden Inflation durch Zölle nach sich ziehen würde.

Besonders in den USA besteht nicht viel Spielraum für nicht-inflationäres Wachstum. Erstens: Betrachtet man Kennzahlen wie die inflationsneutrale Arbeitslosenquote „NAIRU“<sup>2</sup> (die bei rund 4,5 % liegt) und die Zahl der offenen Stellen pro Arbeitslosen, so ist auf dem US-Arbeitsmarkt nach wie vor kaum Spielraum vorhanden. Zweitens ist die Tatsache, dass die US-Wirtschaft immer noch bequem oberhalb von ihrem 25-Jahres-Trend wächst, kaum mit einer restriktiven Geldpolitik seitens der Fed vereinbar.

**Abbildung 3: Ist die US-Wirtschaft wirklich von einer restriktiven Geldpolitik betroffen?**

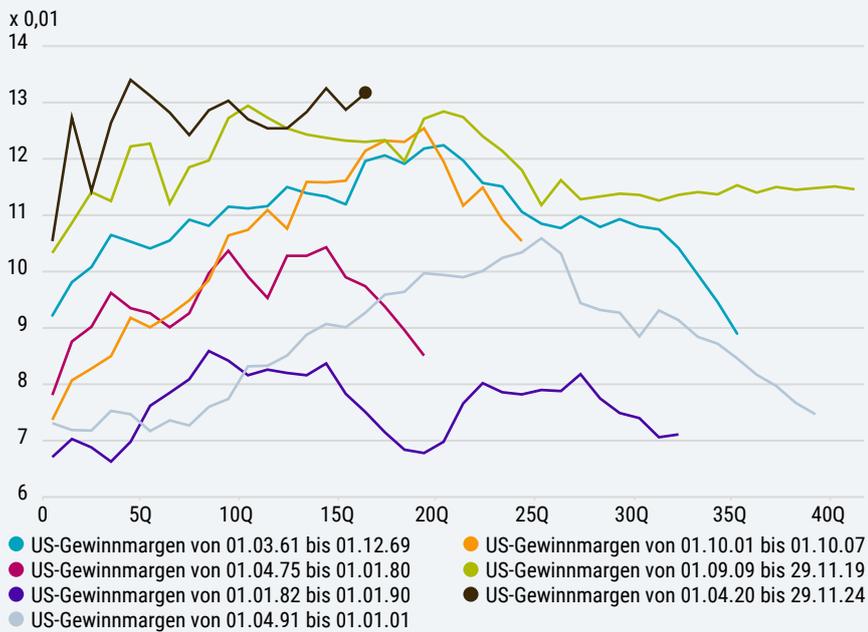


Quelle: LSEG Datastream, Robeco.

<sup>2</sup> NAIRU ist eine englische Abkürzung und steht für „Die Inflation nicht beschleunigende Arbeitslosenquote“ (inflationneutrale Arbeitslosenquote), bei der sich die Inflation weder abkühlt noch beschleunigt.

Der Höhepunkt der Misere durch den globalen Straffungszyklus liegt hinter uns, besonders in Europa. Wir glauben, dass nach dem Höhepunkt der Misere ein zyklischer Aufschwung des europäischen Konsum einsetzt, der sich 2025 beschleunigen dürfte. In den USA trifft eine prozyklische Geldpolitik auf eine prozyklische, expansive Fiskalpolitik. Diese politische Gesamtausrichtung untermauert die Ausnahmestellung der USA. Wir sind zudem der Ansicht, dass die Steuersenkungen der Trump-Regierung für Unternehmen Arbeitsplätze und Wachstum schaffen werden.

**Abbildung 4: Keine Anzeichen für eine Landung in Gewinnmargen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in den USA**



Doch die Ausnahmestellung der USA<sup>3</sup> ist nicht in Stein gemeißelt. Erstens wirkt sich die Straffung der US-Geldpolitik durch die Fed immer noch verzögert auf die Gesamtnachfrage aus, was sich in einer Abkühlung des US-Konsumwachstums, einer ersten Desinflation und einem weiteren leichten Anstieg der US-Arbeitslosigkeit zeigt.

Zweitens werden die Zölle im Jahr 2025 hitzig diskutiert werden, da sie der Eckpfeiler von MAGA 2.0 sind. Unseres Erachtens nach wird Trump die angedrohten Zölle in erster Linie als Druckmittel und in der Praxis zurückhaltender einsetzen. Dennoch wirken solche Zölle, wenn sie eingeführt werden, wie eine Steuer auf inländische Verbraucher (Abkühlung des Verbrauchs von einem über dem Trend liegenden Niveau). Außerdem könnte eine eingeschränkte Zuwanderung (wir rechnen nicht mit Massenabschiebungen) ebenso zu einer höheren Inflation führen.

Drittens sollte man bei all der Konzentration auf Trumps Politik nicht vergessen, welchen Einfluss Bidens Erbe auf die US-Wirtschaft haben wird. Unmittelbare wirtschaftliche Bedenken waren bei Trumps Wahlsieg wichtig, was darauf hindeutet, dass die verzögerten Auswirkungen der hohen

<sup>3</sup> Wir definieren „Ausnahmestellung der USA“ grob als einen Performanceunterschied von 2,5 % beim realen BIP-Wachstum gegenüber anderen Ländern.

Inflation und der Straffung noch bis ins Jahr 2025 nachwirken werden. Im Jahr nach einer Präsidentschaftswahl liegt die Wachstumsrate in den USA in der Regel um 54 Bp. unter dem durchschnittlichen BIP-Wachstumstrend der Nachkriegszeit, sogar bis zu 0,87 %, falls die im Amt befindliche Partei die Präsidentschaft verliert. Unser Ausblick auf das nominale Wachstum in den USA bleibt zwar optimistisch, doch unsere Schätzungen für ein reales BIP-Wachstum von 1,7 % (unter dem Konsens) und eine Inflation von 2,75 % (über dem Konsens) sorgen für eine stagflationäre Wendung, wenn es um die erwarteten makroökonomischen Überraschungen im Jahr 2025 geht.

**Tabelle 1: Bidens Erbe könnte noch 2025 spürbar sein**

	Wenn die im Amt befindliche Partei verliert	Wenn die im Amt befindliche Partei gewinnt	Durchschnitt im Jahr nach der Wahl	Durchschnitt 1947-2023
Wachstum des US-BIP 1 Jahr nach Präsidentschaftswahlen	2,23 %	2,97 %	2,56 %	3,10 %
Wachstum im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt	-0,87 %	-0,13 %	-0,54 %	
SPX-Rendite im Kalenderjahr nach der Wahl	4,20 %	16,30 %	9,40 %	7,70 %
SPX-Rendite im Kalenderjahr nach der Wahl im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt	-3,50 %	8,60 %	1,70 %	

Europa steht eindeutig vor strukturellen Herausforderungen und benötigt radikale Veränderungen, um das Produktivitätswachstum anzukurbeln. Diese Notwendigkeit wird durch Trumps drohende Zölle weiter verschärft. Doch trotz des zunehmend pessimistischen Konsenses und der fehlenden Schlagkraft der Fiskalpolitik ist Europa noch lange nicht aus dem Rennen. Der fiskalpolitische Impuls der Eurozone verbessert sich vor dem Hintergrund einer beträchtlichen Heterogenität der Fiskalpolitik der EU-Länder. Eine erneute Konzentration auf mehr Autarkie (die von Trump vorangetrieben wird) könnte den Ländern mehr fiskalpolitischen Spielraum gegenüber Brüssel verschaffen. Der Draghi-Bericht kann als Rezept zur Optimierung der Haushaltsausgaben dienen.

Aus konjunkturzyklischer Sicht bieten eine Lockerung der Finanz- und Kreditbedingungen, ein Rückgang des Ölpreises um 17 % in 2024 seit Jahresbeginn, ein angemessenes Wachstum des real verfügbaren Einkommens, steigende Immobilienpreise und ein Höchststand der Sparrücklagen Spielraum dafür, dass die US-Verbraucher aufholen. Die Arbeitslosigkeit in der Eurozone bewegt sich nach wie vor in der Nähe ihrer historischen Tiefststände, wobei der angeschlagene deutsche Industrie- und Automobilsektor sie in die Höhe treiben könnte. Politische Reformen nach den vorgezogenen Neuwahlen in Deutschland im kommenden Jahr könnten das Herstellervertrauen weiter stärken. In unserem Basisszenario ist für 2025 ein Konsumwachstum in der Eurozone von 1,7 % gegenüber einem sich abkühlenden US-Konsumwachstum von 1,6 % vorgesehen, das durch höhere Einfuhrzölle, ein geringeres Beschäftigungswachstum und aufgebrauchte überschüssige Sparrücklagen der geringfügigen Verbraucher in den USA gekennzeichnet ist. Ein höheres nominales Wachstum in Europa würde auch die Bemühungen um die Haushaltsstabilisierung z. B. in Italien und Frankreich, die mit einem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit konfrontiert sind, erleichtern. Der Staatshaushalt von Premierminister Starmer im Vereinigten Königreich läuft auf eine beträchtliche, unwirksame fiskalpolitische Lockerung hinaus, die den Desinflationsprozess in 2025 unterbrechen wird. Außerdem dürfte der britische Wohnungsmarkt an Dynamik gewinnen, wodurch das Verbrauchervertrauen und die nachfragebedingte Inflation angekurbt wird.

Die politischen Maßnahmen Chinas werden nach einer politischen Wende im September 2024 antizyklisch expansiv, da die politische Führung das Problem der langfristigen Stagnation energisch angeht und sich mit dem zunehmenden Druck auf dem inländischen Arbeitsmarkt und den angedrohten Zöllen der USA konfrontiert sieht. Eine Mischung aus geld- und fiskalpolitischen Anreizen schiebt das Wachstum nur zurück auf den (rückläufigen) Trendwachstumskurs, wodurch zwar das Verlustrisiko, aber nicht der Desinflationsdruck beseitigt wird, da die Produktionslücken negativ bleiben. Der anhaltende Abwärtstrend bei den Hausverkäufen und -preisen hemmt das Verbrauchervertrauen und verhindert einen nachhaltigen Aufschwung des Binnenkonsums bis Ende 2025. Japanische Unternehmen geben höhere PPI-Preise weiterhin an inländische Verbraucher weiter, die BoJ hebt die Leitzinsen an.

**Tabelle 2: Makroökonomische Prognosen für 2025**

2025	Konsens BIP	Konsens VPI	Robeco BIP	Robeco VPI
USA				
China	4,5 %	1,4 %	4,75 %	0,9 %
Eurozone	1,2 %	2,0 %	1,5 %	2,2 %
Japan	1,0 %	1,8 %	0,8 %	2,0 %
Vereinigtes Königreich	1,3 %	2,3 %	1,6 %	2,6 %

Quelle: Robeco

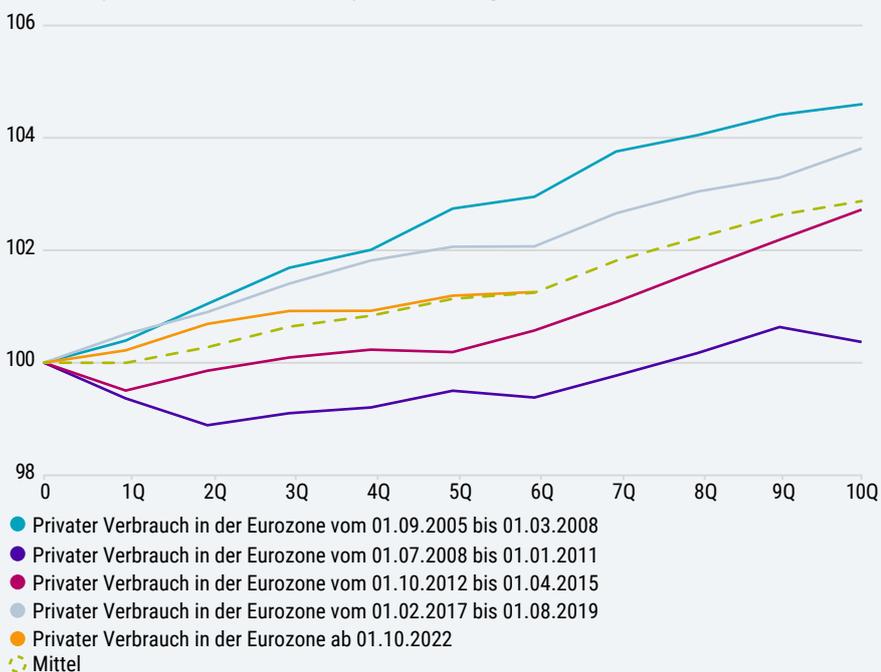
**Bullenszenario: Ein surrealer Aufschwung**

In unserem Bullenszenario rechnen wir mit einem synchronen Lockerungszyklus, der durch eine synchrone weitere Desinflation begünstigt wird. Nach den Worten des designierten US-Präsidenten Trump treten die USA wahrhaftig in ein „goldenes Zeitalter“ ein, das an die Erfolge Deutschlands in den 1950er Jahren oder Japans in den 1960er Jahren anknüpft. Der wichtigste Motor des weltweiten Wachstums brummt weiter: Die Arbeitslosigkeit in den USA sinkt wieder vom derzeitigen Niveau auf knapp unter 4 %, wodurch das Wachstum des US-Konsums im gesamten Jahr 2025 über seinem langfristigen Trend von 2 % bleibt. Dennoch geht die Desinflation unbeirrt weiter, da die Produktivität weiter steigt und gut versorgte Ölmärkte die Lohnstückkosten bzw. Energiepreise in Schach halten.

