

Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

### Steigender Einfluss von Target-Date-Fonds auf die Märkte

Die Marktstruktur hat sich seit der globalen Finanzkrise wesentlich verändert.<sup>1</sup> Der Anteil der pro-zyklischen Anlagestrategien ist dank des enormen Wachstums von Indexfonds und dem Vormarsch von systematischen Strategien (z.B. Robo Advisor) deutlich gestiegen. Mit den sogenannten Target-Date-Fonds, die antizyklisch investieren und ein Lebenszyklusmodell verfolgen, entsteht aber zunehmend ein Gegengewicht – mit drei spürbaren Einflüssen auf die Märkte.

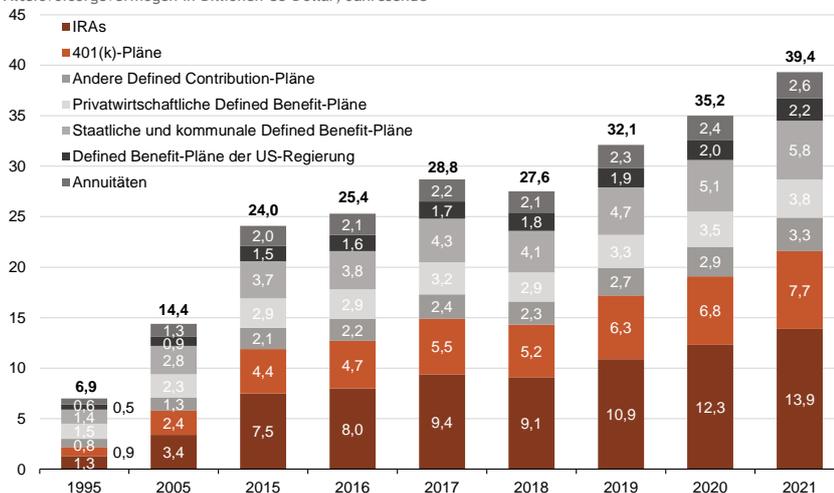
### US-Altersvorsorgemarkt mittlerweile knapp 40 Billionen US-Dollar groß

Einer der am rasantesten wachsenden Märkte der letzten Jahre ist der für die US-Altersvorsorge. Seit 1995 hat sich das Anlagevolumen beinahe versechsfacht, begünstigt auch durch die positive Marktentwicklung, sodass der „US Retirement Market“ Ende 2021 für ein verwaltetes Vermögen von knapp 40 Billionen US-Dollar steht (Abb. 1).<sup>2</sup> 63% aller US-Haushalte sind laut des Investment Company Institute (ICI) im Besitz einer steuerbegünstigten Altersvorsorge. Grund hierfür ist eine vorteilhafte Regulatorik, die das eigenständige Sparen für den Ruhestand steuerbegünstigt ermöglicht.

*Wachstum des US-Altersvorsorgemarktes hat sich dank einer vorteilhaften Regulatorik über die letzten Jahre merklich beschleunigt*

**Abb. 1: Wachstum des US-Altersvorsorgemarktes hält unvermindert an**

US-Altersvorsorgevermögen in Billionen US-Dollar, Jahresende



Betrachtungszeitraum: 01.01.1995-31.12.2021

Quelle: Investment Company Institute (ICI)

### Target Date Fonds – die beliebteste US-Rentensparplanoption

Ein 401(k)-Plan ist ein vom Arbeitgeber subventionierter Rentensparplan und hinter sogenannten IRAs (Individual Retirement Agreements), die als privates Konto bei einem Finanzinstitut zur Altersvorsorge angelegt werden, mit 20% Marktanteil am amerikanischen Altersvorsorgemarkt der zweitgrößte Vorsorgeplan-Kontotyp (siehe Abb. 1). 401(k)-Rentensparpläne ermöglichen es Arbeitnehmern, einen Teil ihres Gehaltsschecks auf einem separaten Konto zu sparen und zu investieren,

<sup>1</sup> Siehe z.B. „Berenberg Märkte – Fokus „Passive Anlagen verändern Marktstruktur und Marktverhalten“, 5. Mai 2021.

<sup>2</sup> Siehe Investment Company Institute, 2022: „ICI Factbook 2022“.

bevor Steuern abgezogen werden. Die meisten 401(k)-Pläne bieten eine große Auswahl an Investmentfondsalternativen an, die in Aktien, Anleihen und Geldmarktanlagen investieren. Die beliebteste Option stellen dabei sogenannte **Target-Date-Fonds (TDFs)**. Das Konzept dieser Mischfonds bietet den Vorteil, dass diese dem Anleger eine altersgerechte Kombination aus Aktien und Anleihen zusammenstellen, die sich nach dem voraussichtlichen Renteneintrittsdatum („Target Date“) des Anlegers richtet. Im Jahr 2021 stieg das Gesamtvermögen in Target-Date-Strategien auf einen Rekordwert von 3,27 Billionen US-Dollar, was neben dem deutlichen Anstieg vieler Anlageklassen auch dem allgemeinen Wiederanstieg der Anlegerbeiträge nach dem pandemiebedingten Einbruch im Jahr 2020 zu verdanken ist (Abb. 2).

