

# ETF-Newsletter Wertarbeit Krise oder Resistenz?

Juni 2020

Neue Perspektiven für mein Geld.

**Deka**  
Investments

## Sehr geehrte Anleger\*innen,

die V-Erholung – ein spiegelbildliches Abbild des vorangegangenen Absturzes in positiver Richtung – galt unter Experten ursprünglich als unwahrscheinlichstes Marktszenario. Dennoch haben viele große Aktienindizes bereits ein Gutteil ihrer historischen Verluste wieder wettgemacht. Der Ursache für diese Entwicklung gehen unsere Volkswirte im Makro Research nach. Sie konstatieren, dass die Börsen in ihrem Optimismus davon ausgehen, dass die Industrienationen das Coronavirus erfolgreich zurückgedrängt haben und die Ökonomien schrittweise zum Normalbetrieb zurückkehren. Der massiven Unterstützung durch Geld- und Fiskalpolitik zum Trotz sehen sie weiterhin Risikofaktoren, die einer ungebremsen Fortsetzung der Erholungsbewegung entgegenstehen.

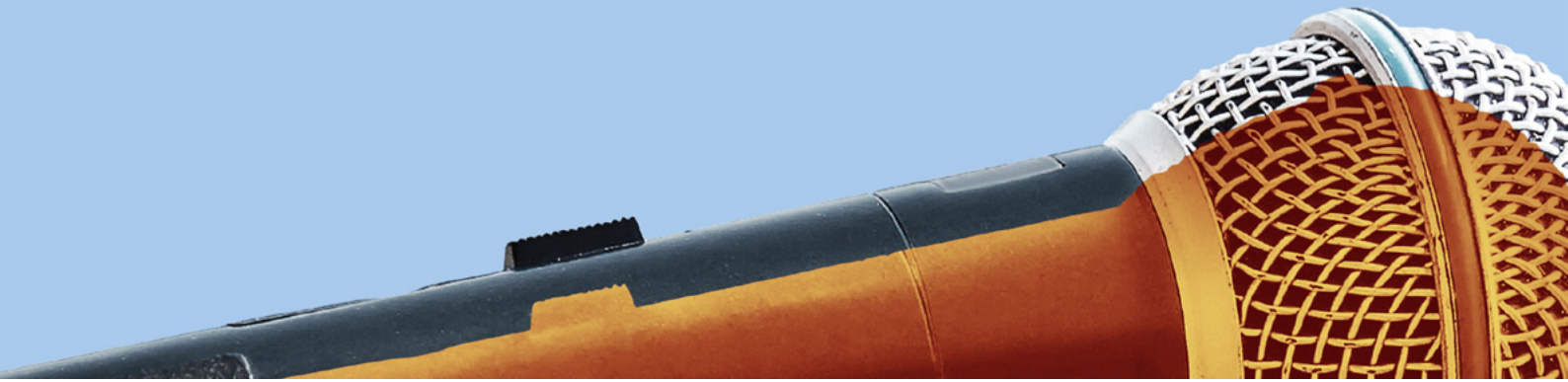
In seiner Kolumne bricht Dr. Bernhard Jünemann eine Lanze für den modernen Kapitalismus, der gerade in Krisenzeiten gern zur Zielscheibe von Kritik wird. Als konstituierende Elemente definiert er dezentrale Marktentscheidungen, das Konzept des Privateigentums und die Kapitalmärkte, die zusammen ein offenes, evolutionäres System ergeben, das in puncto Lernfähigkeit und Effizienz seinesgleichen sucht. Die Effizienz bestimmter Märkte ist nur einer der Gründe für den differenzierten Einsatz von ETFs, den W&W Asset Management macht. Senior Portfoliomanager E. Matthias Hänsel berichtet über die Indexfonds-Verwendung innerhalb der Aktien-, Renten-, Misch- und Multi-Asset-Fonds der Gesellschaft – und von seiner Herzensangelegenheit, dem nachhaltigen Investieren.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,  
Leitung Betreuung ETF,  
Deka Investment GmbH



## Interview

# „Zum schnellen Wiedereinstieg ideal“

**E. Matthias Hänsel ist Senior Portfoliomanager bei der W&W Asset Management GmbH und dort im Bereich Fondsresearch / Managerselektion tätig. Im Interview erläutert er, wie im Bereich Managerselektion / Fondsresearch ETFs für die Kapitalanlage genutzt werden.**

**Die W&W-Gruppe bietet über verschiedene Geschäftsbereiche eine breite Palette von Anlageprodukten. Welche Aufgaben nimmt die W&W Asset Management dabei für den Konzern wahr?**

Kurzgefasst: Wir verantworten, steuern und bündeln konzernweit den Investment- und Wertpapierbereich, sind also Dienstleister für den Konzern. Das umfasst das Management der konzernerneigenen Gelder, also zum Beispiel der Deckungsstöcke der Versicherungen und deren Spezialfonds, aber auch Publikumsfonds für unsere Kunden. Insgesamt beliefen sich die Assets under Management zum Jahresende auf knapp 41 Mrd. EUR.

**Um welche Anlageklassen geht es, und welche Philosophie befolgen Sie?**

Breite Diversifikation über verschiedene Anlageklassen ist unser Grundsatz. Das reicht von den klassischen Bereichen wie Aktien, Renten und Immobilien, geht aber auch in den alternativen Bereich hinein. Das können zum Beispiel Windparks sein, die nicht liquide sind, aber einen ordentlichen Cashflow generieren. Wie es sich für einen versicherungsnahen Asset Manager gehört, sind die Asset-Allokation und Anleihen mit der dazugehörigen Kreditanalyse wesentliche Kernkompetenzen.