Wir erwarten einen Schneeballeffekt: Trumps Deregulierungswelle fördert die KI-Infrastruktur sowie die Chipindustrie. Gut funktionierende Energiemärkte und eine weitere Lockerung der Fed in einem zyklischen Aufschwung ebnen den Weg für eine weltweite Wiederbelebung der Produktion. Die Inflation fällt auf ein Niveau von 1,75 bis 2,25 %, wodurch die Zentralbanken die Zinssätze eher aus freien Stücken als aus der Not heraus senken können. In der Überzeugung, dass die USA ihre technologische Überlegenheit aufrechterhalten werden, ersetzt Trump seine bössartige Rhetorik eines Handelskrieges durch einen sanfteren Ton gegenüber China, wodurch der Weg für verbesserte Beziehungen und weniger Risiko anstelle einer Abkopplung bereitet wird.

Sowohl die geopolitischen Risikoprämien als auch die Hürden für ausländische Anleger, (wieder) in den chinesischen Markt einzusteigen, werden gesenkt. China gelingt es, seine Wirtschaft nachhaltig zu stärken, indem es den Binnenkonsum mithilfe umfangreicher fiskalpolitischer Anreize ankurbelt. Ein niedrigerer Dollarkurs und höhere Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer schaffen Spielraum für einen längeren Lockerungszyklus in den Schwellenländern, da die Importinflation gesenkt wird. Die Ertragslage verbessert sich in allen globalen Sektoren, da sich das Umsatzwachstum erholt und die Preissetzungsmacht der US-Unternehmen auf einem historisch hohen Niveau verharret, was auf einen lebhaften Konsum in den USA zurückzuführen ist. Die globalen Spreads gehen weiter zurück, während die Multiplikatoren für US-Aktien in den Bereich des Überschlags vordringen.

**Abbildung 5: Weiterer Aufschwung für den europäischen Verbraucher im Jahr 2025**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco.

### Bärenszenario: Aus einem Wunschtraum erwachen

In unserem Bärenszenario erweisen sich die in den Konsenserwartungen enthaltenen Hoffnungen auf eine weiche Landung als Wunschtraum. Eskalierende staatliche Konflikte (derzeit sind es bereits 59, die höchste Zahl seit dem Zweiten Weltkrieg) zwingen die Regierungen, die Militärausgaben weit über die von der NATO geforderten 2 % des BIP hinaus zu erhöhen. Leichtsinnige Haushaltsausgaben wiederum führen zu einer verschärften Inflation, die wiederum den Anleihenmarkt belastet.

Trumps Lieblingswort „Zölle“ weckt die Ängste von vor fast einhundert Jahren: Mit dem Smoot-Hawley Tariff Act (1930) wurden die US-Zölle auf Tausende eingeführte Güter erheblich angehoben, was dazu führte, dass andere Länder mit eigenen Zöllen auf US-Güter zurückschlügen und die US-Ausfuhren drastisch einschränkten. Dieses Gesetz verschlechterte den internationalen Handel bis weit in die 1930er Jahre hinein und verschärfte letztlich die Große Depression. Wiederholt sich Geschichte?

Im Jahr 2025 eskaliert der von Vergeltung geprägte Zollkrieg und verschärft den stagflationären Druck, da die Inlandspreise durch Einfuhrzölle erhöht und die US-Verbraucherschaft belastet wird, während die Unsicherheit im Handel die Unternehmensinvestitionen schmälert. Die Kosteninflation steigt wegen neuer Störungen in den globalen Lieferketten, die durch hybride Kriege, eskalierende Konflikte und zunehmende Spannungen zwischen China und Taiwan verursacht werden. China ist einer zunehmenden Jugendarbeitslosigkeit, hohen US-Zöllen und einer dadurch ausgelösten sozialen Destabilisierung ausgesetzt. Um seine Wirtschaft anzukurbeln, versucht China den „großen Befreiungsschlag“ und verschärft seine aggressive Rhetorik gegenüber Taiwan, um von der zunehmenden innenpolitischen Misere abzulenken, während es den Yuan gegenüber dem Dollar fallen lässt.

Die langfristigen Zinssätze steigen in den Industrieländern schneller als die kurzfristigen Zinssätze, weil der Anleihenmarkt über die künftige Inflation besorgt ist und daher einen höheren Ausgleich für das künftige Inflationsrisiko verlangt. Unterdessen setzt Trump die Fed unter Druck, die kurzfristigen Zinsen niedrig zu halten. Dies führt zu instabilen Inflationserwartungen und beunruhigt die Zentralbanken. Die Desinflation erfordert nun mehr Arbeitslosigkeit als dämpfende Maßnahme. Der Anleihenmarkt nimmt eine tragende Rolle für die Fed ein, indem er die langfristigen Zinsen nach oben treibt.

Ein vorübergehender Anstieg der Ölpreise und der realen Renditen stürzt die Weltwirtschaft in eine echte Rezession. Die Unternehmensgewinne sinken um 20 %, die High-Yield-Spreads schießen nach oben und an den Aktienmärkten beginnt eine neue Baisse. Die Fed reagiert auf den wirtschaftlichen Abschwung mit einer Lockerung der Geldpolitik, als die Arbeitslosigkeit über 4,5 % steigt.

**Tabelle 3: Trump-Vorschlag gemäß Schätzung des CRFB, Einsparungen/Kosten (-) (Milliarden, 2026-2035)**

		Reales BIP	Inflation
Verlängerung und Änderung von Teilen des Tax Cuts & Jobs Act	-5,35	▲	▲
Senkung der individuellen Steuern und Ausweitung der Steuervergünstigungen	-3,75	▲	▲
Senkung der Unternehmenssteuern und Ausweitung der Steuervergünstigungen	-0,25	▲	▲
Aufstockung der Mittel für Gesundheitsversorgung und Langzeitpflege	-0,15	▲	▲
Erhöhung der Verteidigungsausgaben	-0,4	▼	▲
Unterstützung von bezahltem Urlaub, Vorschule, Kinderbetreuung und Bildung	0		
Begrenzung der Einwanderung und verstärkte Grenzsicherung	-0,35		
Erhöhung der wohnungsbezogenen Ausgaben und Steuervergünstigungen	-0,15	▼	▲
<b>Zwischensumme: Defizit wird durch Maßnahmen erhöht</b>	<b>-10,4</b>	▲	▲
Erhöhung der Unternehmenssteuern und Besserverdienern	0		
Erhöhung der Zölle	2,7		
Kürzung anderer Ausgaben und Steuervergünstigungen	1	▼	▲
<b>Zwischensumme: Defizit wird durch Maßnahmen verringert</b>	<b>3,7</b>	▼	▼
Nettozinsen	-1,05		
		▼	▼
<b>Auswirkungen auf das Nettodefizit insgesamt</b>	<b>-7,75</b>	<b>Neutral bis negativ</b>	<b>Inflation positiv</b>

Quelle: CRFB, Robeco

## 3. Ausblick auf die Finanzmärkte

→ Wenn ein Faktor an den Finanzmärkten in diesem Jahr hervorstach, dann war es das (konzentrierte) Momentum. Frühere Gewinner erwiesen sich als zukünftige Gewinner. Der S&P 500 unterstreicht die anhaltende Ausnahmestellung der USA und verzeichnete seit Jahresbeginn einen der stärksten Aufschwünge der vergangenen Jahrzehnte, wobei die vielbeachtete Bewertungskennzahl S&P 500 CAPE nun ein Niveau erreicht hat, das in den letzten 125 Jahren nur zweimal zu beobachten war (1998/2021).

Wir haben allerdings auch erkannt, dass sich das Momentum blitzschnell ändern kann, wenn die makroökonomische Lage wegen des hohen Bewertungsniveaus anders wird. Dies war zum Beispiel beim Ausverkauf in den Industrieländern Anfang August oder bei der erstaunlichen Erholung des chinesischen Aktienmarktes im September, ausgehend von einem historisch niedrigen einstelligen Aktienmultiplikator, der Fall. Damit wird die Notwendigkeit für Multi-Asset-Anleger hervorgehoben, das sich entwickelnde Marktumfeld kontinuierlich aus verschiedenen Blickwinkeln zu bewerten. Momentum/das technische Umfeld, makroökonomische Gegebenheiten, Bewertungs- und Liquiditätsbedingungen sollten hier alle mit einfließen.

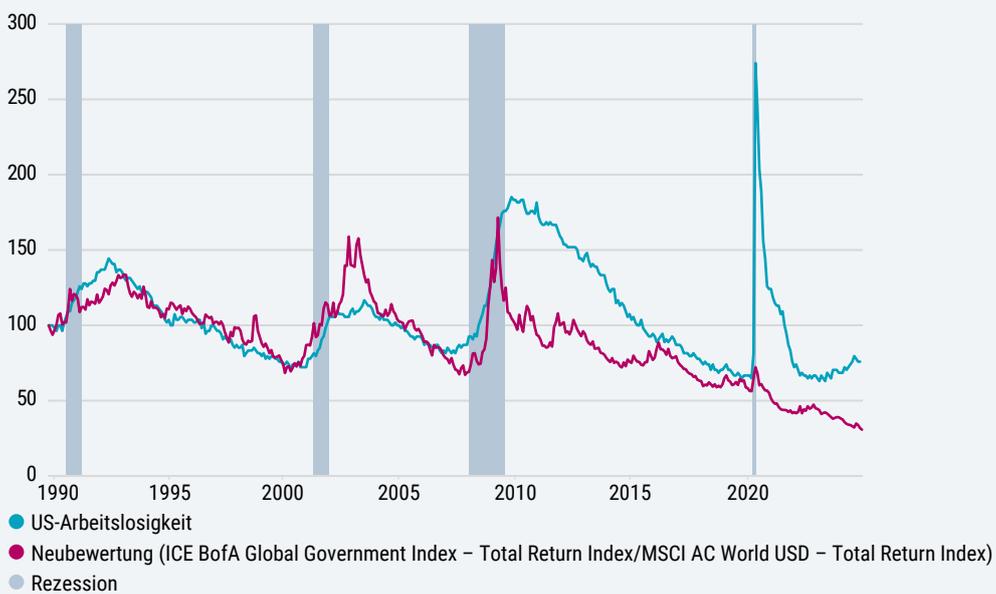
! Die in dieser Publikation bereits erwähnten kontinuierlichen Kursschwankungen sowie die kurzfristige Ausrichtung des führenden Faktors Momentum deuten darauf hin, dass sich 2024 etwas zusammenbraut und der Markt bis ins Jahr 2025 nach einer bestimmten Richtung sucht. Viele Anlagen weisen attraktive Risikoprämien auf, suchen aber nach einem Katalysator, der den Wert für die Anleger erschließt.