Ein wesentlicher Treiber des TDF-Wachstums war dabei die Rentenpolitik der USA. 2006 unterzeichnete US-Präsident George W. Bush den Pension Protection Act (PPA), der das Investieren in TDFs als Qualifizierte Standard-Anlagealternative (Qualified Default Investment Alternatives, QDIA) in arbeitgeberfinanzierten Altersvorsorgeplänen ermöglichte. Ihre einfache Handhabung machte sie so zur Standardoption in den meisten arbeitgebermitfinanzierten 401(k)-Plänen. Heute bieten 90% der US-Arbeitgeber TDFs als Standardoptionen in ihren Altersvorsorgeplänen an.<sup>3</sup> Neue Mitarbeiter, die sich nicht aktiv gegen ein solches Produkt entscheiden, sorgen somit automatisch mit TDF-Sparplänen fürs Alter vor. TDFs wurden beim entsprechenden Gesetzesschreiben des Department of Labor sogar an erster Stelle der investierbaren QDIAs genannt.<sup>4</sup>

### Altersgerechte Asset Allokation durch Einfachheit der Target-Date-Fonds

Bei Anlegern, die mehr als 25 Jahre vor dem angestrebten Renteneintritt stehen, hält ein typischer TDF 80-90% seines Vermögens in diversifizierten Aktienfonds und den Rest in Rentenfonds. Mit dem Alter steigt dann der Anleiheanteil. Etwa 20 Jahre vor dem Renteneintritt (z.B. 65 Jahre) beginnt ein TDF, oder auch Lebenszyklusfonds genannt, in der Regel mit einer stärkeren Umschichtung des Portfolios in Richtung sicherer Anlagen, um bis zum Renteneintritt eine ungefähr gleichmäßige Verteilung zwischen Aktien und Anleihen zu erreichen. Der sogenannte Gleit-

*Target-Date-Fonds entwickeln sich zur beliebtesten Rentensparplanoption*

*TDF-Wachstum wurde stark durch regulatorische Änderungen unterstützt*

*TDFs ermöglichen eine altersgerechte Asset Allokation*

**Abb. 2: Verwaltetes Vermögen von Target-Date-Strategien steigt...**

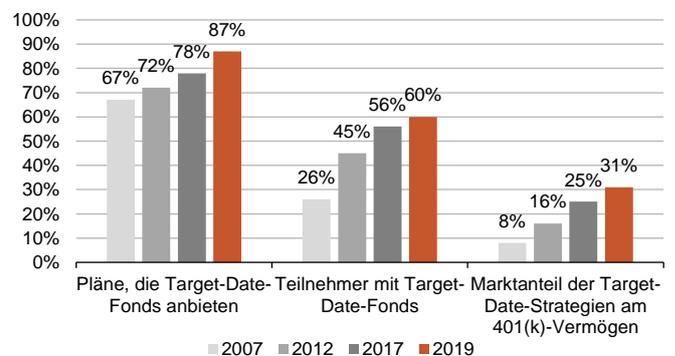
Vermögenswerte in Mrd. US-Dollar



Betrachtungszeitraum: 01.01.2014 - 31.12.2021  
Quelle: Morningstar Direct

**Abb. 3: ... im Einklang mit der zunehmenden Beliebtheit der TDFs**

Anteil am gesamten 401(k)-Marktes, in %



Betrachtungszeitraum: Jahreszeitraum zum Jahresende für 2007, 2012, 2017, 2019  
Quelle: ICI Research Perspective, "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2019."

<sup>3</sup> Siehe Parker et al., 2021: „Retail Financial Innovation and Stock Market Dynamics: The Case of Target Date Funds“.

<sup>4</sup> Siehe Utz, Miller, Kuhn & Eickman, LLC, 2008: „The department of labor’s final rules and supplemental guidance for qualified default investment alternatives“.

pfad gibt dabei die vom Renteneintritt abhängige Asset Allokation an. Vanguard, 2021 mit einem Marktanteil von 36% der größte Anbieter, mischt beispielsweise kurz vor dem Renteneintrittsalter noch inflationsindexierte Anleihen als Inflationschutz bei. Im Rentenalter selbst wird dann die Aktienquote weiter Richtung 35% reduziert, bis der Rentner 72 Jahre alt ist. Ab dem Zeitpunkt bleibt die Asset Allokation konstant (Abb. 4). Das altersgerechte Portfolio aus Aktien und Anleihen der Target-Date-Fonds bedeutet damit auch, dass die Asset Allokation bei Annäherung an das Rentenalter konservativer wird, um der niedrigeren Risikotoleranz Rechnung zu tragen.