**Was machen Sie im Publikumsbereich?**

Im Bereich Publikumsfonds haben wir klassische Renten-, Aktien-, Mischfonds oder Dachfonds. In letzterem Bereich managen wir zwei klassische Dachfonds, also im Funds-of-Funds-Format, haben aber auch Fonds, die neben Zielfonds zusätzlich auch in Direktanlagen (Aktien, Renten, REITs etc.) investieren können. Diese Konstruktion ist kostengünstiger als der traditionelle Dachfonds. Damit können wir unseren Kunden auch unter Kostengesichtspunkt

ten ein attraktives und zeitgemäßes Produkt bieten.

**Nutzen Sie auch Rohstoffe als Anlageklassen?**

Ja, aber nur sehr begrenzt. Wir haben 2013 eine Sachwertstrategie aufgelegt, um Anlegern einen Schutz für Inflationsgefahren zu bieten. Darin sind Aktien, inflationsgeschützte Anleihen, Pfandbriefe, REITs und auch 25 Prozent Edelmetalle – Gold, Silber und Platin – enthalten. Letztere in Form von ETCs. Die Inflation hat sich zwar nicht eingestellt, aber gerade in Krisensituationen bleibt dieser Fonds sehr stabil und bietet zudem eine interessante Ergänzung unserer Fondspalette.

**Wann und wie setzen Sie ETFs ein? Dazu müssen Sie zwischen aktiver und passiver Strategie entscheiden.**

Das ist für uns keine Streitfrage. Das kommt auf den Einzelfall an. Oberste Maxime ist, mit welchen Strategien wir den maximalen Nutzen für den Kunden erzielen können. In den Kernanlageklassen – das sind europäische und amerikanische Aktien sowie europäische Anleihen – haben wir spezialisierte Teams, die mehrfach ausgezeichnet wurden. Die sind dort gesetzt. In der Managerselektion und dem Fondsresearch nutzen wir aus zwei Gründen ETFs: strategisch und taktisch. Strategisch nutzen wir ETFs in äußerst effizienten Märkten, in denen wir nur schwer aktive Manager finden können, die einen dauerhaften Mehrwert generieren. Das gilt zum Beispiel für die großen Indizes in den USA. ETFs gehören da zum Core-Investment. Ähnlich ist es in den Rentensegmenten, in denen wir Benchmark-ETFs einsetzen, um das relative Risiko zu minimieren. Gerade bei den derzeit extrem niedrigen Zinsen, ist es für aktive Manager mit gleichem Universum nach Kosten nahezu unmöglich eine Outperformance zu erzielen. Hier drängt sich die passive Variante also geradezu auf. Taktisch investieren wir in Themen oder kurzfristig in Märkte. Wir wollen als Fondsselek-

toren keinem aktiven Manager zumuten, dass wir mit Millionen in den Fonds rein und dann nach wenigen Wochen wieder rausgehen. Dafür sind ETFs viel besser geeignet.

### **Taktisch können Sie mit ETFs auch blitzschnell je nach der Marktentwicklung die Anlageklassen steuern, zum Beispiel die Aktienquote. Nutzen Sie das?**

Natürlich. Vor allem in den Fonds, in denen keine Derivate zugelassen sind, sind ETFs das Mittel der Wahl. So können wir schnell einen Markt über- oder untergewichten. Auch kaufen wir Themen, von denen wir überzeugt sind, dass sie langfristig Mehrwert generieren oder aber nach unserer Meinung ungerechtfertigt abgestraft wurden, so dass sich daraus Opportunitäten ergeben. Also wählen wir Sektoren, Länder, Regionen, wo wir solche Gelegenheiten sehen. Dafür steht uns das ganze Universum der ETFs zur Verfügung.

### **Nutzen Sie Strategie-ETFs, also Smart Beta?**

Ja, wenn wir für eine Strategie einen Mehrwert erwarten und es einen entsprechenden ETF gibt. Viele dieser Strategien kommen nahe an das heran, was zum Beispiel aktive Quantmanager bisher verfolgen. Dabei setzen wir jedoch selten auf einzelne Faktoren, da diese schwer zu timen sind. Stattdessen bevorzugen wir hier Multi-Faktor-Modelle.

### **Es gibt inzwischen viele ESG-ETFs. Wie wichtig ist das Thema Nachhaltigkeit in Ihren Prozessen?**

Nachhaltigkeit ist für uns außerordentlich wichtig. Der W&W Konzern hat vor kurzem auch die Principles for Responsible Investment (PRI) unterzeichnet. Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsthemen werden verstärkt in die Analyse- und Entscheidungsprozesse einbezogen und sukzessive weiterentwickelt. Bezogen auf den Bereich Dach-/Superfonds kommen zunehmend nachhaltige Strategien zum Einsatz. Wir planen zudem einen neuen Fonds, der das Thema Nachhaltigkeit ganz gezielt abbildet und dabei neben Aktien und Anleihen, auch nennenswert in spezialisierte Fonds mit entsprechendem Nachhaltigkeits-, SDG- oder auch Impact-Fokus investiert. Die zunehmende Anzahl nachhaltiger Strategien auch im ETF-Mantel ist eine positive Entwicklung. Wir freuen uns über jede Erweiterung des Universums für nachhaltiges Investieren durch ETFs, die solche Kriterien berücksichtigen. Für mich persönlich ist das zudem eine Herzensangelegenheit, denn ich habe mich schon seit Jahren in meinen Lehraufträgen zu Corporate Finance damit beschäftigt.

### **Konkret zur Auswahl von ETFs. Für jede Idee gibt es in der Regel unterschiedliche Anbieter. Wie gehen Sie vor mit Faktoren wie Replikation, Kosten, Handelbarkeit?**

Wir haben ein Stück weit eine Präferenz für physisch replizierende Fonds, aber wir nutzen auch synthetische ETFs, wenn sie im entsprechenden Marktumfeld oder für den jeweiligen Einsatzzweck Vorteile bieten. Das mögliche Risiko halten wir für überschaubar und beherrschbar, da die

ETF-Anbieter bei Swap-Konstruktionen nach der Finanzkrise ihre Hausaufgaben gemacht haben. Entscheidend ist der Investmenthorizont bei der Auswahl. Wenn ein ETF nur kurzfristig im Rahmen einer taktisch genutzten Opportunität zum Einsatz kommt, stehen vor allem Liquidität und Spreads im Fokus, d.h. die Frage, was der Roundtrip im Handel kostet. Da ist die Tracking Difference erst einmal weniger wichtig. Bei langfristigen Allokationen in ETFs analysieren wir die zugrundeliegende Indexkonstruktion intensiv und achten auf die Tracking Difference, die alle Kosten und Erträge abbildet. Da wollen wir möglichst nahe am Index bleiben.