Wichtige Anhaltspunkte für die Richtung werden von der politischen Agenda Trumps, den allgemeinen makroökonomischen Entwicklungen und den globalen Liquiditätsbedingungen kommen. Erstens läuft der „Trump-Trade“ zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation auf Hochtouren, was bedeutet, dass wir uns in der Hoffungsphase der Agenda von „MAGA 2.0“ befinden. Die Aktien erholten sich, nachdem der republikanische Sieg Unsicherheiten über den Machtwechsel und die wahrscheinliche Verlängerung des Tax Cuts and Jobs Act von 2017 beseitigt hatte. Die Renditekurve hat sich in Erwartung höherer Haushaltsdefizite und der Kosteninflation versteilert, und der Dollar ist aufgrund höherer Zölle und Steuersenkungen stärker geworden. Dennoch sehen wir in Trumps politischer Agenda letztlich eine stagflationäre Wendung. Nach der anfänglichen Hoffungsphase könnten die Aktien Gegenwind erleben, wenn die Auswirkungen einer Reihe von Zollanpassungen konkreter werden.

Zweitens bleibt der US-Verbraucher für die globalen Finanzmärkte enorm wichtig, da er 70 % des Wertes der US-Wirtschaft ausmacht. Der Optimismus könnte sich jedoch als anfällig erweisen, wenn sich der US-Verbrauch in der ersten Jahreshälfte 2025 abkühlt, wie wir erwarten. Drittens geht der Markt davon aus, dass die Arbeitslosigkeit in den USA trotz der Anzeichen für eine Talsohle im Jahr 2024 unter Kontrolle bleiben wird, was sich in der stark überdurchschnittlichen Performance globaler Aktien gegenüber Staatsanleihen widerspiegelt. Die Performance globaler Staatsanleihen im Vergleich zu globalen Aktien hat sich in den letzten drei Jahrzehnten eng an der US-Arbeitslosigkeit orientiert (siehe Abbildung 6). Viertens lässt die verbesserte globale Liquidität aufgrund einer unterstützenden prozyklischen Fiskal- und Geldpolitik auf ein weiteres Jahr hoffen, in dem risikoreiche Anlagen Staatsanleihen übertreffen.

Schließlich könnte der Weg für Aktien tückisch sein, da die eingehenden Makrodaten manchmal eine harte Landung andeuten werden. Historisch überzogene US-Bewertungsniveaus bei erhöhten geopolitischen Risiken sorgen für eine gewisse Anfälligkeit des Marktes für (umfangreiche) Ausverkäufe und rechtfertigen einen Schutz gegen Verlustrisiken. Unsere Arbeit zu den CAPEY-Werten verdeutlicht, dass angesichts des derzeitigen Bewertungsniveaus im US-Technologiesektor 30 % Wahrscheinlichkeit eines 30%igen Ausverkaufs besteht.<sup>4</sup>

**Abbildung 6: Globale Staatsanleihen schlagen globale Aktien nur dann nachhaltig, wenn sich die US-Arbeitslosigkeit in einem rezessiven Aufwärtstrend befindet**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

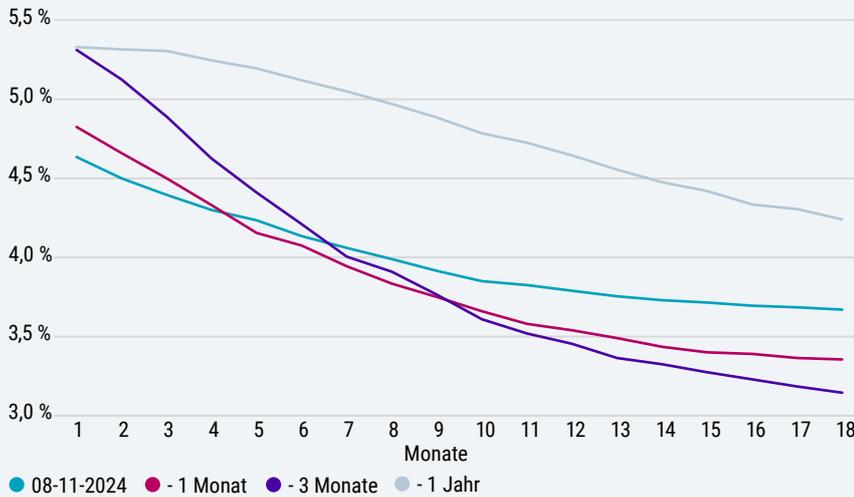
### Anleihen- und Zinsausblick

Mit der Wahl Trumps ist der Markt bereits unsicherer in Bezug auf weitere Lockerungen geworden, was wir aus der Verschiebung der Kurve der Fed Funds Futures um 50 Basispunkte nach oben im Vergleich zum September 2024 ablesen.

Generell hat sich diese Kurve im gesamten Jahr 2024 unter verschiedenen wirtschaftlichen Handelssystemen kontinuierlich verschoben. Der vom Markt geschätzte Höchststand der Leitzinsen der Fed von 3,5 % scheint in Anbetracht der wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit der USA, der positiven Kapazitätsauslastung in der Industrie, des Fehlens einer nennenswerten Schwäche auf dem US-Arbeitsmarkt und der Anzeichen für eine stärkere wirtschaftliche Produktivität am unteren Ende des Spektrums zu liegen. In Europa wird die EZB die Zinssätze dringender senken müssen als die Fed, da Europa sich auf die Auswirkungen von Trumps Zöllen vorbereitet.

<sup>4</sup> 5-Jahres-Ausblick „Expected Returns“ 2025-2029, S. 57

**Abbildung 7: Der Trump-Trade hat zu einem höheren Höchststand der Leitzinsen geführt**

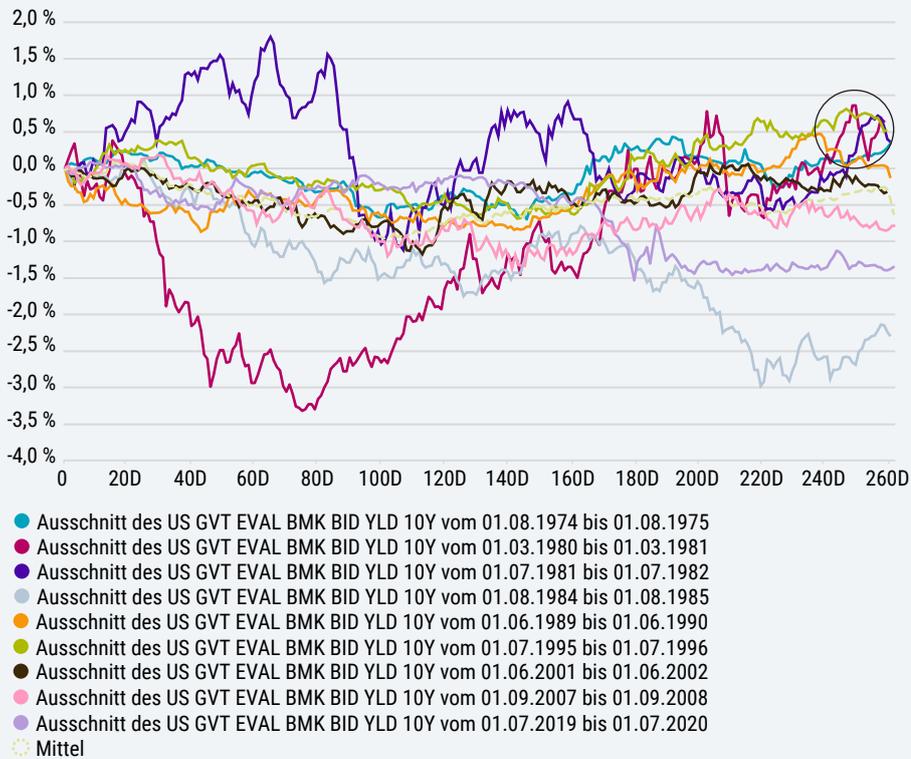


Quelle: LSEG Datastream, Robeco

Unser derzeitiges Modell für den fairen Wert sieht vor, dass 10-jährige US-Staatsanleihen um 4,25% gehandelt werden sollten. Angesichts unserer unter dem Konsens liegenden Prognose für das US-BIP 2025 erwarten wir generell negative makroökonomische Überraschungen in den USA, und die Inflation wird in der zweiten Jahreshälfte 2025 positiv überraschen. Wir sind der Ansicht, dass aufgrund der engen Grenzen der US-Wirtschaft ein Reflationspotenzial vorhanden ist. Daher dürften die Renditen von US-Anleihen ihren Höchststand in der Größenordnung von 4,50-5 % erreichen, was eine durchschnittliche nominale US-Wachstumsrate von über 4 % im Jahr 2025 widerspiegelt.

In der Vergangenheit sind die Renditen 10-jähriger Anleihen im Jahr nach der ersten Zinssenkung der Fed im Durchschnitt gesunken. Eine bemerkenswerte Ausnahme war jedoch die weiche Landung von 1995, bei der die Renditen 10-jähriger Anleihen 50 Bp. über den Renditen zu Beginn der Lockerung lagen. In unserem Bullenszenario gibt es mehr Spielraum für nicht-inflationäres Wachstum, was der Fed mehr Möglichkeiten für Zinssenkungen gibt, da das längere Ende der Kurve wahrscheinlich anzieht. In unserem Bärenszenario sehen wir die Renditen 10-jähriger Anleihen wegen Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auf über 5 % ansteigen.

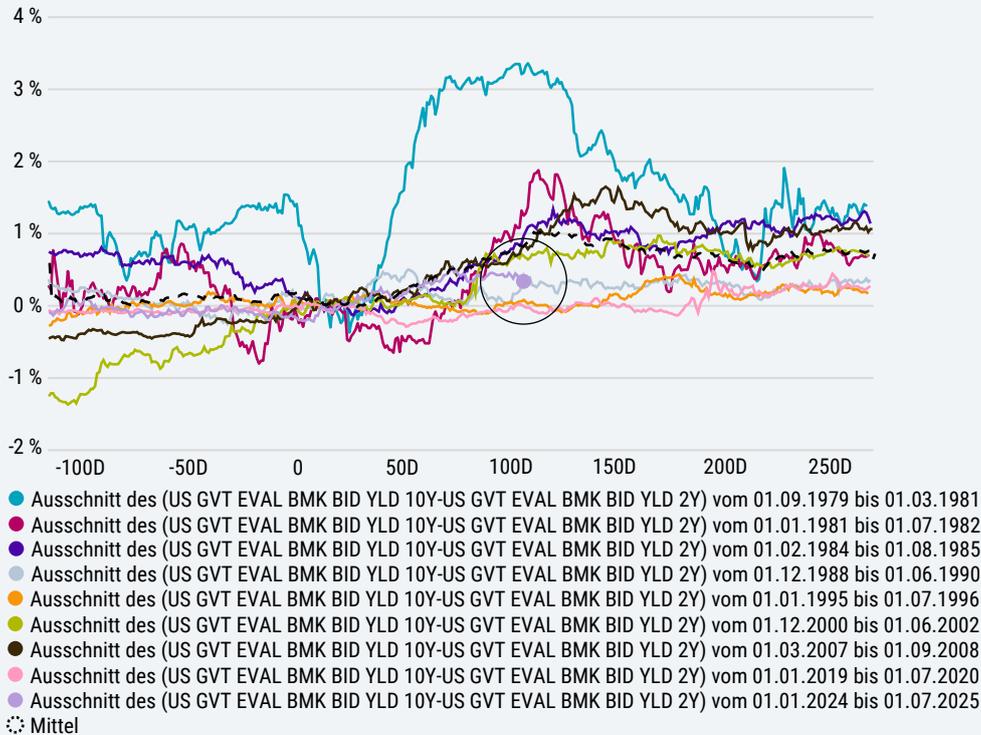
**Abbildung 8: Bei weichen Landungen sind die Renditen 10-jähriger Anleihen 12 Monate nach Beginn des Lockerungszyklus höher**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

Die Versteilerung der Zinskurve könnte im Basisszenario, in dem die USA keinen signifikanten Abschwung erleben, ein begrenztes Potenzial aufweisen. Dies würde dem Jahr 1995 ähneln, als sich die Renditekurve im Bereich zwischen zehn und zwei Jahren im Jahr nach dem Beginn des Lockerungszyklus der Fed um weniger als den historischen Durchschnitt versteilerte. Auch positive Inflationsüberraschungen, die durch prozyklische Maßnahmen im Jahr 2025 ausgelöst werden, dürften eine Versteilerung der Kurve nach unten verhindern. Die realen Renditen könnten 2025 sinken, da wir zunächst negative Überraschungen beim Wachstum in Kombination mit positiven Inflationsüberraschungen erwarten.