*Asset Allokation wird im Alter konservativer*

### Antizyklischer Rebalancierungseffekt der Target-Date-Fonds

Um von der strategischen, vom Rentenalter abhängigen Asset Allokation nicht abzuweichen, rebalancieren die TDFs, sollte es zu größeren Abweichungen von den Zielgewichten kommen. Läuft eine Anlageklasse gut, wird diese reduziert, um den gewünschten Portfolioanteil konstant zu halten und um schlechter gelaufene Anlageklassen wieder in Richtung Zielgewicht zu setzen. TDFs sind damit im Gegensatz zu vielen anderen an Popularität gewinnenden Strategien antizyklisch ausgerichtet. Eine einfache Analyse der größten monatlichen Performanceunterschiede zwischen Aktien und Anleihen der letzten fünf Jahre zeigt eindrucksvoll, dass es einen Zusammenhang zwischen der relativen Performance und den Mittelflüssen bei den von Vanguard TDFs eingesetzten Aktienindexfonds gibt. Größere Zuflüsse in den Aktienindexfonds gab es innerhalb großer Underperformance-Monate von Aktien – insbesondere im März 2020 (Abb. 5). TDFs haben also mitgeholfen den Markt während des Hochpunkts der Corona-Pandemie zu stabilisieren – genauso wie Pensionskassen und Versicherungen, die ebenfalls tendenziell ihre Investments antizyklisch rebalancieren.

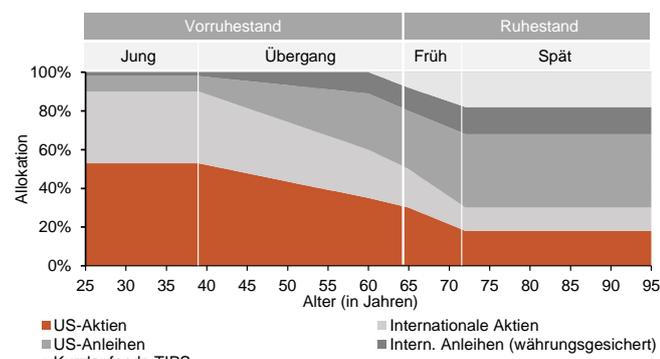
*Regelmäßiges Rebalancieren der Asset Allokation bedeutet, dass TDFs antizyklisch agieren ...*

*...und so helfen den Markt bei Marktschwächen zu stabilisieren*

Dieses Wissen kann man sich zunutze machen. Die Rebalancierungsflows, der große Optionsverfall (Auflösen von Delta-Hedges der Optionshändler) und die geldpolitischen Maßnahmen der Fed hatten uns beispielsweise im März 2020 ermutigt, die Aktienquote in unseren Multi-Asset-Mandaten antizyklisch auf eine Übergewichtung hochzunehmen.<sup>5</sup> Größere Abflüsse bei von TDFs eingesetzten Aktienindexfonds gab es hingegen tendenziell nach stärkeren Aktienmonaten – wie beispielsweise im April 2020, als US-Aktien um mehr als 10% stiegen.

**Abb. 4: Allokation wird im Alter konservativer**

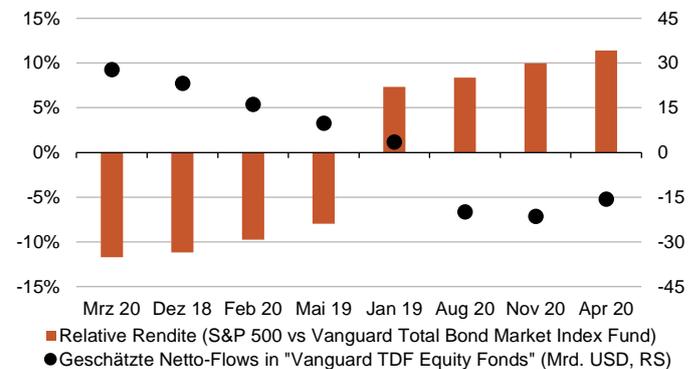
Gleitpfad während des Lebenszyklus für Vanguard-Target-Date-Fonds



Stand: April 2019  
Quelle: Vanguard

**Abb. 5: TDFs helfen, den Markt bei Marktschwächen zu stabilisieren**

Relative Performance von Aktien vs Anleihen und geschätzte Netto-Flows in Vanguard-Aktienindexfonds, die von Vanguard TDFs eingesetzt werden, Top 4 & Bottom 4 Performancemonate



Betrachtungszeitraum: 31.07.2017-31.07.2022  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

<sup>5</sup> Siehe „Berenberg Monitor“-Publikationen vom 30. März 2020<sup>6</sup> und 14. April 2020.