### **Wie stehen Sie dann zur Wertpapierleihe, die ja Zusatzerträge bringt, aber unter Umständen zusätzliche Risiken birgt?**

Wir sind uns bewusst, dass ETFs ihre Baskets auch verleihen. Wenn wir zwei gleichartige ETFs mit vergleichbarer Wertentwicklung zur Auswahl haben, dann hat derjenige, der nicht verleiht in unserem internen Scoring einen Punkt mehr als derjenige, der verleiht. Aber das Thema bereitet uns im Management der Dachfonds derzeit keine großen Bauchschmerzen, da vor allem die Transparenz der Anbieter besser geworden ist und diese Zusatzerträge zunehmend eine geringere Rolle spielen.

### **Wie gestalten Sie das Risikomanagement? Diversifikation ist klar, aber gibt es auch aktive Steuerung der Anlageklassen?**

Bei den Dachfonds kommt es auf die jeweiligen Strategien und die entsprechende Anlagephilosophie an. Wo die Möglichkeit einer aktiven Asset-Allokation besteht, haben wir die Kasse in der Corona-Krise frühzeitig bis auf 18 Prozent erhöht, und konnten dadurch sowohl Verluste begrenzen als auch eine ordentliche Outperformance erzielen. Aber viel wichtiger ist der rechtzeitige Wiedereinstieg gewesen. Das ist die Lehre aus der Finanzkrise, nach der beim Wiedereinstieg spät reagiert wurde. Diesmal war das anders. Wir haben hier vor allem ETFs taktisch genutzt. Für einen schnellen Wiedereinstieg sind sie ideal. Wir haben zwar nicht das absolute Low erwischt, aber waren ziemlich nahe dran. Dabei haben uns unsere Risikomanagement-Tools aber auch vor allem die Erfahrung des Teams geholfen. Im nächsten Schritt gilt es nun, einige der reinen BM-ETFs wieder in attraktive, aktiv gemanagte Fonds umzuschichten. Dies aber in aller Ruhe.

### **Nun der Blick nach vorn. War es das schon?**

Das ist die Frage nach der Kristallkugel, die wir leider auch nicht haben. Diese Frage wird in unseren internen Allokationssitzungen aus allen Perspektiven laufend untersucht und intensiv diskutiert. Wir müssen bedenken, dass der Schock auf Angebot und Nachfrage dramatisch war. Deswegen erwarten wir, dass die realwirtschaftlichen Probleme sich erst nach und nach materialisieren werden. Viele Unternehmen werden ihre Forward Guidance reduzieren. Vor diesem Hintergrund sollten wir weiter mit unruhigen Märkten rechnen.



## Kolumne

# Vom Nutzen des Kapitalismus



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Wir kennen es von den Krisen der jüngeren Zeit: Wann immer die Kurse purzeln, die Konjunktur einbricht, schlägt die Stunde der Kapitalismuskritiker. Sie sehen das Ende des herrschenden Wirtschaftssystems voraus und propagieren ein völlig neues, ohne aber schon genau sagen zu können, wie dieses dann aussehen wird.

Eigentlich nichts Neues, aber in diesen Corona-Zeiten wieder besonders beliebt. Sogar der Wildtiermarkt in Wuhan, wo das Virus wohl zum ersten Mal aufgetreten ist, muss dann als Beweis für Kapitalismusversagen herhalten. Kapitalismus ist ein Kampfbegriff, um alles Schlechte in dieser Welt zu brandmarken. Meist beziehen sich die Kritiker auf Karl Marx, der die Akkumulation von Kapital zur Finanzierung der Produktion im 19. Jahrhundert analysiert hat und schon damals das unvermeidliche Ende des herrschenden Wirtschaftssystems vorausgesagt hatte. Nicht ausreichend bedacht wird, dass in dieser Zeit technischer Fortschritt die

Industrialisierung und Globalisierung vorantrieb. Das ist nicht gleichbedeutend mit Kapitalismus.

Was aber sind die Prinzipien eines kapitalistischen Wirtschaftssystems? Erstens stellt sich die Frage nach der Allokation der Ressourcen, wer entscheidet, was wie wann produziert wird und angeboten wird. Das geschieht im Kapitalismus über dezentrale Marktentscheidungen. Zweitens gehört dazu Privateigentum, das Eigenverantwortung gewährleistet. Drittens sind Kapitalmärkte nötig, um Investitionen, Produktion und Dienstleistungen zu finanzieren.

Hilfreich ist der Wettbewerb, den der Nobelpreisträger Friedrich August von Hayek als wichtiges Verfahren beschreibt „zur Entdeckung von Tatsachen...“, die ohne sein Bestehen entweder unbekannt bleiben oder doch zumindest nicht genutzt werden können.“ Der Staat sollte durch kluge Rahmenbedingungen und intelligente Regulierungen diesen offenen Prozess schützen, aber auch gefährliche Handlungen zum Schutz der Allgemeinheit ausschließen.

Es lohnt, sich daran zu erinnern, dass der einzige Versuch, eine Kommandowirtschaft mit zentralen Plänen und Staatsunternehmen zu schaffen, grandios gescheitert ist. Das führte zum Zusammenbruch der Sowjetunion. In China dagegen gelang es der kommunistischen Partei ihr Machtmonopol zu erhalten, aber die Kräfte des Kapitalismus zu nutzen, indem sie freie Märkte, Wettbewerb und

Privateigentum zuließ. Millionen wurden so aus der Armut geholt und China stieg zur zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt auf.