**Abbildung 9: Weniger Spielraum für die Versteilerung der Zinskurve?**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

### Unternehmens- und High-Yield-Anleihen

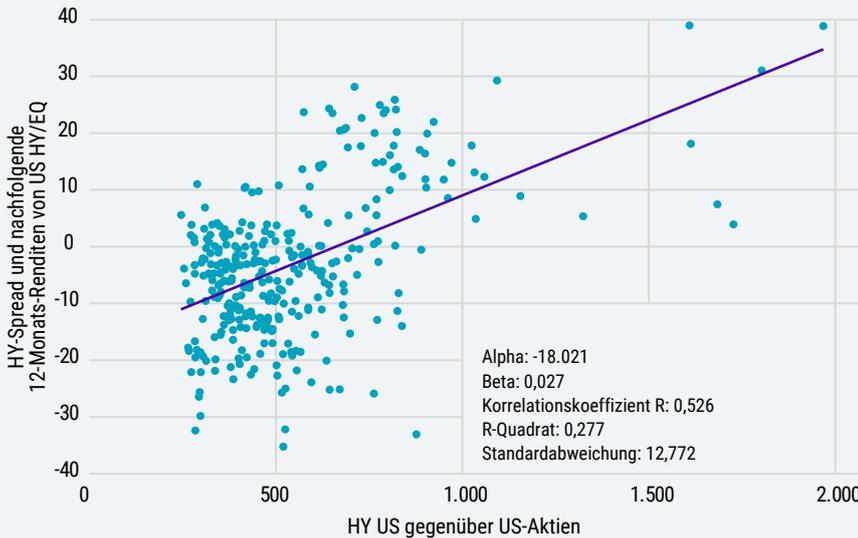
Bei riskanten festverzinslichen Wertpapieren, Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen, haben wir festgestellt, dass die Spreads das unterste Dezil erreicht haben. Unser Modell für den fairen Wert von High-Yield-Anleihen deutet darauf hin, dass der aktuelle Markt um die Marke von 470 Bp. gehandelt werden sollte,<sup>5</sup> globale High-Yield-Anleihen signalisieren allerdings bei 300 Bp. eindeutig überzogene Bewertungsniveaus. Eine ähnliche Bewertungsdifferenz zu unserem Modell für den fairen Wert trat im November 2006 auf. Damals dauerte es weitere sieben Monate, bis die Spreads eine zyklische Talsohle erreichten und sich auf das Niveau des fairen Wertes ausweiteten. Wenn sich die finanziellen Bedingungen verbessern und sich der globale Produktionszyklus auch nur geringfügig erholt, könnten die Spreads aus der Liquiditäts- und Makroperspektive auf diesem Niveau verbleiben.

Wie wir in unserem Basisszenario vorhergesagt haben, werden die Zentralbanken die Zinssätze freiwillig senken, anstatt dazu gezwungen zu sein. Das bedeutet, dass das technische Umfeld wahrscheinlich robust und unterstützend bleiben wird. Ein weiterer Rückgang der risikofreien Zinssätze ist absehbar, woraus sich trotz des niedrigen Spreads verstärkte Zuflüsse in High-Yield-Anleihen ergeben werden. Als wichtigster High-Yield-Markt liegt das Wachstum in den USA unter dem Konsens, wodurch sich das Risiko einer Ausweitung der Spreads erhöht. Ein etwaiger Anstieg der Spreads könnte den positiven Beitrag zu den Renditen, der aus einem Rückgang des risikofreien Zinssatzes im Falle negativer makroökonomischer Überraschungen entstehen könnte, übersteigen.

Im nächsten Jahr müssen weitere 9 % des US-BIP an offenen Krediten refinanziert werden. Eine Ausweitung des Spreads um 100-200 Basispunkte im Jahr 2025 für globale High-Yield-Anleihen in Richtung ihres fairen Wertes würde ungefähr mit einem Anstieg des Refinanzierungsrisikos übereinstimmen. Auf 12-Monats-Sicht schneiden High-Yield-Anleihen in der Regel nur dann besser ab als Aktien, sobald die Spreads über 700 Bp. steigen. Da dieses Niveau in unserem Basisszenario nicht in Sicht ist, ziehen wir es vor, 2025 ein Aktienrisiko einzugehen.

<sup>5</sup> 300 Bp. sind der niedrigste beobachtete Spread seit 2007

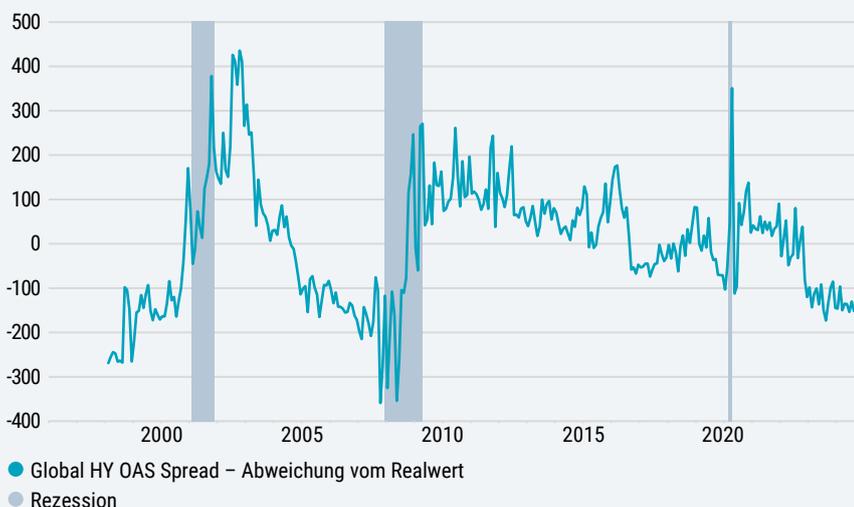
**Abbildung 10: High-Yield-Anleihen schlagen Aktien in der Regel erst, wenn die Spreads aufgebläht sind**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

Vor allem US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen zeichnen sich durch außergewöhnlich enge Spreads aus. Im Gegensatz dazu wirken europäische investment-Grade-Unternehmensanleihen im Vergleich zu jenen der USA attraktiver, da die Spreads knapp unter dem 20-Jahres-Median liegen. Bei den US-Investment-Grade-Anleihen ist das lange Ende der Kurve besonders teuer. Zudem ist die Spread-Verengung zwischen Anleihen mit A-Rating und BBB-Rating sowohl in Europa als auch in den USA auf ein Allzeittief gesunken. Obwohl sie teuer sind, sind Investment-Grade-Anleihen gegenüber High-Yield-Anleihen relativ günstig. Wir haben außerdem festgestellt, dass in den vergangenen drei Lockerungszyklen Investment-Grade-Anleihen eine bessere Performance als High-Yield-Anleihen verzeichneten.<sup>6</sup> Grundsätzlich könnte sich die Diskrepanz in der Performance zwischen High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen 2025 verringern.

**Abbildung 11: Globale HY-Anleihen so teuer wie vor der globalen Finanzkrise**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

<sup>6</sup> In diesen Zyklen war die Fed allerdings zur Lockerung gezwungen.

### Ausblick zum Aktienmarkt

In einem spätzyklischen Markt kommt es in den USA häufig zu einer Kombination aus komprimierten Multiplikatoren und positiver Gewinnentwicklung. In unserem Basisszenario erwarten wir für den S&P 500 Renditen im mittleren einstelligen Bereich bei einer Steigerung des Gewinns pro Aktie von 9 %, doch höhere reale Renditen werden die hohen Multiplikatoren für US-Aktien im gesamten Jahr 2025 wahrscheinlich verkleinern. Dagegen liegt Europa in diesem Zyklus hinter den USA zurück. Wir erwarten dank der überraschenden Gewinne auf dem Kontinent und der relativ niedrigeren Abschlüsse, die zu einer Erhöhung der Bewertungskennzahlen führen und den bestehenden historisch hohen Abschlag auf KGV-Basis gegenüber den USA verringern, einen Anstieg der europäischen Multiplikatoren.

Im Bullenszenario erwarten wir, dass der Überschwang aufgrund des größeren Gewinns pro Aktien, der durch einen synchronen zyklischen Aufschwung begünstigt wird, überhandnimmt. Die Bewertungen steigen, während der Gewinn pro Aktie sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern über die derzeitigen Erwartungen im niedrigen bis mittleren zweistelligen Bereich hinausgeht. Bei einem Bärenszenario erwarten wir jedoch um 20 % rückläufige Gewinne, da die Stagflation gleichzeitig die Kosten erhöht und die Gesamtnachfrage dämpft. Die Multiplikatoren werden anfangs sinken, da die Aktienkurse schneller als der laufende Rückgang des Gewinns pro Aktie fallen. Allerdings werden die Multiplikatoren bis 2026 wieder ansteigen, da erwartet wird, dass sich die Fed mit weiteren Kürzungen erholen wird.

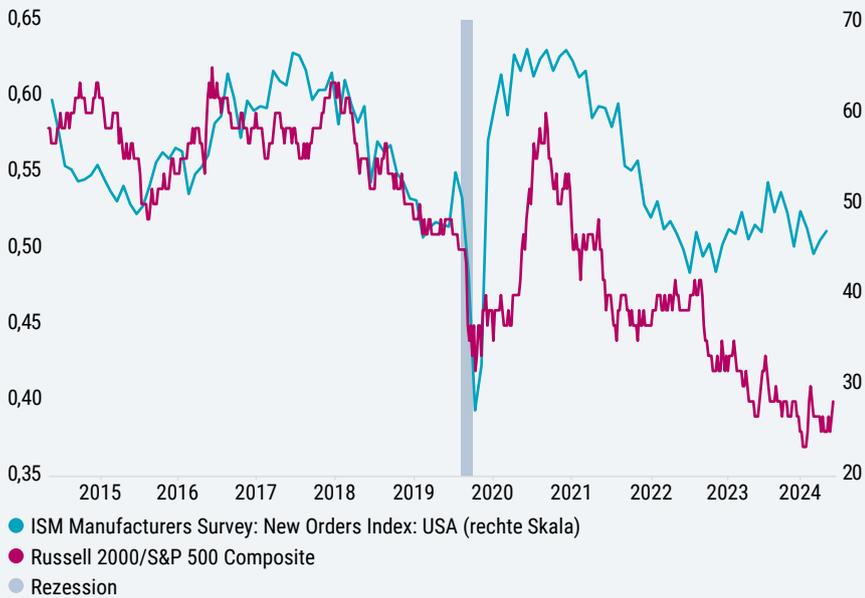
**Abbildung 12: Beträchtliche Lücke zwischen der Bewertung von US-Aktien und realen Renditen**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

Auf dem Aktienmarkt sehen wir Spielraum für US-Small-Cap- und Value-Aktien, da die Zölle heimischen Unternehmen zugute kommen und mit einer globalisierungskritischen Präsidentschaft in Einklang stehen. Von einer Senkung des US-Körperschaftsteuersatzes auf 15 % könnten vor allem kleinere Unternehmen profitieren. Zugleich haben Small Caps und Value-Aktien einen wachstumsbedingten Aufschwung hinter sich, sind immer noch günstig und zeigten auch zu Beginn der ersten Trump-Regierung eine angemessene Performance.

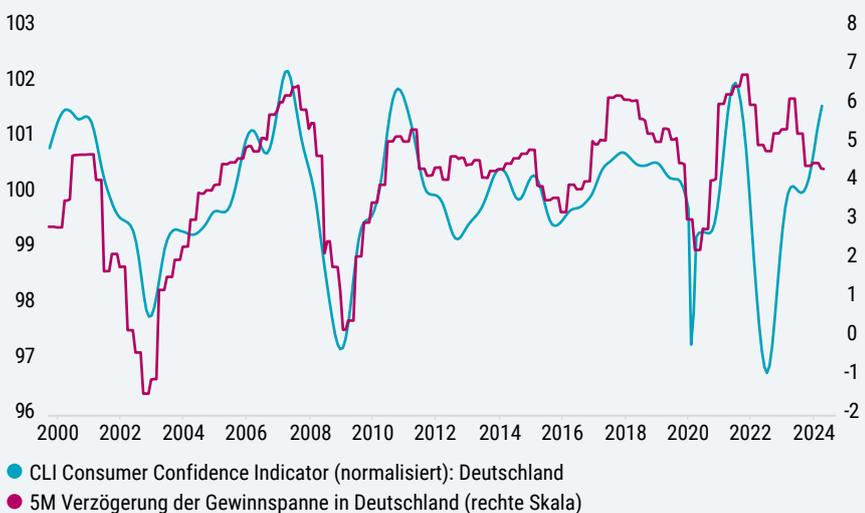
**Abbildung 13: Trotz des jüngsten Aufschwungs der Small-Caps bleibt eine große Lücke bei den Frühindikatoren bestehen**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

Der Markt hat den Wahlsieg der Republikaner mit offenen Armen empfangen. Der Aktienaufschwung könnte allerdings ins Stocken geraten, wenn die eher wachstumsfeindlichen Aspekte der Politik Trumps, vor allem die Zölle, in den Vordergrund treten und den Gewinnoptimismus dämpfen. Im Rahmen Trumps erster Präsidentschaft sind die Erwartungen an den Gewinn pro Aktie für 2019 im Laufe des Jahres 2018 deutlich gesunken, da der Handelskrieg nach dem anfänglichen Aufschwung durch Steuersenkungen an Momentum gewann. Unsere Prognosen für den Gewinn pro Aktie des S&P 500 liegt unter dem Konsens.