Für die Rebalancierungsflows entscheidend ist aber nicht die absolute Entwicklung von Aktien, sondern vielmehr die relative Performance von Aktien gegenüber Anleihen. Steigen oder fallen beide Anlageklassen ähnlich stark, wie dieses Jahr teilweise gesehen, verändern sich die relativen Gewichte nur marginal und der Anpassungsbedarf ist relativ klein. In Q1 2020 waren die Rebalancierungsflows jedoch stark unterstützend, weil Aktien sich deutlich schlechter als Anleihen entwickelt hatten (Abb. 6). Entsprechend groß war die (geschätzte) Abweichung der tatsächlichen Allokationsgewichte von den Zielgewichten. Anleihen mussten verkauft und Aktien gekauft werden, um alle Anlageklassen wieder in Richtung ihrer entsprechenden Zielgewichte zu bringen (Abb. 7). Der Effekt auf die Märkte ist umso größer, je größer die Abweichung von den Zielgewichten ist und je mehr Gelder von TDFs oder ähnlichen Strategien verwaltet werden. Er dürfte also in Zukunft größer werden, wenn das verwaltete Vermögen von TDFs weiterhin stark wächst. Verstärkt werden kann der Effekt noch von ähnlichen Strategien wie 60/40-Portfolios (Strategien mit einem strategischen Aktiengewicht von 60% und einem strategischen Anleihegewicht von 40%), sollten diese zeitgleich rebalancieren.

*Anleger können sich den antizyklischen Rebalancierungseffekt zunutze machen*

### Rebalancierungseffekt größer bei Aktien als bei Anleihen

Interessanterweise scheint der Rebalancierungseffekt auf die Aktienmärkte größer als auf die Anleihemärkte zu sein. Gegen Ende Q1 2020 sind Aktien beispielsweise nach dem starken Abverkauf wieder gestiegen, während Anleihen nach der Outperformance nicht gefallen sind. Häufig werden die Rebalancierungsflows durch andere Ereignisse wie Fed-Sitzungen etc. überschattet, sodass die Marktbewegungen nie eindeutig auf ein Ereignis zurückgeführt werden können. Anders formuliert: Eine starke relative Abweichung in der Performance von Aktien gegenüber Anleihen erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einer Gegenbewegung insbesondere bei Aktien kommt, dies ist aber keinesfalls sicher.

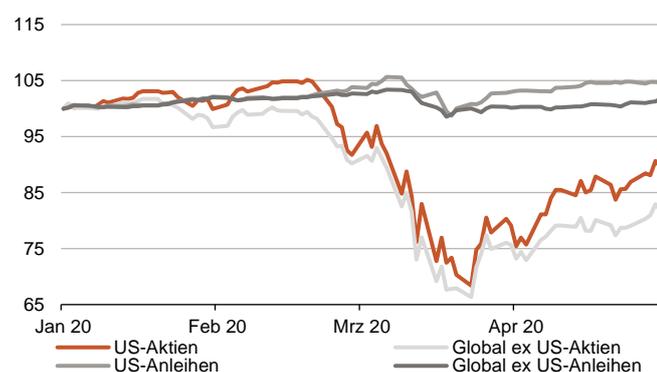
*Der Rebalancierungseffekt auf Aktienmärkte scheint größer als auf Anleihemärkte ...*

Dass es in den letzten Jahren häufig zum Monats- und zum Quartalsende zu einer positiven Entwicklung von Aktien kam (Abb. 8), dürfte mit einem Zusammenspiel von verschiedenen Effekten wie Optionsverfällen, Fed-Sitzungen, Sparplänen und Rebalancierungseffekten zusammenhängen. Insbesondere die kontinuierlichen passiven „Sparplan“-Zuflüsse in Form der Altersvorsorge haben häufig als Stabilisator in Krisen gewirkt. Sie ignorieren fundamentale Ereignisse wie Pandemien, Inflations- oder Rezessionsorgen, da sie automatisch auf Knopfdruck häufig mit dem Gehaltscheck zum Monatswechsel hin erfolgen. Kritisch wird es für Sparpläne zur

*... und wirkt sich häufig zum Monats- und Quartalsende aus*

**Abb. 6: Deutliche Unterperformance von Aktien...**

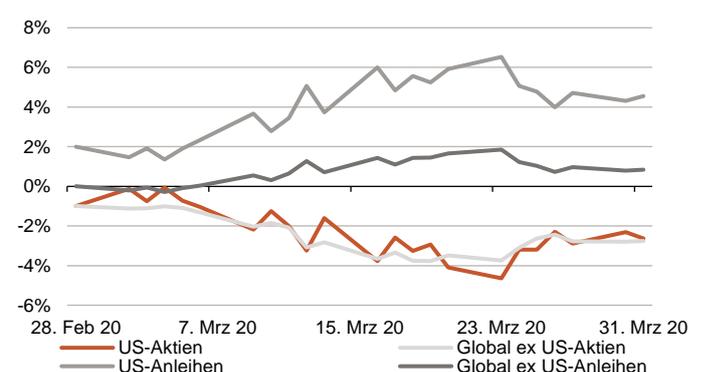
Entwicklung von globalen ex USA- und US-Aktien und Anleihen; indiziert auf 100 = 01.01.2020



Betrachtungszeitraum: 01.01.2020-30.04.2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