China zeigt auch, dass es ganz verschiedene Spielarten des Kapitalismus gibt, die sich je nach politischem System, Staatseinfluss, Umverteilung sowie Gesetzgebung unterscheiden. Auch gibt es Unterschiede ihrer Leistungs- und Anpassungsfähigkeit. Gleichwohl bauen sie alle auf den gleichen Grundprinzipien auf.

Angesichts der billionenschweren Hilfsprogramme, Staatsgarantien und Staatsbeteiligungen, sowie der extrem expansiven Geldpolitik der Notenbanken ist es zurzeit fraglich, ob der Kapitalismus ausgehöhlt und letztlich beendet wird. Ich denke nicht. Solange die Maßnahmen temporär sind und der Schuldendienst geleistet werden kann, bleiben die Grundprinzipien erhalten. Allerdings muss man diskutieren und immer wieder überprüfen, ob die Rettungspakete wirksam sind und nicht neue Krisen heraufbeschwören.

Einen wichtigen Beitrag leisten die Kapitalmärkte. Wenn sich die Staaten dort verschulden, streuen sie die Risiken, genauso wie die Firmen, die Aktien ausgeben. Ihr weltweiter Wettbewerb bietet die größten Chancen, dass Lösungen gefunden werden, um die aktuelle Krise früher oder später zu überwinden. Genau darauf setzen aktuell die weit vorausschauenden Börsen mit wieder steigenden Kursen. Auch verarbeiten die Finanzmärkte bereits neue Themen wie Nachhaltigkeit und Klimawandel und bieten den Anlegern Alternativen zu herkömmlichen Investitionen.

So gesehen hat der Kapitalismus als offenes, evolutionäres System seine Zukunft weiter vor sich. Ich darf an die Erkenntnisse des Schriftstellers Hans Magnus Enzensberger erinnern, der nicht des Marktliberalismus verdächtig ist. Nach der Finanzkrise 2008 sagte er in einem Interview: „Bisher hat sich dieses proteische Monster, das wir Kapitalismus nennen, noch jedes Mal aufgerappelt, weil es verdammt lernfähig ist und weil keine Alternative in Sicht ist.“



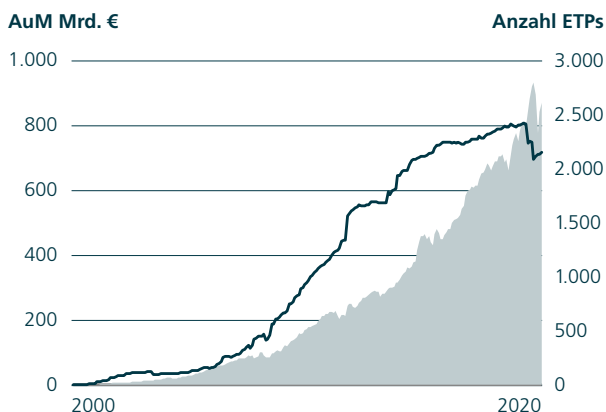
*„So gesehen hat der Kapitalismus als offenes, evolutionäres System seine Zukunft weiter vor sich.“*

# Kaufpanik im Mai

Von allen Erholungsszenarien galt das V – der tiefe Sturz und der rasche Wiederaufstieg – als das unwahrscheinlichste. Doch die fulminante Aufholjagd im April und Mai, teilweise schon mit Zügen einer Kaufpanik, ähnelte sehr diesem V. Erste Lockerungen der vielfach strikten Quarantäneregeln wirkten als Signal, dass die Pandemie über kurz oder lang überwunden werden sollte. Zu dem Optimismus trugen massive Konjunkturprogramme der Regierungen und die expansive Geldpolitik der Notenbanken bei. Das sich die Rezession der Weltwirtschaft immer deutlicher zeigte, wurde dagegen eher als temporär betrachtet. Das galt selbst für die USA, wo die Zahl der Corona-Toten die 100.000 Marke überstieg und sich die Arbeitslosenquote der 20-Prozent-Marke näherte. Auch der Tod des Afro-Amerikaners George Floyd am 25. Mai durch Polizeigewalt, der zu andauernden massiven Protesten im Lande führte, beeindruckte die Börsen wenig.

So kletterte der DAX um 6,7 Prozent und bügelte die Verluste seit Jahresbeginn fast wieder aus. MDAX und TecDAX legten sogar zweistellig zu. Die amerikanischen Technologiewerte im Nasdaq stiegen um 6,8 Prozent, während der S&P 500-Index mit 4,5 Prozent etwas hinterherhinkte. Japanische Aktien glänzten mit Gewinnen von mehr als acht Pro-

### Europäischer ETP-Markt.



■ Anzahl ■ Asset under Management

Quelle: Morningstar

### Zahlen und Fakten.

# 2.166

Im Mai gab es bei den ETPs 17 neue Titel – insgesamt stiegen die Produkte auf 2.166.

# 873,3

Für die AuM der in Europa gelisteten ETFs ergab sich ein Plus von 3,1 % auf 873,3 Mrd. Euro.

zent, während der Euro STOXX 50 sich mit 4,2 Prozent zufriedengeben musste.