**Abbildung 14: Verbesserter Ausblick für die Margen deutscher Unternehmen im Jahr 2025**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

**Abbildung 15: Divergenz zwischen Revisionen des Gewinns pro Aktie und globalem Multiplikator**



Quelle: LSEG Datastream, Robeco

### Ausblick für Währungen

Unseres Erachtens ist der US-Dollar über- und der Yen unterbewertet. Der US-Dollar wird über seiner relativen Kaufkraftparität gehandelt (mit einem Aufschlag von 18 %). Während der handlungsgewichtete Dollar normalerweise nach einem Höhepunkt der politischen Unsicherheit an Wert gewinnt, zeigt der steigende Goldpreis, dass der Status des Dollars als sicherer Hafen infrage steht. Wir gehen davon aus, dass der Dollar seinen Höchststand erreichen wird, wenn die Fed die Zinsen weiter senkt, da die Desinflation in unserem Bullenszenario günstig ist. In unserem Basisszenario könnte der Dollar weiterhin stark bleiben, insbesondere wenn die Fed die Lockerung verlangsamt und die US-Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2025 im Vergleich zum Rest der Welt Widerstandsfähigkeit beweist.

Der Handel mit dem Währungspaar Dollar-Yen erregt unser Interesse, da der Abschlag des Yen auf die relative Kaufkraftparität historisch ist. Nach außen hin könnte der Yen an Stärke gewinnen, wenn die Fed die Leitzinsen weiter senkt oder wenn geopolitische Spannungen die Anleger in ihre sicheren Häfen zurückbringen. Unterdessen könnte die Bank of Japan im Jahr 2025 die Zinsen anheben, um auf höhere Produktkosten zu reagieren, die an die Verbraucher weitergegeben werden.

#### ! Zusammenfassung

Der von 1951-1970 am längsten amtierende Vorsitzende der Fed, William McChesney Martin, wurde oft beim Rauchen einer Pfeife dargestellt. Da er die Komplexität der Konjunkturzyklen zu bewältigen hatte, hätte er das ikonische Werk „Der Verrat der Bilder“ des surrealistischen Malers René Magritte aus dem Jahr 1929 sicherlich gemocht. Im Jahr 2025 werden die makroökonomischen Daten und politischen Schlagzeilen der Trump-Regierung manchmal ein anderes Bild zeichnen als das, was tatsächlich passiert, und den Markt in die Irre führen: *Dies ist keine Landung.*

Wir rechnen daher mit einem weiteren Jahr, in dem sich die Marktturbulenzen der Handelssysteme fortsetzen, besonders sobald Trump mit der Verhängung von Zöllen begonnen hat. Viele Anlagen weisen attraktive Risikoprämien auf, suchen aber nach einem Katalysator, der den erschließt. Ein solcher Katalysator könnte ein schwächerer US-Dollar für Anlagen in Schwellenländern sein. Im Jahr 2025 werden die Anleger einen reibungsloseren Anlageprozess erleben, indem sie in flexible Fonds investieren, die diese durch Katalysatoren begünstigten Chancen nutzen und Verluste vermeiden können, wenn der Markt verschiedene Szenarien einpreist.

## 4. Wegweiser für 2025

	Checkliste	Aktuell	Erwartungen auf Sicht von 12 Monaten
<p>→ Die Bewertungen von US-Aktien erreichten historische Niveaus. Die realen Renditen müssen sinken, um das derzeitige Niveau zu rechtfertigen, sogar für einen gleichgewichteten S&amp;P 500. Es ist eine mäßige Komprimierung der US-Multiplikatoren auf dem spätzyklischen Markt zu erwarten. Die europäischen Multiplikatoren könnten sich ausweiten und einen sinkenden Bewertungsabschlag gegenüber den USA aufweisen. Die zunehmende Wahrscheinlichkeit erheblicher fiskalischer Maßnahmen in China erhöht die Multiplikatoren der Schwellenländer, da sich der Gewinn pro Aktie erhöht.</p>	Bewertungen	● ● ●	● ● ●
<p>Die Unternehmensgewinne können sich im Vergleich zu den Wachstumsniveaus von 2024 steigern, doch es ist unwahrscheinlich, dass sie den 12-Monats-Konsens zum Gewinn pro Aktie in den USA von 14 % übersteigen. Da die erwarteten Steuersenkungen den Gewinn pro Aktie in die Höhe treiben, wird die wachstumsfeindliche Politik von Trump (Zölle) ein Abwärtsrisiko für den Gewinn pro Aktie im Jahr 2025 darstellen. Dennoch wird erwartet, dass der Gewinn pro Aktien in den USA jenen in Europa übertreffen wird (auch wenn Europa dank niedrigerem Euro, einem abflauenden Produktionszyklus und einem stärkeren Binnenkonsum aufholt).</p>	Unternehmensgewinne	● ● ●	● ● ●
<p>Die prozyklische fiskalpolitische Expansion in den USA und Japan wird sich fortsetzen. Der fiskalpolitische Impuls in Europa wird sich verbessern, da Trump auf mehr Autarkie drängt, obwohl die Heterogenität der Länder fortbesteht. Risiko: Die neue deutsche Regierung setzt auf eine wachstumsfreundliche Politik und unterstützt eine antizyklische fiskalpolitische Expansion.</p>	Fiskalpolitik	● ● ●	● ● ●
<p>Die Risiken für das doppelte Mandat könnten sich als weniger ausgewogen erweisen als von der Fed erwartet. Da auf den Arbeitsmärkten keine Flaute erkennbar ist, sind die Inflationsrisiken gegenüber den Wachstumsrisiken nach oben gerichtet. In einer resilienten US-Wirtschaft, die mit einer weiteren zollbedingten Kostensteigerung rechnet, gibt es wenig Spielraum für nicht-inflationäres Wachstum. Die EZB hat angesichts der Schwäche im ehemals führenden Industrieland Deutschland mehr Spielraum für Senkungen.</p>	Geldpolitik	● ● ●	● ● ●

	Checkliste	Aktuell	Erwartungen auf Sicht von 12 Monaten
Es besteht begrenzter Spielraum für eine weitere Versteilerung in den USA bei einer weichen Landung, da ein Wendepunkt bei der Inflation näher rückt. In Europa gibt es zunächst mehr Chancen auf eine Versteilerung. Risiko: weitere Versteilerung der Baisse in den USA infolge eskalierender fiskalpolitischer Sorgen mit globalen Auswirkungen.	Steilheit der Renditekurve ↑	● ● ●	● ● ●
Globale HY-Transaktionen sind mit 150 Bp. teuer, obwohl sie durch die wirtschaftliche Dynamik in den USA gedeckt werden. Risiko: Refinanzierung und eine Reihe negativer makroökonomischer Überraschungen könnten Katalysatoren für eine Ausweitung der Spreads sein.	Spreads ↑	● ● ●	● ● ●
Die Ausnahmestellung der USA und die Zölle stärken den USD trotz überzogener Bewertungsniveaus. Risiko: Trump bevorzugt einen schwächeren Dollar. Der hohe Goldpreis untergräbt den Status des USD als sicherer Hafen. Unter MAGA 2.0 nimmt die Korruption im Finanzbereich zu.	US-Dollar ↓	● ● ●	● ● ●
Der Energiemarkt ist gut versorgt. Die USA als geringfügiger globaler Lieferant werden durch die Deregulierung und die Produktionssteigerung unter Trump begünstigt. Risiko: Trumps Außenpolitik nach dem Motto „Frieden durch Stärke“ könnte die geopolitischen Risikoprämien an den Rohstoffmärkten erhöhen.	Öl/ Energiepreise ↑	● ● ●	● ● ●
Das lockere Finanzumfeld in den USA und in Europa wird auch im Jahr 2025 gleich bleiben. Die Reserven von US-Banken sind immer noch reichlich. Risiko: Höhere Nettoemissionen von Staatsanleihen wegen des verlängerten Steuersenkungs- und Beschäftigungsförderungsgesetz (TCJA), hohe Bewertungen von US-Vermögenswerten.	Finanzierungs-umfeld ↓	● ● ●	● ● ●
Die Wohnungsmärkte sind mit Angebotsengpässen konfrontiert (mit Ausnahme von China). Das gelockerte Finanzierungsumfeld und die Stabilisierung des Nominallohnwachstums verbessern die Erschwinglichkeit von Wohnraum.	Eigenheimmarkt	● ● ●	● ● ●
In den USA und Deutschland ist mit einer weiteren leichten Abkühlung des Arbeitsmarktes zu rechnen. Die Arbeitslosigkeit in den G7-Staaten wird bis Ende 2025 maximal 0,4-0,5 % erreichen.	Arbeitsmarkt	● ● ●	● ● ●

## 5. Sustainable Investing: den längerfristigen Gewinn im Blick behalten

→ Während wir uns auf das Jahr 2025 zubewegen, könnte unser Basisszenario wirtschaftlicher Unsicherheit und unberechenbarer Finanzmärkte einige Unternehmen und Anleger dazu veranlassen, der Nachhaltigkeit kurzfristig weniger Priorität einzuräumen. Dennoch ist der langfristige Trend zur Nachhaltigkeit und Dekarbonisierung der Weltwirtschaft gefestigt, und auch wenn er unter den Bedingungen eines Bullenszenarios mehr Raum zur Entfaltung hätte, gehen wir davon aus, dass der allgemeine Kurs beibehalten wird. Nachhaltige Anleger mit einem längerfristigen Plan sind daher gut positioniert, um über die Herausforderungen der nächsten 12 Monate hinauszublicken.

! In Bezug auf die Auswirkungen wird erwartet, dass die kommende US-Regierung aus dem Übereinkommen von Paris aussteigt und umweltfreundliche Industrien weniger unterstützt, wodurch der Fortschritt zur Erreichung der Ziele für nachhaltige Entwicklung zwar behindert, aber nicht aufgehalten wird.

Trotz der strukturellen Herausforderungen würden in Europa eine Wachstumserholung, ein Wiederanstieg der Konsumausgaben und eine niedrige Arbeitslosigkeit nachhaltigen Anlegern weitgehend zugute kommen. Europäische Unternehmen schneiden bei Nachhaltigkeitsbewertungen tendenziell besser ab als US- und asiatische Unternehmen. Dieser Trend dürfte sich 2025 weiter verstärken, da in Europa die Vorschriften zur ESG-Berichterstattung verschärft werden. In den USA könnte eine republikanische Regierung die Anreize für Transparenz und Nachhaltigkeitsziele in Unternehmen verringern. Der mittelfristige Ausblick für umweltfreundliche Industrien in Europa ist ebenfalls positiv, da die Dekarbonisierung und die starke Position bei Technologien für saubere Energien Momentum genießt und von der Politik unterstützt werden.

In den USA, wo der makroökonomische Ausblick noch unklar ist, stellt sich für nachhaltige Anleger die große Frage, wie die umweltfreundliche Industrien und das nachhaltige Finanzwesen im Allgemeinen mit dem Regierungswechsel umgehen werden. Die republikanischen Bundesstaaten haben überdurchschnittlich von den Mitteln des Inflation Reduction Act profitiert, weshalb wir davon ausgehen, dass ein Großteil davon erhalten bleibt, ebenso wie die überparteiliche politische Unterstützung für wichtige Wirtschaftszweige wie Infrastruktur und Stromnetze. Bei einem Bärenszenario könnte es durch einen Zollkrieg zwischen China und den USA allerdings zu einem erheblichen verringerten Nachhaltigkeitsbewusstsein und zu einer Beeinträchtigung der globalen Lieferketten in den wichtigsten umweltfreundlichen Industrien kommen.