**Abb. 7: ... führte zu einer starken Verschiebung der relativen Gewichte und damit zu Rebalancierungsflows**

Geschätzte Zielgewichtsabweichungen beim Vanguard Target Retirement 2030 Fund

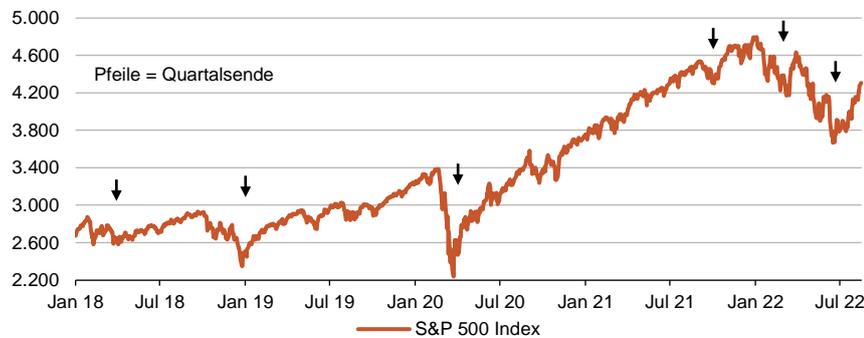


Betrachtungszeitraum: 28.02.2020-31.03.2020  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Altersvorsorge nur, wenn die Arbeitslosigkeit deutlich ansteigt, weil dann Sparpläne ausgesetzt oder ganz storniert werden – was häufig in Rezessionen der Fall ist.

### Abb. 8: Häufige Wendepunkte an den Märkten zum Quartalsende

Entwicklung des S&P 500; schwarze Pfeile = ausgewählte Quartalsende



Betrachtungszeitraum: 01.01.2018-31.07.2022  
Quelle: Bloomberg

## Trends und Nebeneffekte im Target-Date-Fonds-Segment

Studien<sup>6</sup> verweisen noch auf weitere Charakteristiken, Trends und Nebeneffekte der regulatorischen Änderungen und der steigenden Relevanz von Target-Date-Fonds.

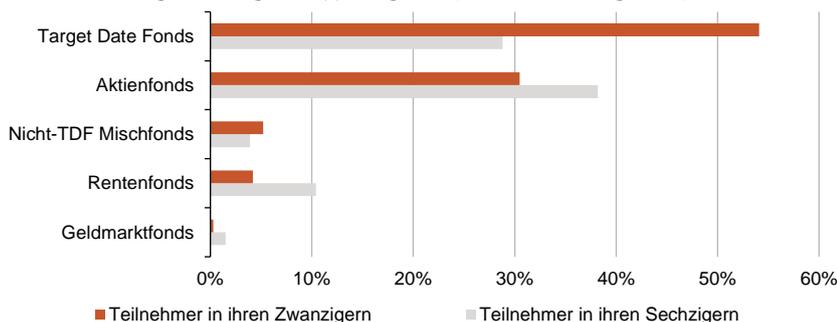
### 1. TDFs sind insbesondere bei den jüngeren Generationen beliebt

Während der Anteil der TDFs bei 60-Jährigen Ende 2021 nur 18,8% betrug, lag er bei den 20-Jährigen deutlich über 50% (Abb. 9). Ein Grund für die Divergenz ist, dass Target-Date-Fonds erst in den 1990ern eingeführt worden sind.<sup>7</sup> Während also die älteren Generationen, auch angebotsbedingt, primär aktive Fonds bespart hatten und diese nun im Ruhestand zwecks Lebensunterhalt verkaufen, setzen die jüngeren Generationen stärker auf günstigere, häufig passive Renten-Produkte.

*TDFs insbesondere bei jüngeren Generationen beliebt*

### Abb. 9: 401(k) Asset Allokation variiert mit dem Alter der Teilnehmer

Durchschnittliche Vermögensaufteilung der 401(k)-Kontoguthaben, in Prozent der Kontoguthaben, Jahresende 2019



Stand: 31.12.2019

Quelle: ICI Research Perspective, "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2019"

### 2. Die TDF-Branche ist sehr konzentriert

Die fünf größten Anbieter (Vanguard, Fidelity, T. Rowe Price, BlackRock, American Funds) stehen für fast 80% des verwalteten Vermögens, wobei Vanguard rund ein Drittel Marktanteil besitzt (Tabelle 1). Das führt zwar zu positiven Skaleneffekten für die Asset Manager, die über niedrigere Gebühren an die Kunden weitergegeben werden können, könnte aber auch den zukünftigen Wettbewerb einschränken.

*Nur eine Handvoll Anbieter kontrollieren den TDF-Markt*

<sup>6</sup> Siehe Parket et al., 2022: „Household Portfolios and Retirement Saving over the Life Cycle“; 2021: „Retail Financial Innovation and Stock Market Dynamics: The Case of Target Date Funds“

<sup>7</sup> Siehe SEC, 2008: „Target Date Funds – a good idea co-opted“, <https://www.sec.gov/comments/4-582/4582-3.pdf>

Zudem wird der Trend, dass vermehrt Aktien von einigen wenigen Indexfondsanbietern gehalten werden, verstärkt – mit den entsprechenden Nebenwirkungen.