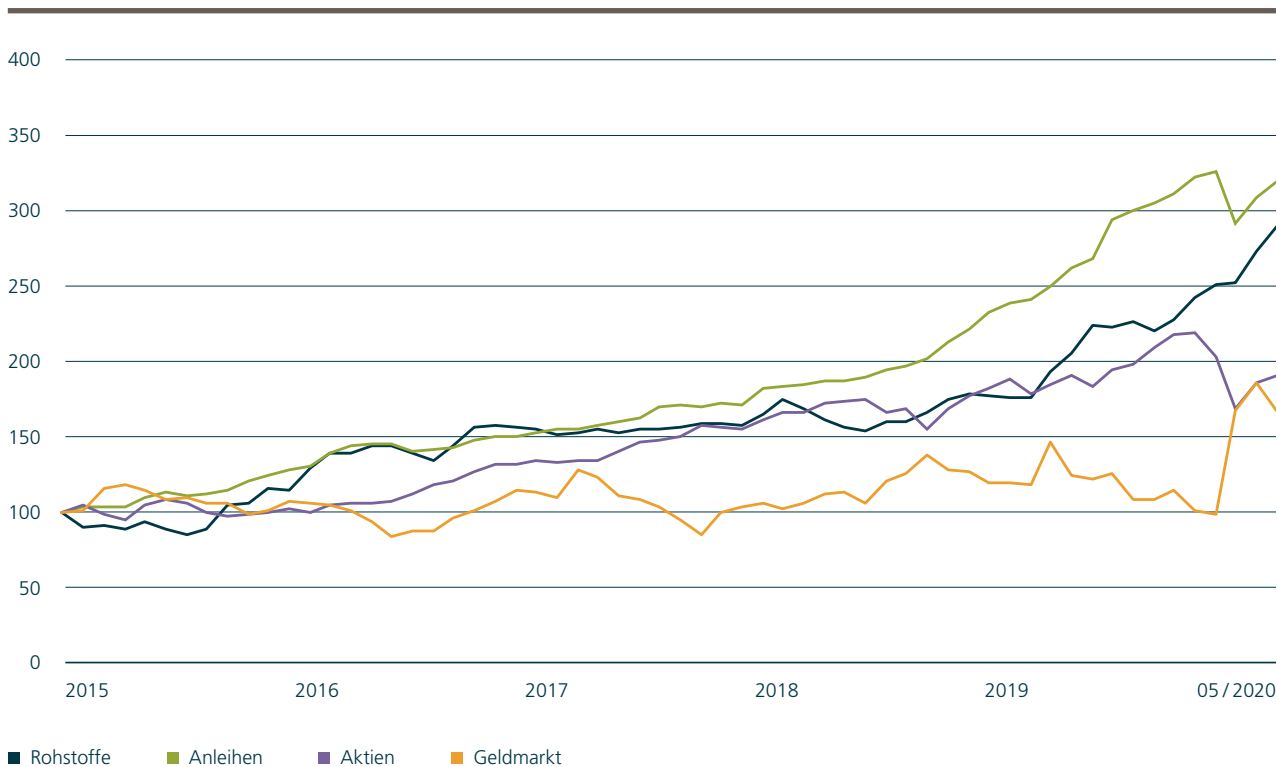
Ausreißer in diesem positiven Bild waren die Emerging Markets. Der entsprechende MSCI-Index verbesserte sich nur um 0,6 Prozent. Der chinesische Markt mit dem Shanghai Composite, der sich bisher in der Krise gut gehalten hatte, gab sogar leicht um 0,3 Prozent nach. Auch belastete die Entwicklung in Hongkong, wo Peking den Druck auf Demokratiebestrebungen verstärkte.

Der Goldpreis tat sich angesichts des neu erwachten Risikoappetits schwerer. Der kräftige Schwung aus dem April lief aus. Der Preis der Feinunze bewegte sich um 1.700 US-Dollar und markierte im Mai nur ein Plus von 2,6 Prozent. Der Ölpreis, der im März und April noch ohne Halt zu fallen schien, fing sich und legte eine Erholung von fast 40 Prozent vor.

Fonds mit Ölbezug waren, mit einem Plus von rund 30 Prozent, demnach auch die überdurchschnittlichen Gewinner bei den ETFs. Unter den Länder-ETFs ragte Vietnam heraus, dort stiegen die Kurse um 14 Prozent. Dicht auf den Fersen waren Small und Mid Caps aus Deutschland, die rund elf Prozent zulegten.

Bei den Verlierern zeigte sich die angesprochene Krise in Hongkong. Sie belastete verschiedene Indizes der Börsen in China und Hongkong. Im Durchschnitt betrug der Verlust zehn Prozent. Deutliche Abschläge gab es auch bei ETFs mit langlaufenden amerikanischen Anleihen, die um fünf Prozent nachgaben.

## Entwicklung AuM in Assetklassen in % (indexiert, rollierend 5 Jahre).



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Beim Nettomittelaufkommen stachen vor allem die Anleihen hervor. Sie konnten im Mai 6,8 Milliarden Euro einsammeln. Die Rohstoffe wurden mit 3,1 Milliarden Euro gestärkt. Bei den Aktien dagegen gab es trotz Kurs-

feuerwerk Abflüsse. Ihr Nettomittelaufkommen verringerte sich um 1,1 Milliarden Euro. Auch der Geldmarkt litt, rund 598,6 Millionen wurden abgezogen.

## Zahlen und Fakten.

90,1

Zuwachs bei den Rohstoffen – die AuM erhöhten sich so um 5,9% auf 90,1 Milliarden