### Nachhaltige Aktien

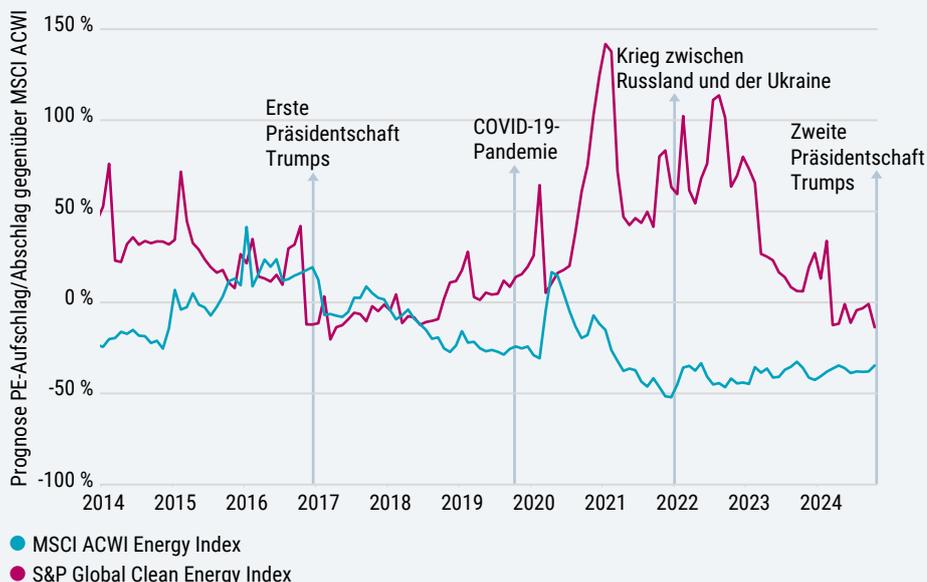
Im bisherigen Jahresverlauf 2024 schnitten ESG-bezogene Indizes etwas schwächer ab als herkömmliche Benchmarks (wobei das Bild je nach Region und Ansatz im Sustainable Investing uneinheitlich ist) und ein wenig schlechter als 2023. Dennoch hat sich das ESG-Profil seit 2022 verbessert, was auf die überdurchschnittliche Performance in den Sektoren Technologie, Kommunikation und Finanzen sowie auf die relative Underperformance des Energiesektors in diesem Jahr zurückzuführen ist.

Seit 2023 haben sich die Bewertungsaufschläge von ESG- und SRI-Aktienindizes im Vergleich zu konventionellen Benchmarks in den Industrieländern im Durchschnitt vermindert. Das liegt zum Teil an regionalen Kräften, wie z. B. der Marktkonzentration im US-Aktienindex, wo die sieben stärksten Aktien die relative Bewertung von ESG gegenüber konventionellen Indizes beeinflussen.

In den nächsten 12 Monaten gilt es zu beobachten: Sollte sich die Performance der konventionellen Indizes weiter verbreitern, könnten aktive Nachhaltigkeitsansätze, die eine geringere Konzentration auf die sieben wichtigsten Aktien aufweisen, gegenüber passiven Ansätzen profitieren. In den Schwellenländern dürfte auch die geringere Allokation in China, zum Beispiel im EM SRI Index, eine Rolle gespielt haben, da China im Vergleich zu anderen Schwellenländern mit einem Abschlag gehandelt wird.

Im Bereich der erneuerbaren Energien stellte das schwierige makroökonomische Umfeld mit unerwartet hoher Inflation, hohen Zinssätzen und der daraus resultierenden Volatilität im Jahr 2024 eine Belastung dar. Aktien aus dem Bereich der sauberen Energien haben im Vergleich zum traditionellen Energiesektor eine deutliche Neubewertung erfahren und befinden sich nun auf dem historisch günstigsten Niveau.

**Abbildung 16: Aktien der Indizes Clean Energy und ACWI Energy: zukünftige Bewertung gegenüber globalen Aktien**

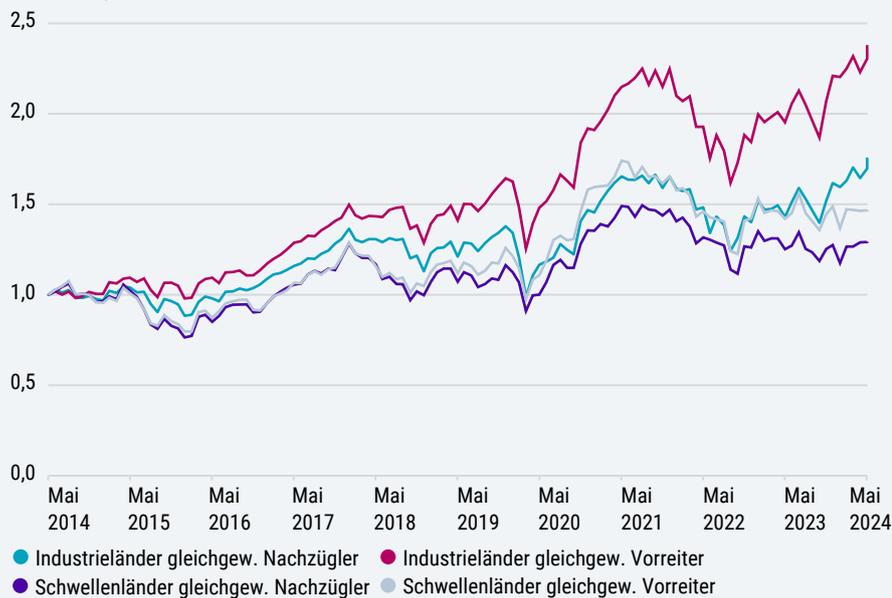


Quelle: Bloomberg. Stand der Daten: 30. Oktober 2024.

Die Änderungen der Leitlinien zu Fondsnamen in Europa im Jahr 2025 werden zu einer weiteren Differenzierung der Anlagemöglichkeiten führen, da einige Indizes und Fonds von den Begriffen „ESG“ und „nachhaltig“ zum Begriff „Übergang“ wechseln, was zu einer flexibleren Auswahl des Anlagespektrums führt. In der Vergangenheit haben Unternehmen in den Industrie- und Schwellenländern, die beim Klimaschutz führend sind<sup>7</sup>, eine stärkere Performance erzielt als Nachzügler, und zwar sowohl in Sektoren mit geringen als auch mit hohen Emissionen.

<sup>7</sup> Wir definieren „führend beim Klimaschutz“ als Unternehmen, die sich glaubwürdige Dekarbonisierungsziele gesetzt haben und sich am Übereinkommen von Paris ausrichten oder ausrichten werden.

**Abbildung 17: Ähnliche historische Performance-Muster in Industrie- und Schwellenländern**



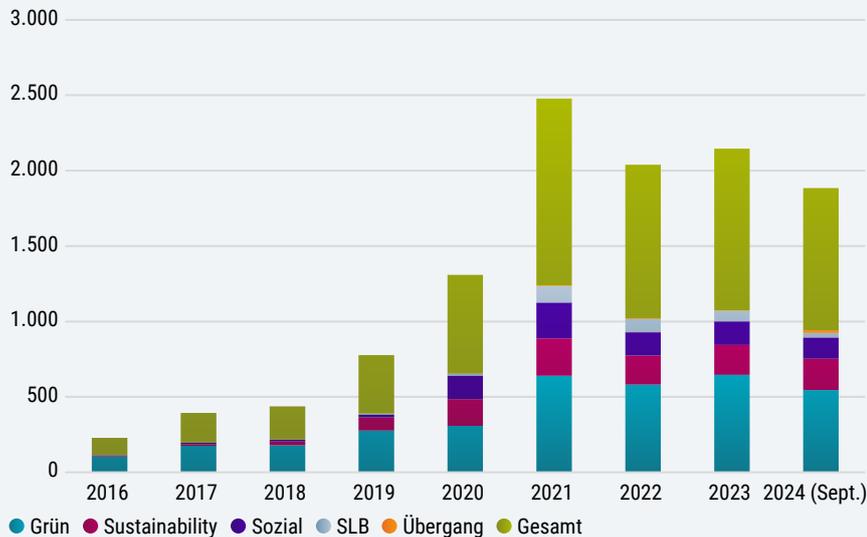
Da sich die Desinflation in der ersten Jahreshälfte 2025 fortsetzt, würde ein Umfeld mit niedrigeren Zinsen und geringer Inflation wachstumsorientierte thematische Ansätze begünstigen. In der zweiten Jahreshälfte könnten wir aber zunehmend positive Inflationsüberraschungen erleben, da wir uns einem Wendepunkt der Inflation nähern. Dadurch wird auch der Lockerungszyklus unterbrochen und wahrscheinlich Einfluss auf die relativen Bewertungen von ESG-Indizes gegenüber Nicht-ESG-Indizes und thematischen Ansätzen genommen. Insgesamt ist der Ausblick unklar und hängt vom makroökonomischen und politischen Umfeld ab, wobei die Ungewissheit über die künftige US-Politik vermutlich zu regionalen Divergenzen führen wird.

### Nachhaltige Anleihen

Der Markt für grüne, soziale, nachhaltige und nachhaltigkeitsbezogene Anleihen (GSS+-Anleihen) blieb 2024 robust, begünstigt von der hohen Nachfrage der Anleger nach grünen Anleihen, die enorm wichtig für die Finanzierung des Übergangs zu einer nachhaltigen Zukunft sind. Bis Ende September wurden 942 Mrd. USD emittiert, wobei die Verkäufe grüner Anleihen ein Rekordniveau erreichten. Europa steht nach wie vor an der Spitze bei den Emissionen, und die Marktreife hat sich aufgrund einer größeren Diversifizierung zwischen den verschiedenen Emittenten – sowohl Unternehmen als auch das SSA-Segment (Staaten, supranationale Institutionen, Agenturen) – erhöht. Dieser Diversifizierungstrend dürfte sich 2025 fortsetzen, insbesondere durch Emittenten aus Schwellenländern und Sektoren mit schwer zu vermeidenden CO<sub>2</sub>-Emissionen. Auch Übergangsanleihen werden, vor allem in Asien, voraussichtlich an Bedeutung gewinnen.

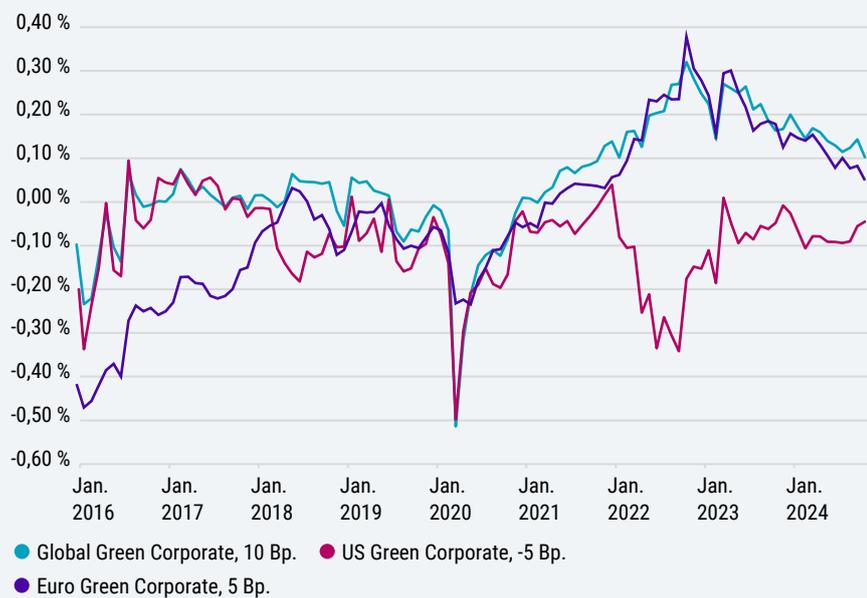
Das „Greenium“ (Prämie für grüne Anleihen) ist im Jahr 2024 gesunken, woraus sich im historischen Vergleich eine attraktive Preisgestaltung für grüne Anleihen ergibt. Das niedrigere „Greenium“ liegt am bisher beobachteten steigenden Angebot im Jahr 2024. Daraus lässt sich aber nicht schließen, dass Anleger in grünen Anleihen ihren Appetit verloren haben. Wir erwarten, dass das „Greenium“ in der Nähe des aktuellen Niveaus bleiben wird, obwohl es steigen könnte, wenn die Nachfrage der Anleger nach Anleihen, die nach dem im Dezember 2024 in Kraft tretenden EU-Standard für grüne Anleihen zertifiziert sind, zunimmt.