**Tabelle 1: Die 5 größten Target-Date-Anbieter stehen für 80% des Marktes**

Unternehmen	TDF-Vermögen in Mrd. US-Dollar	Marktanteil 2021
Vanguard	1.190	36,4%
Fidelity	460	14,1%
T. Rowe Price	374	11,5%
BlackRock	289	8,8%
American Funds	248	7,6%
State Street	122	3,7%
JPMorgan	110	3,4%
Nuveen	87	2,7%
Principal	85	2,6%
Schwab	31	0,9%
<b>Summe</b>	<b>2.996</b>	<b>91,7%</b>

Stand: 31.12.2021

Quelle: Morningstar Direct

### 3. Trend zu höherer Aktienquote

Im letzten Jahrzehnt kam es dabei laut Morningstar zu wesentlichen Exposure-Änderungen in der TDF-Branche.<sup>8</sup> Das Aktienzielgewicht der Altersvorsorgeprodukte ist im Vergleich zu 2011 merklich gestiegen, höchstwahrscheinlich getrieben durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld. Bei den Anlegern, die am weitesten vom Ruhestand entfernt sind, ist die Aktiengewichtung von 85% im Jahr 2011 auf 92% in 2021 gestiegen – einige Sponsoren beginnen nun sogar mit einem Aktienanteil von fast 100% – während die Aktienquote in der Ruhestandsperiode im Durchschnitt um 3 Prozentpunkte auf 46% gestiegen ist (Abb. 10). Dadurch ist auch der Aktienanteil von US-Privatanlegern in den letzten beiden Jahrzehnten deutlich gestiegen, da nun TDFs mit ihren hohen Aktienquoten gerade in jungen Jahren häufig die Standardoption bei der betrieblichen Altersvorsorge sind. Heutzutage bieten 90% der Arbeitgeber TDFs als Standardoptionen in ihren Pensionsplänen an. Entsprechend wird in der Altersvorsorge weniger als früher in Geldmarktfonds und deutlich mehr in Multi-Asset-Fonds mit einer hohen Aktienquote investiert.

*Aktienzielgewicht der TDFs über die letzten Jahre merklich gestiegen ...*

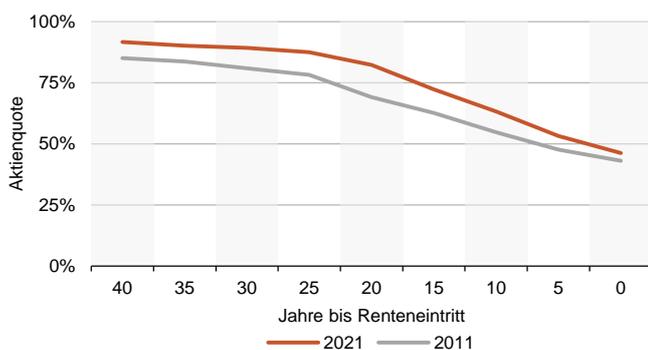
### 4. Mehr internationale Aktien innerhalb der Aktienquote

Zudem haben die Fondsanbieter den Anteil von US-Aktien und damit den Home Bias innerhalb der Aktienquote in den letzten Jahren reduziert. Ende 2021 machten internationale Aktien rund 35% des gesamten Aktienengagements 40 Jahre vor dem Ruhestand aus (Abb. 11). Dieser Anteil an Nicht-US-Aktien bleibt bis zum Renten-

*... sowie auch die Beimischung von internationalen Aktien*

**Abb. 10: Die Aktienquote ist merklich gestiegen**

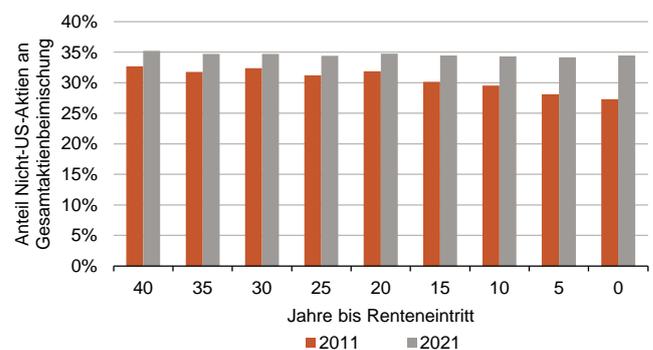
Median Aktien-Gleitpfad, 2011 und 2021 im Vergleich, Aktiengewichtung in %



Betrachtungszeitraum: 2011, 2021  
Quelle: Morningstar Direct

**Abb. 11: Allokation in internationale Aktien nimmt zu**

Gewichtungen von Nicht-US-Aktien nach Jahrgängen, 2011 und 2021 im Vergleich, in %



Betrachtungszeitraum: 2011, 2021  
Quelle: Morningstar Direct

<sup>8</sup> Siehe Morningstar, 23.03.2022: „2022 Target-Date Strategy Landscape“.

alter weitgehend erhalten. Das war allerdings zehn Jahre zuvor noch nicht der Fall. Zum Zeitpunkt des Renteneintritts machten Nicht-US-Aktien im Median 2011 nur etwa 27% des gesamten Aktienexposures aus.