526,5

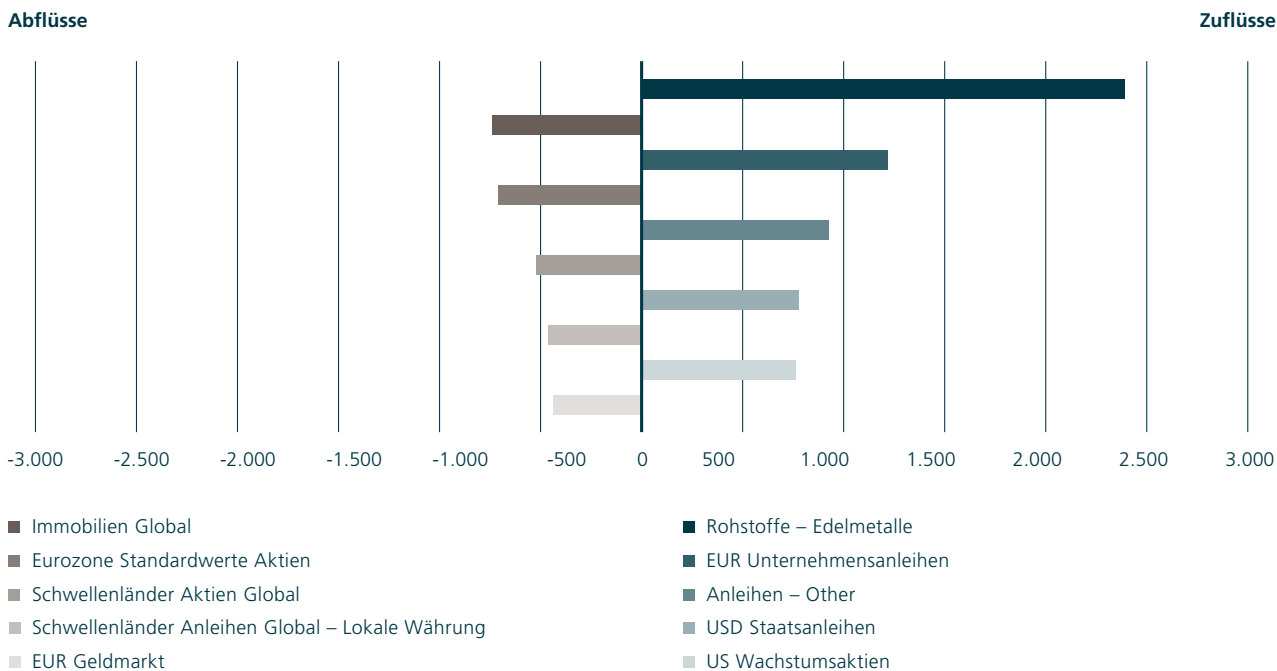
Die Aktien verbesserten sich um 2,7% auf aktuell 526,5 Milliarden Euro.

239,6

Die Anleihen performten besser. Ihr Volumen erhöhte sich um 3,6% auf 239,6 Milliarden Euro.

5,2

Der Geldmarkt wurde etwas abgeräumt – er verminderte sich um 10,6% auf 5,2 Milliarden Euro.



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Verlierer waren im Mai globale Immobilienaktien, die Nettomittel von 750,7 Millionen Euro verloren. Auch Standardaktien der Eurozone waren kaum gefragt, was deren Flows um 705,7 Millionen Euro verminderte. Globale Aktien der Schwellenländer litten ebenfalls und verminderten ihr Nettoaufkommen um 532,5 Millionen Euro. Ebenso wurden Schwellenländeranleihen in Lokalwährung abgestoßen, ein Minus von 478,2 Millionen Euro. Schließlich waren Euro-Geldmarktpapiere auf den Verkaufslisten, was ihnen einen Rückgang um 429,1 Millionen Euro bescherte.

### Nettomittelzuflüsse.

Heruntergebrochen auf einzelne Kategorien in den Anlageklassen dominierten im Mai die Edelmetalle. Sie verbuchten 2,4 Milliarden Euro Nettomittel. Gefolgt wurden sie von verschiedenen Anleihen. Euro-Unternehmensanleihen sammelten 1,2 Milliarden Euro ein, Anleihen außerhalb der großen Standardindizes 922,7 Millionen Euro und US-Dollar-Staatsanleihen 779,8 Millionen Euro. Erst danach folgte eine Aktienkategorie mit amerikanischen Wachstumstiteln, die 776,3 Millionen Euro frische Gelder attrahieren konnte.

### Marktkommentar: Aufschwung ohne Fundament?

Vor zwei Monaten wurde an den Märkten meist ängstlich gefragt: „Kommen wir je wieder aus der Krise?“ Zuletzt lautete die Frage: „Kann dieser Aufschwung noch so weitergehen?“ Zu offensichtlich sind die schlechten Konjunkturdaten, vor allem in den USA. Aber auch China, das die Pandemie weitgehend überwunden zu haben scheint, liefert noch keine hoffnungsvollen Zahlen. Auch wenn die Börsen immer weit vorausblicken und nach Einschätzung vieler Analysten eine deutliche Erholung der Wirt-

schaft im zweiten Halbjahr ins Auge fassen, muss man vorerst mit kräftigen Rückschlägen rechnen. Die kamen schneller als erwartet. Als die Fed in der zweiten Juni-Woche eine äußerst negative Konjunktüreinschätzung lieferte, wurde Investoren klar: Die konjunkturelle Erholung könnte deutlich länger dauern als bisher erhofft.

*„Kann dieser Aufschwung noch so weitergehen?“*





Makro Research

# Rezession – Haken dran!



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Mit dem Coronavirus geriet die Weltwirtschaft blitzartig in eine historisch tiefe Rezession. Und das gewissermaßen „angeordnet“ durch die Lockdown-Maßnahmen, über alle Regionen der Welt. Das war schon lange fühlbar und unstrittig, bevor die realwirtschaftlichen Daten der amtlichen Statistik dies belegen konnten. Haken dran. Die tatsächlichen Daten zur Tiefe des wirtschaftlichen Einbruchs sind jetzt eigentlich schon nicht mehr interessant. Ob das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um einen Prozentpunkt mehr oder weniger schrumpft, ist für die Finanzmärkte quasi irrelevant geworden. Das liegt daran, dass zur Bewältigung der Corona-Krise seitens der Geld- und Finanzpolitik unglaublich viel Geld in die Hand genommen wird. Das Ausmaß mag bei der Krise wie bei den Unterstützungsmaßnahmen größer werden als prognostiziert, entscheidend ist aber die Geschichte, die für die kommenden Monate erzählt und an den Märkten gespielt wird.

Diese Geschichte lautet: In den Industrieländern ist das Coronavirus zurückgedrängt. Die Beschränkungen werden sukzessive gelockert. Die Volkswirtschaften werden wieder hochgefahren. Die Geld- und Finanzpolitik unterstützen tatkräftig den Wiederaufbau. Von Seiten der Konjunktur und der Unternehmen werden im zweiten Halbjahr bessere Nachrichten kommen. Es geht also aufwärts,

die Erholung ist auf einem guten Weg. Fazit: Auch die Corona-Krise dauert nicht ewig, an die überwundene Rezession kommt ein Haken dran.