**Abbildung 18: Nachhaltige Emission von Schuldtiteln**



Quelle: Bloomberg NEF

**Abbildung 19: Spread-Gefälle: Indizes für grüne gegenüber konventionellen Unternehmensanleihen**



Quelle: Bloomberg. Stand der Daten: 30. Oktober 2024. Hinweis: Für die Berechnung der OAS-Bewertungsabstände (optionsbereinigte Spreads) zwischen den Indizes für grüne Unternehmensanleihen und konventionelle Unternehmensanleihen werden die folgenden Indizes verwendet: Bloomberg MSCI Global Green Bond Index: Corporate, Bloomberg MSCI US Green Bond Index: Corporate, Bloomberg MSCI Euro Green Bond Index: Corporate, Bloomberg Global Agg Corporate 3-7 yrs, Bloomberg US Credit Corporate 5-10Y, Bloomberg Euro-Aggregate: Corporates.

## 6. Transition Investing nutzen

### → Umfeld für Sustainable Investing

Das Umfeld für Sustainable Investing wird auch 2025 von sich laufend verändernden Vorschriften geprägt sein, die den Schwerpunkt auf erweiterte Offenlegungspflichten und Standardisierung legen. Die Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen in Europa sieht vor, dass große börsennotierte Unternehmen im Jahr 2025 ESG-Informationen veröffentlichen müssen. Anleger müssen über die Ausrichtung ihrer Anlageportfolios an der EU-Nachhaltigkeitstaxonomie Bericht erstatten. In anderen Ländern, darunter das Vereinigte Königreich, Singapur, Kanada und China, sind für die kommenden Jahre verpflichtende nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen geplant. Auch wenn Transparenz und fundiertere Anlageentscheidungen gefördert werden, sind die Kosten und der Aufwand beträchtlich, und die Nichteinhaltung der Standards könnte finanzielle, betriebliche und reputationsbezogene Folgen haben.

Die Aufsichtsbehörden in Europa haben die Einhaltung der Vorschriften für nachhaltige Finanzen durch Vermögensverwalter strenger geprüft. Im Gegensatz dazu könnten Anleger und Vermögensverwalter angesichts des sich verändernden politischen Umfelds in den USA unter Druck geraten, sich ausschließlich auf finanzielle Renditen zu konzentrieren. Bei den Unternehmen kann es vorkommen, dass Führungskräfte Nachhaltigkeitsinitiativen aus mangelnder Motivation oder aus Angst vor Gegenwind zurückstellen.



Ein wesentlicher Trend im Jahr 2025 wird im Transition Investing liegen. Da sie von den Aufsichtsbehörden zunehmend als eine Kategorie des Sustainable Investing anerkannt werden, erwarten wir ein schnelles Wachstum der in den Übergang investierenden Fonds. Anleger sollten auf die Definitionen des Übergangs achten, wobei sich einige auf den Übergang zu einer CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft konzentrieren und andere einen breiteren Ansatz für den nachhaltigen Übergang verfolgen.

### Klima, Natur und soziales Handeln

Derzeit läuft die Klimakonferenz COP 29, bei der es um neue finanzielle Zusagen geht, die die auf der COP 15 im Jahr 2009 eingegangene Verpflichtung in Höhe von 100 Mrd. USD ablösen soll. Im Jahr 2025 wird die COP 30 eine enorme Bedeutung erfahren, da die Länder auf der Grundlage der „weltweiten Bestandsaufnahme“ von 2023 neue Klimaschutzpläne und Emissionsziele vorlegen müssen. Eine wichtige Frage lautet, ob China den Höhepunkt seiner Emissionen im Jahr 2023 erreicht hat oder ob der neuen Kohlekapazität Priorität eingeräumt wird.

In den vergangenen zwei Jahren standen die Finanzierungsdiskussionen im Mittelpunkt, insbesondere das Konzept, dass Geld von den reichen Ländern, die zum Klimawandel beigetragen haben, an ärmere Länder fließen soll, die dies nicht getan haben. Während die Minderungsziele wegen anhängiger Finanzierungsentscheidungen aufgeschoben werden, besteht Einigkeit darüber, dass Anpassungs- und Resilienzmaßnahmen erhebliche Investitionen erfordern werden. Es ist unwahrscheinlich, dass die USA in den kommenden Jahren einen Beitrag zu den Klimadiskussionen leisten werden, doch wie bereits beim letzten Mal werden das Engagement und die Fortschritte der anderen Länder dadurch nicht aufgehalten.

Naturschutzmaßnahmen werden 2025 an Bedeutung gewinnen. Auf dem Biodiversitätsgipfel der COP 16 im Oktober 2024 wurden Fortschritte bei den weltweiten Naturschutzbemühungen erzielt. Zu den wichtigsten Ergebnissen gehörten die Einrichtung eines ständigen indigenen Nebenorgans und der Fokus auf die sektorübergreifende Berücksichtigung der Biodiversität. Die Mobilisierung von Ressourcen ist allerdings nach wie vor problematisch und unterstreicht die Notwendigkeit einer stärkeren finanziellen Unterstützung und eines stärkeren Engagements für den Naturschutz.

Unternehmen und Anleger werden voraussichtlich in den kommenden Monaten mithilfe einer verbesserten Datenanalyse Ziele festlegen und Aktionspläne erstellen. Anbieter haben kürzlich in Zusammenarbeit mit Naturschutzorganisationen neue Datensätze veröffentlicht. Es gibt zwar kein datenbasiertes „Patentrezept“, doch weitere Fortschritte sind zu erwarten. Geodaten dürften 2025 ebenfalls bessere Einblicke gewähren, nachdem in den letzten Jahren branchenweit erhebliche Investitionen getätigt wurden.



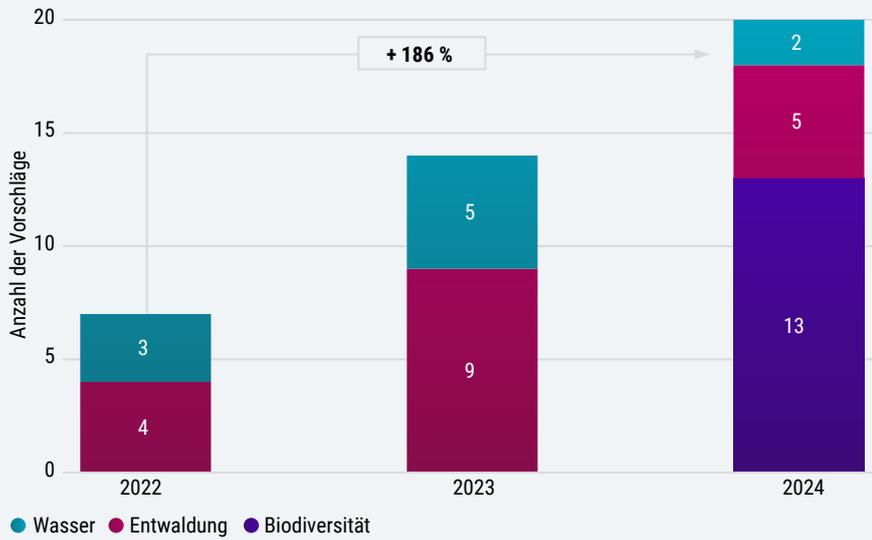
Umweltthemen werden auch 2025 ganz oben auf der Agenda stehen, aber auch Fortschritte bei sozialen Themen erzielt. Die kürzlich ins Leben gerufene Taskforce für Ungleichheit und sozialbezogene finanzielle Angaben wird im nächsten Jahr Arbeitsgruppen einberufen, um einen globalen Rahmen für Unternehmen und Finanzinstitute zur Verbesserung der Offenlegung von sozialen Auswirkungen, Abhängigkeiten, Risiken und Chancen zu entwickeln.

### Active Ownership

Für die Hauptversammlungssaison 2025 erwarten wir, dass die Themen Rechenschaftspflicht der Unternehmensleitung, Klimaschutz, Diversität, Gleichstellung und Inklusion, künstliche Intelligenz und Natur weiterhin im Mittelpunkt stehen werden. Eine wichtige unvorhergesehene Entwicklung im Jahr 2024 war die Klage von Exxon gegen zwei Aktionäre, Follow This und Arjuna Capital, um zu verhindern, dass deren Vorschlag für strengere Klimaziele zur Abstimmung kommt. Mit dieser Klage wurde das übliche SEC-Verfahren zum Ausschluss von Aktionärsanträgen umgangen und ein Präzedenzfall geschaffen, der sich auf die Hauptversammlungssaison 2025 auswirken und die Anteilhaber möglicherweise von der Einreichung von Anträgen abhalten könnte.

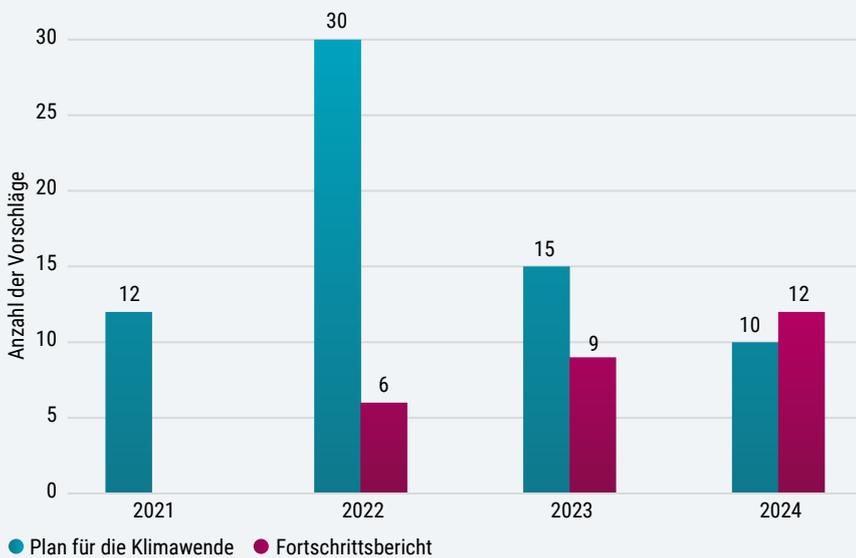
In den USA zeigte sich die Anti-ESG-Rhetorik auch in der Zunahme von Anti-ESG-Vorschlägen im Jahr 2024, die allerdings nur begrenzte Unterstützung erhielten. Wir erwarten eine weitere Zunahme im Jahr 2025. Dennoch gab es Anzeichen dafür, dass naturbezogene Aktionärsanträge 2024 an Fahrt aufnahmen, und engagierte aktive Anteilhaber mit nachhaltigen Prioritäten nicht verschwinden werden.

In Europa stand 2024 die Bezahlung von Führungskräften im Mittelpunkt und wird es wohl auch bleiben. Resolutionen zum Mitspracherecht beim Klima sind zurückgegangen, aber die Zahl der Unternehmen, die ihre Pläne für den Klimawandel zur Abstimmung stellen, ist gestiegen.