### 5. TDF-Ära fördert Mean-Reverting und negative Korrelation von Aktien und Anleihen

Bei ansonsten vergleichbaren Aktien weisen diejenigen mit höherem (indirektem) TDF-Besitz geringere Renditen nach starken breiten Aktienmarktanstiegen auf. Damit konsistent weist der Aktienmarkt eine stärkere monatliche „Mean-Reverting“-Tendenz seit der TDF-Ära auf.<sup>9</sup> Zudem geht die akademische Literatur auch davon aus, dass das anhaltende Wachstum der TDFs die Korrelationseigenschaften zwischen Aktien und Anleihen beeinflussen dürfte. Die Rebalancierungsflows dürften eine negative Korrelation von Aktien und Anleihen nach einer starken relativen Outperformance einer Anlageklasse zumindest temporär begünstigen.

*Die Rebalancierungsflows der TDFs verstärken den Mean-Reverting-Effekt*

### 6. US-Altersvorsorgemarkt ist wesentlicher Treiber für das enorme Wachstum von Indexprodukten

Der wachsende US-Altersvorsorgemarkt mit Anlagen auf Indexproduktebene ist ein wesentlicher Treiber des enormen Wachstums von Indexprodukten. Obwohl Aktienindizes dieses Jahr kräftig in der Breite gefallen sind, nicht zuletzt wegen der restriktiveren Geldpolitik der Zentralbanken, haben Aktien-Fonds knapp 365 Mrd. US-Dollar an Zuflüssen verzeichnet (Abb. 12). Insbesondere passive Indexfonds konnten Neugelder einsammeln, während aktive Fonds mit Abflüssen zu kämpfen hatten. Der Trend der letzten Jahre hat sich somit fortgesetzt, mit den entsprechenden Nebeneffekten für die Kapitalmärkte, die wir bereits in einem unserer Fokus-Artikel in 2021 beleuchtet haben.<sup>10</sup>

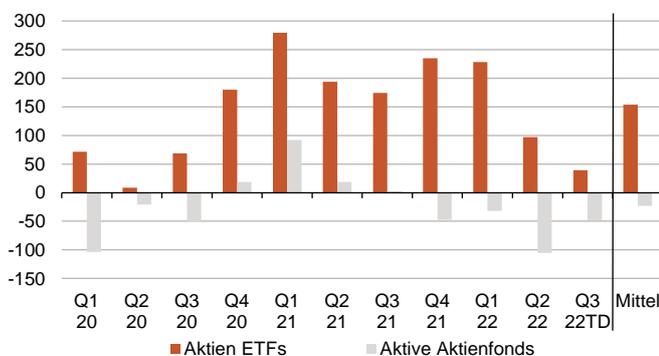
*US-Altersvorsorgemarkt treibt das Wachstum von Indexprodukten ...*

*... und damit auch die Zunahme des verwalteten Vermögens von Indexfonds voran*

Parallel zu diesem absoluten Wachstum ist der Anteil des Indexfondsvermögens am gesamten Fondsvermögen laut ICI deutlich gestiegen. Auch wenn zum Jahresende 2021 aktiv verwaltete Fonds nach wie vor die Mehrheit des Fondsvermögens (57%) darstellten, so machten Index-Publikumsfonds und Index-ETFs Ende 2021 zusammen 43% des verwalteten Fondsvermögens aus, verglichen mit nur 21% zum Jahresende 2011 (Abb. 13).

**Abb. 12: Passive Fonds dominieren Zuflüsse ...**

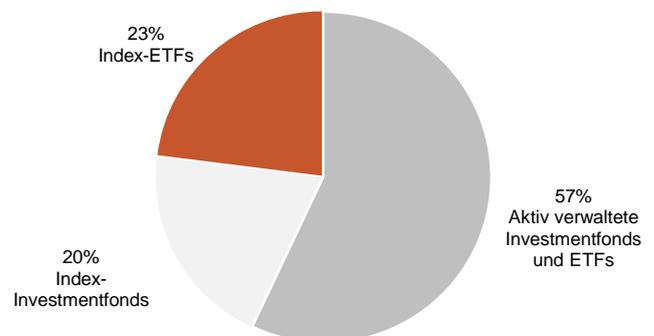
Zuflüsse in aktive und passive Aktienfonds, in Mrd. US-Dollar



Betrachtungszeitraum: 01.01.2020-31.08.2022  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

**Abb. 13: ... auch wenn aktiv verwaltete Fonds noch immer die Mehrheit des Fonds-Gesamtvermögens ausmachen**

Verwaltetes Fondsvermögen 2021



Stand zu 31.12.2021  
Quelle: Investment Company Institute

<sup>9</sup> Siehe Parket et al., 2022: "Retail Financial Innovation and Stock Market Dynamics: The Case of Target Date Funds".