Doch dieser Haken ist längst nicht mit so sicherer Hand gesetzt, wie es die nahezu ungestörte Aufwärtsentwicklung der Aktienmärkte im April und Mai suggeriert. Es ist noch bei weitem nicht alles gut. Die wichtigsten Unsicherheitsfaktoren lauten: Die Ausbreitung des Coronavirus verläuft in den Schwellenländern derzeit viel dramatischer als es zu Beginn der Krise in den Industrieländern der Fall war. Und die Volkswirtschaften fahren nach dem verordneten Stillstand viel langsamer wieder hoch als erwartet, begleitet von einer sehr zähen Nachfrageentwicklung. US-Präsident Trump hat innenpolitische Schwierigkeiten, die er zur Stärkung seiner Wiederwahlchancen durch handelspolitische Härte gegen China und gegebenenfalls Europa kompensieren will. Die Verhandlungen zwischen den Briten und der Europäischen Union laufen wenig konstruktiv, und die Wahrscheinlichkeit steigt, dass der Brexit zum Jahreswechsel doch noch ohne Vertrag erfolgen wird.

Selbstredend werden an den Börsen die zukünftigen Gewinne der Unternehmen gehandelt. Jedoch legt das Tempo und Ausmaß der Aktienmarkterholung – der Deutsche Aktienindex DAX hat bis Anfang Juni etwa drei Viertel seiner erheblichen Einbußen zwischen Mitte Februar und Mitte März aufgeholt – eine Konsolidierung im Sommer nahe. Erst wird ob der genannten Unsicherheiten noch einmal durchgeatmet, bevor sich dann das konjunkturelle Erholungsszenario schlussendlich durchsetzt und der Haken an die soliden Aktienmarktperspektiven mit sicherer Hand gemacht werden kann.

## Coronavirus Update

Gemeinsam durch diese Zeit – was jetzt für Sie und Ihr Geld wichtig ist.

→ [Mehr unter deka.de](https://www.deka.de)



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Euroland: Bruttoinlandsprodukt 2020 bzw. 2021: -8,6 % bzw. 7,5 % (bisher: -8,5 % bzw. 6,9 %).
- USA: Bruttoinlandsprodukt 2020 bzw. 2021: -4,9 % bzw. 5,2 % (bisher: -5,1 % bzw. 5,5 %); Inflation 2020 bzw. 2021: 0,7 % bzw. 1,4 % (bisher: 1,0 % bzw. 2,0 %).
- Leichte Aufwärtsrevision der Prognosen für die Bund-Renditen.
- DAX: Leichte Abwärtsrevision auf 3-Monatssicht, Aufwärtsrevision auf 6- und 12-Monatssicht.
- Gold/Rohöl: Jeweils Aufwärtsrevision der 3-Monatsprognose.
- Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für eine Vielzahl von Emerging Markets-Volkswirtschaften.

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland

Im Vergleich zu den meisten anderen Eurozonen-Volkswirtschaften kam Deutschland vergleichsweise glimpflich durch das erste Quartal. Das Bruttoinlandsprodukt sank „nur“ um 2,2 % im Vergleich zum Vorquartal. Im April dürfte der konjunkturelle Tiefpunkt der Corona-Rezession durchschritten worden sein. Mit den zunehmenden Lockerungen lebt die Wirtschaft allmählich auf. Doch die Erholung gestaltete sich im Mai noch verhalten. Insbesondere in der Industrie scheint es noch nicht rund zu laufen. Insgesamt rechnen wir für das zweite Quartal mit einer gewaltigen Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts im zweistelligen Bereich. Vom Konjunkturpaket der Bundesregierung werden im weiteren Jahresverlauf stützende Impulse ausgehen.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2020 bzw. 2021: -7,3 % bzw. 7,5 % (bisher: -6,4 % bzw. 6,0 %); Inflation 2020: 0,8 % (bisher: 1,1 %).

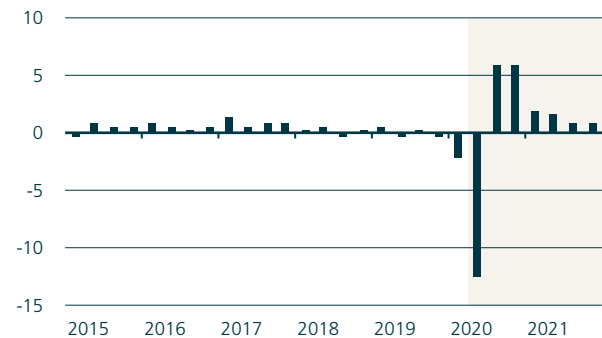
### Euroland

Im ersten Quartal hat das Euroland-Bruttoinlandsprodukt mit einer Schrumpfung um 3,8 % im Vergleich zum Vorquartal einen Negativrekord aufgestellt. Es scheint so, als ob die Corona-Krise hierzulande den Arbeitsmarkt nicht erreicht hätte. Das ist letztlich aber nur auf aktuelle statistische Erfassungsprobleme zurückzuführen. Bei der Inflationsrate tritt die Rezession dagegen klar zutage: Im April war die Inflationsrate für Euroland auf 0,3 % gefallen, und im Mai lag sie laut vorläufiger Schätzung sogar bei 0,1 %, dem niedrigsten Wert seit Sommer 2016. Dies ist vor allem auf den starken Energiepreisverfall zurückzuführen. Denn die um die Energiepreiskomponente bereinigte Rate liegt derzeit bei 1,4 % und damit sogar etwas höher als am Jahresanfang.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2020 bzw. 2021: -8,6 % bzw. 7,5 % (bisher: -8,5 % bzw. 6,9 %); Inflation 2020: 0,5 % (bisher 0,6 %).