**Abbildung 20: In diesem Jahr eingereichte naturbezogene Vorschläge**  
Quelle: Georgeson

**Abbildung 21: Anzahl der Pläne für die Klimawende und Fortschrittsberichte,**



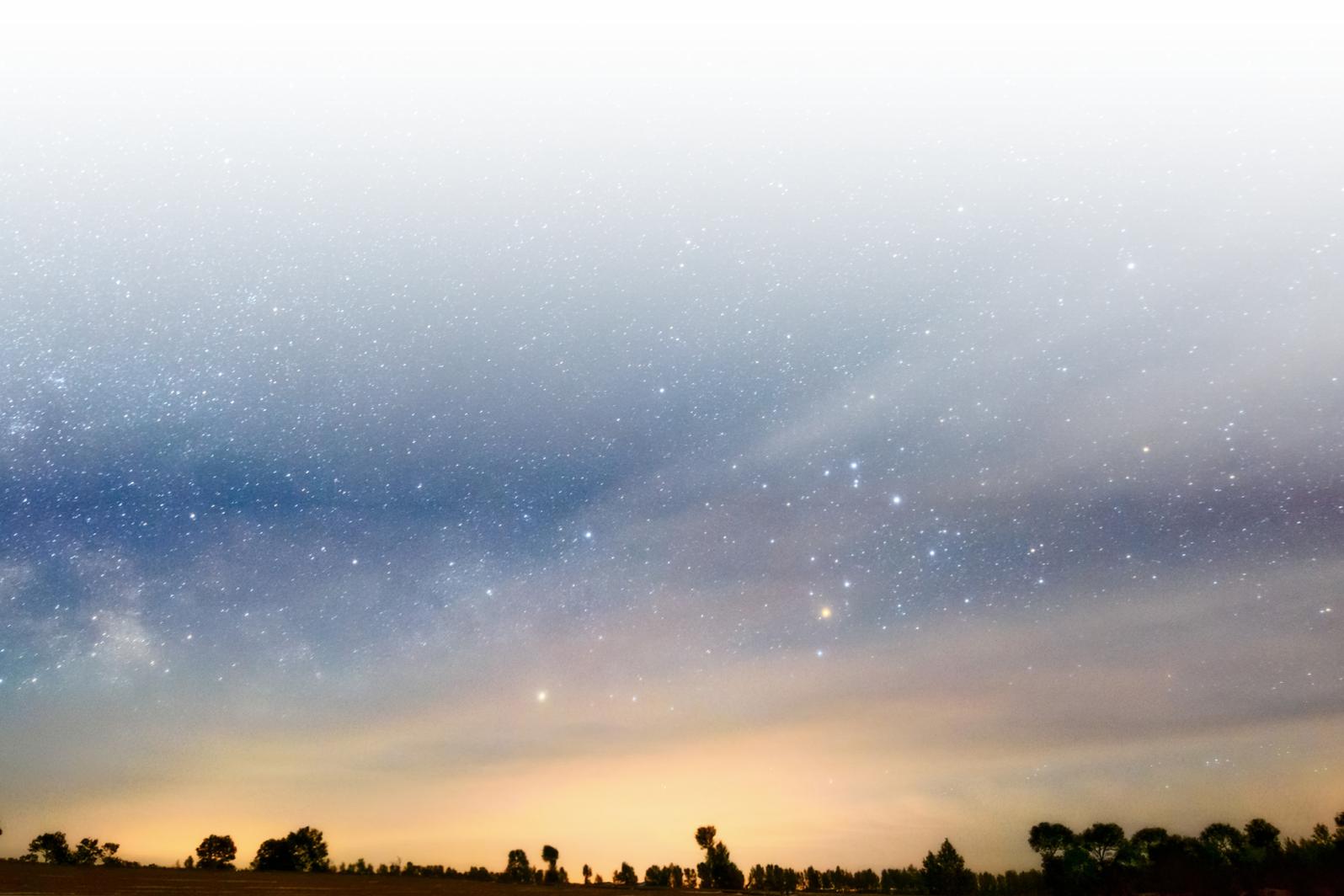
**die den Anteilhabern zur Abstimmung vorgelegt wurden (Europa)**

Quelle: Georgeson

Das Engagement für den Klimaschutz wird 2025 voraussichtlich zunehmen, wobei die Unterscheidung zwischen sich umstellenden Unternehmen und solchen, die ihre bisherigen Geschäftsmodelle verteidigen, insbesondere im US-Energiesektor, zunimmt. Die Zusammenarbeit der Anleger könnte vorübergehend abnehmen, da sich wahrscheinlich mehr US-Anleger aus der Initiative Climate Action 100+ zurückziehen werden, wobei andere globale Anleger sich ihr anschließen. Das Engagement für Biodiversität und naturbezogene Themen wird zunehmen, unterstützt durch die 2024 gestartete Initiative Nature Action 100.

#### Fazit

Das Jahr 2025 könnte für Anleger im Bereich Nachhaltigkeit zur Warteschleife werden. Wie in jedem Konjunkturzyklus bestehen immer noch Chancen, doch nachhaltige Anleger müssen sie in Branchen suchen, die den makroökonomischen Bedingungen am besten standhalten. Eine Kombination von Wirkungszielen mit strenger Anlagedisziplin wird entscheidend sein. Trotz der Rückschläge durch die neue Regierung in den USA bleibt das weltweite Engagement für Klima- und Naturschutzmaßnahmen stark und gewährleistet weitere Fortschritte.



## Mehr Informationen finden Sie auf der Website von Robeco

### Important information

Robeco Institutional Asset Management B.V. verfügt über eine Zulassung als Manager von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und alternativen Investmentfonds (AIFs) ("Fonds") der niederländischen Finanzmarktbehörde in Amsterdam. Diese Marketingunterlagen sind nur für professionelle Investoren vorgesehen. Diese sind definiert als Anleger, die professionelle Kunden und Kundinnen sind bzw. beantragt haben, als solche behandelt zu werden, oder die nach jeweils geltendem Recht autorisiert sind, diese Informationen zu erhalten. Robeco Institutional Asset Management B.V. und/oder ihre verbundenen Unternehmen und Tochtergesellschaften („Robeco“) haften nicht für Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments resultieren. Wer diese Informationen nutzt und in der Europäischen Union Wertpapierdienstleistungen erbringt, trägt selbst dafür Verantwortung zu prüfen, ob es ihm nach den MiFID II-Bestimmungen gestattet ist, diese Informationen zu erhalten. Soweit diese Informationen als ein annehmbarer und angemessener geringfügiger nicht-monetärer Vorteil gemäß MiFID II anzusehen sind, müssen Nutzer dieser Informationen, die in der Europäischen Union Wertpapierdienstleistungen erbringen, die anwendbaren Bestimmungen zu Aufzeichnungspflichten und zur Offenlegung beachten. Der Inhalt des vorliegenden Dokuments basiert auf von uns als zuverlässig erachteten Informationsquellen, und es wird für diesen Inhalt keinerlei Gewährleistung übernommen. Das vorliegende Dokument ist ohne weitere Erklärungen nicht als vollständig zu betrachten. Meinungen, Schätzungen und Prognosen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Wenn Sie unsicher sind, sollten Sie unabhängigen Rat einholen. Dieses Dokuments soll professionelle Anleger allgemein über die spezifischen Kompetenzen von Robeco informieren, ist aber von Robeco nicht als Investmentanalyse erstellt worden. Es handelt sich dabei weder um Empfehlungen oder Ratschläge, bestimmte Wertpapiere oder Anlageprodukte zu kaufen oder zu verkaufen und/oder bestimmte Anlagestrategien zu verfolgen, noch um Empfehlungen zu rechtlichen, die Buchhaltung oder Steuern betreffenden Fragen. Sämtliche Rechte an den in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind und bleiben Eigentum von Robeco. Das vorliegende Dokument darf nicht vervielfältigt oder mit der Öffentlichkeit geteilt werden. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne Robecos vorherige schriftliche Zustimmung in irgendeiner Form oder mit irgendwelchen Mitteln vervielfältigt oder veröffentlicht werden. Geldanlagen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie vor einer Geldanlage, dass das anfänglich investierte Kapital nicht garantiert ist. Anleger sollten sicherstellen, dass sie die mit in ihrem Sitzland angebotenen Produkten oder Dienstleistungen von Robeco verbundenen Risiken vollständig verstehen. Sie sollten zudem ihre eigenen Anlageziele und ihre Risikobereitschaft berücksichtigen. Historische Renditen werden nur zum Zweck der Veranschaulichung angegeben. Der Preis von Fondsanteilen kann fallen oder steigen und die Entwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Falls sich die Währung, in der die bisherige Wertentwicklung angegeben wird, von der Währung des Landes unterscheidet, in dem Sie Ihren Wohnsitz haben, sollte Ihnen bewusst sein, dass die gezeigte Wertentwicklung auf Grund von Wechselkursschwankungen bei Umrechnung in Ihre lokale Währung zu- oder abnehmen kann. In den Zahlen zur Wertentwicklung sind im Wertpapierhandel für Kundenportfolios entstehende oder bei der Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheinen anfallende Gebühren und Kosten nicht berücksichtigt. Wenn nicht anders angegeben, ist die Performance i) nach Abzug von Gebühren auf der Basis der Transaktionspreise und ii) unter Wiederanlage der Dividenden. Weitere Details finden Sie im Fondsprospekt. Die Performance ist nach Abzug von Verwaltungsgebühren angegeben. Die in diesem Dokument genannten laufenden Gebühren entsprechen denen, die im aktuellen Geschäftsbericht des Fonds zum Ende des letzten Kalenderjahres angegeben sind. Das vorliegende Dokument richtet sich nicht und ist nicht bestimmt zur Weitergabe an Personen oder Rechtsträger, die Bürger oder Gebietsansässige eines Gebiets, Staates, Landes oder sonstigen Hoheitsgebiets sind, in dem eine solche Weitergabe, Veröffentlichung, Zurverfügungstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder Regulierungsbestimmungen verstoßen oder zur Entstehung einer Registrierungs- oder Zulassungspflicht für den Fonds oder Robeco Institutional Asset Management B.V. in dem betreffenden Hoheitsgebiet führen würde. Jede Entscheidung, Anteile an einem Fonds zu zeichnen, der in einem bestimmten Hoheitsgebiet angeboten wird, muss allein auf der Grundlage der im Prospekt enthaltenen Informationen getroffen werden, die von den in vorliegendem Dokument enthaltenen Informationen abweichen können. An einer Zeichnung von Fondsanteilen interessierte Personen sollten sich auch über potenziell geltende gesetzliche Erfordernisse und Devisenkontrollbestimmungen sowie Steuern in den Ländern informieren, deren Bürger oder Gebietsansässige sie sind oder in denen sie ihren Wohn- bzw. Geschäftssitz haben. In vorliegendem Dokument etwa enthaltene Fondsinformationen werden in ihrer Gesamtheit durch Verweis auf den Prospekt eingeschränkt, und dieses Dokument sollte stets zusammen mit dem Prospekt gelesen werden. Detaillierte Informationen zu dem Fonds und zu den mit diesem verbundenen Risiken sind im Prospekt enthalten. Der Prospekt und das Basisinformationsblatt für die Fonds von Robeco können kostenlos von den Robeco-Websites heruntergeladen werden.

#### Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in Österreich

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger oder geeignete Gegenparteien i. S. d. Österreichischen Aufsichtsgesetzes bestimmt.

#### Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in Deutschland

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger oder geeignete Gegenparteien i. S. d. deutschen Wertpapierhandelsgesetzes bestimmt.

#### Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in Liechtenstein

Dieses Dokument wird ausschließlich an in Liechtenstein ansässige, ordnungsgemäß zugelassene Finanzintermediäre (wie z. B. Banken, Vermögensverwalter, Versicherungsgesellschaften, Dachfonds usw.) verteilt, die nicht beabsichtigen, auf eigene Rechnung in den/die im Dokument aufgeführten Fonds zu investieren. Diese Unterlagen werden von Robeco Switzerland Ltd. herausgegeben, Postanschrift: Josefstrasse 218, 8005 Zürich, Schweiz. LGT Bank Ltd., Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz, Liechtenstein, handelt als Vertreter und Zahlstelle in Liechtenstein. Der Prospekt, die Basisinformationsblätter, die Satzung, die Jahres- und Halbjahresberichte des bzw. der Fonds können kostenfrei vom Vertreter oder über die Website bezogen werden.

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

Das Sitzland des bzw. der Fonds ist Luxemburg. Dieses Dokument wird nur in der Schweiz an entsprechend berechnete Anleger verteilt, wie diese in den Bestimmungen des Schweizer Kollektivanlagengesetzes (KAG) definiert sind. Diese Unterlagen werden von Robeco Switzerland Ltd. herausgegeben, Postanschrift: Josefstrasse 218, 8005 Zürich, ACOLIN Fund Services AG, Postanschrift: Leutschenbachstrasse 50, 8050 Zürich, handelt als schweizerischer Vertreter des/der Fonds. UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zürich, Postanschrift: Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, agierend als Zahlstelle in der Schweiz. Der Prospekt, die Basisinformationsblätter, die Satzung, die Jahres- und Halbjahresberichte des Fonds sowie die Liste der An- und Verkäufe, die der(die) Fonds während des Finanzjahres getätigt hat(haben), sind auf einfache Anfrage und kostenfrei von der Niederlassung des Schweizer Vertreters, ACOLIN Fund Services AG erhältlich. Die Prospekte werden außerdem auf der Website zur Verfügung gestellt.