<sup>10</sup> Siehe "Berenberg Märkte – Fokus „Passive Anlagen verändern Marktstruktur und Marktverhalten“, 5. Mai 2021.



## Lehren für Anleger – Einfluss der TDFs dürfte weiter zunehmen

Insgesamt ist unserer Meinung nach davon auszugehen, dass die stärker werdende Relevanz von TDFs drei wesentliche Effekte auf die Marktstruktur hat. Die kontinuierlichen Zuflüsse in TDFs dürften erstens über die nächsten Jahre positiv für die Aktienmärkte und insbesondere für die von ihnen gehaltenen Aktien sein, gerade nachdem in den letzten Jahren der Aktienanteil innerhalb der TDFs durch die Anbieter erhöht worden ist und die junge Generation primär TDFs in der betrieblichen Altersvorsorge nutzt. Entsprechend dürften die Zuflüsse in Aktien(-indexfonds), die hauptsächlich in TDFs eingesetzt werden, weiter zunehmen und dies die Aktienmärkte ceteris paribus unterstützen.

Zweitens dürfte der Anteil der nicht-fundamentalen Anleger damit noch weiter steigen, da TDFs Aktien automatisch kaufen und Bewertungskennzahlen keine Rolle spielen. Dies dürfte die Bewertungen der Aktienmärkte weiter nach oben treiben. Ein Grund, wieso unserer Meinung nach der US-Aktienmarkt am teuersten bewertet ist, liegt u.a. daran, dass der US-Markt die höchste passive Durchdringung aller Aktienmärkte hat.

Was aber auch drittens den Vorteil hat, dass es in Krisenzeiten einen automatischen Stabilisator in Form der TDFs qua ihrer eingebauten Rebalancierungsmechanismen gibt. TDFs agieren in Krisenzeiten tendenziell antizyklisch. Dies gilt jedoch nur, solange Aktien und Anleihen nicht simultan stark fallen. TDFs setzen nämlich häufig nur auf diese beiden Anlageklassen. Alternatives und Rohstoffe werden meistens außen vorgelassen. Die eingeschränkte Diversifizierung hat in den letzten Jahrzehnten mit stetig fallenden Zinsen und in einem tendenziell deflationären Umfeld gut funktioniert, könnte sich in der Zukunft aber als problematisch erweisen – vor allem dann, wenn die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen für längere Zeit im positiven Bereich verharren sollte. Dann würde es nach starken Bewegungen beider Anlageklassen zu keinem oder einer geringen Rebalancierung kommen. Als Aktien und Anleihen beispielsweise im ersten Quartal dieses Jahres beide zeitgleich deutlich gefallen sind, gab es keinen starken Anpassungsbedarf der TDFs, da sich die relativen Gewichte kaum verändert hatten. Nicht besonders stabilisierend dürften TDFs darüber hinaus in Rezessionen mit erhöhter Arbeitslosigkeit wirken, weil dann die monatlichen Einzahlungen in Altersvorsorgeprodukte zurückgehen dürften.

Anleger sollten vor diesem Hintergrund genau beobachten, wann der Trend der positiven Zuflüsse in Indexprodukte sich umkehrt und ETFs/Indexfonds netto im Aggregat verkauft werden. Das dürfte für den Gesamtmarkt zwar noch Jahr(zehnt)e dauern, dann dürften jedoch vor allem Indextitel unter Druck geraten, die überproportional von solchen ETFs gehalten werden. Bis dahin sollte man sich aber nicht gegen die strukturellen passiven Zuflüsse stellen, sondern das Wissen über diese Flows und Rebalancierungen als aktiver Investor ausnutzen. Zumal das verwaltete Vermögen der TDFs in naher Zukunft eher stark steigen dürfte, unterstützt auch durch eine 401(k)-Reform mit dem Ziel Mitarbeitern kleinerer Unternehmen einfacheren Zugang zu Vorsorgekonten zu ermöglichen, die der US-Kongress bis Jahresende 2022 beschließen dürfte.<sup>11</sup>

*Zuflüsse in Aktien(-indexfonds) dürften weiter zunehmen und damit die Aktienmärkte unterstützen*

*Zunehmender Anteil nicht-fundamentaler Anleger und Trend höherer Bewertungen dürften anhalten*

*TDFs agieren in Krisenzeiten tendenziell als antizyklischer Stabilisator*

*Eingeschränkte Diversifizierung jedoch in einem inflationären Umfeld mit erhöhter Aktien-Anleihen-Korrelation problematisch*

<sup>11</sup> Siehe <https://news.bloomberglaw.com/daily-labor-report/senate-finance-committee-advances-retirement-package>

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

## AUTOREN



**Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research**  
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation  
+49 69 91 30 90-501 | [ulrich.urbahn@berenberg.de](mailto:ulrich.urbahn@berenberg.de)



**Philina Kuhzarani | Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-533 | [philina.kuhzarani@berenberg.com](mailto:philina.kuhzarani@berenberg.com)

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 14. September 2022

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

Monitor

► Fokus

Investment Committee

Protokoll

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)