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

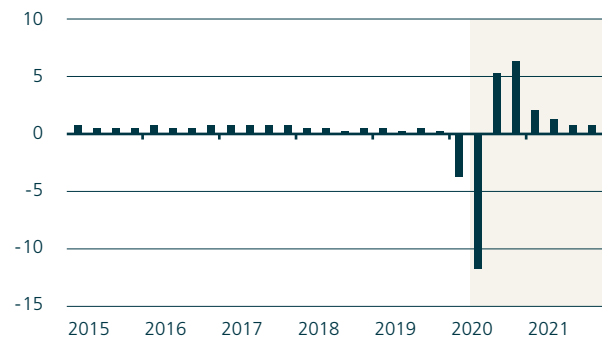
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA

Die inoffiziellen Daten zur monatlichen Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts zeigen, dass die US-Wirtschaft im April erheblich geschrumpft ist. Der Rückgang um gut 11 % gegenüber dem Vormonat war aber im Ausmaß geringer als zwischenzeitlich von uns prognostiziert. Zudem fiel auch der Arbeitsmarktbericht für Mai deutlich besser aus als erwartet. Insgesamt bestätigt sich das Bild, dass die US-Wirtschaft im April den Tiefpunkt erreicht hat und seither wieder wächst. Politisch wird über ein weiteres – aus unserer Sicht durchaus noch notwendiges – Hilfsprogramm diskutiert. Die Preise sind im April überraschend deutlich gesunken.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2020 bzw. 2021: -4,9 % bzw. 5,2 % (bisher: -5,1 % bzw. 5,5 %); Inflation 2020 bzw. 2021: 0,7 % bzw. 1,4 % (bisher: 1,0 % bzw. 2,0 %).

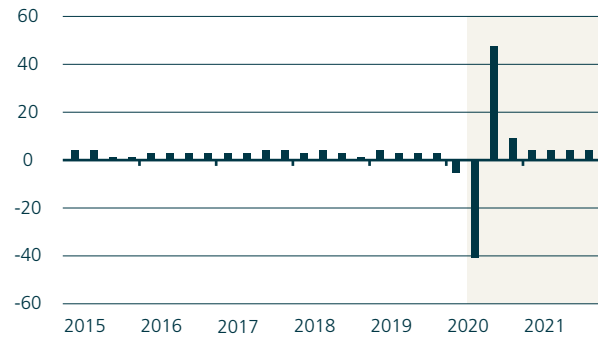
## Märkte Industrieländer.

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Die Aufstockung des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) auf 1.350 Mrd. Euro sowie die vermutlich sehr hohe Nachfrage beim nächsten Langfristtender aus dem Programm TLTRO-III werden die Überschussreserven im Bankensystem weiter ansteigen lassen. Dies hält die EONIA-Sätze in geringem Abstand zum EZB-Einlagensatz. Mit einer erneuten Senkung dieses unteren Eckzinses rechnen wir aber nach wie vor nicht, da einige Ratsmitglieder einen solchen Schritt gerade zum jetzigen Zeitpunkt als riskant ansehen. Spreads der EURIBOR-Sätze gegenüber den laufzeitkongruenten EONIA-Swaps haben sich mittlerweile ein Stück weit eingeeengt. Vor allem die etwas längerfristigen EURIBOR-Sätze sind aber immer noch höher, als es die Aussicht auf für lange Zeit unveränderte Leitzinsen rechtfertigen würde. Durch die tendenziell nachlassenden Risiken für das europäische Bankensystem und die sehr reichliche Liquiditätsversorgung sollten diese Störungen am Geldmarkt weiter abnehmen, insbesondere die längerfristigen EURIBOR-Sätze also etwas sinken.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

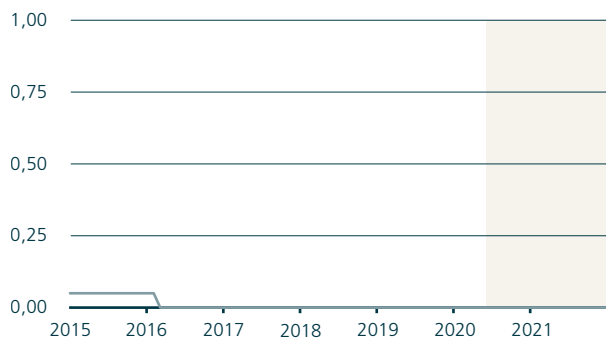
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

## Hauptrefinanzierungssatz.

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

## Rentenmarkt Euroland.

Hoffnungen auf eine rasche wirtschaftliche Erholung und die Aussicht auf stark steigende Neuemissionen schlagen sich in höheren Renditen insbesondere langlaufender Bundesanleihen nieder. Auch der von der EU-Kommission vorgeschlagene Wiederaufbaufonds, der die finanziellen Risiken in den schwächeren Mitgliedsländern begrenzen soll, stellt für Bundesanleihen eine Belastung dar. Dennoch sollte sich der Anstieg der Renditen nur noch mit geringem Tempo fortsetzen. Die Konjunkturdaten der kommenden Monate dürften zeigen, dass die wirtschaftliche Erholung mit erheblichen Widerständen zu kämpfen hat, und auch die Verhandlungen über den Wiederaufbaufonds dürften nicht reibungslos verlaufen. Zudem will die EZB mit ihrem gerade erst aufgestockten Wertpapierkaufprogramm PEPP zu stark steigenden Finanzierungskosten entgegenwirken.

**Prognoserevision:** Etwas höhere Renditeverläufe in allen Laufzeitbereichen.

## Devisenmarkt: EUR – USD.

Der EUR-USD-Wechselkurs begann und beendete den vergangenen Monat mit einem Wert von 1,10. Im Monatsverlauf ist der Euro etwas unter Druck gekommen und hat bis auf 1,07 EUR-USD abgewertet. Die Nachrichten aus Europa waren gemischt. Auf der einen Seite verfestigt sich der schlechte Konjunkturausblick für das zweite Quartal. Nach einem Rekorderinbruch der Wirtschaft in Euroland im ersten Quartal dürfte das laufende Quartal noch wesentlich schlechter werden. Auf der anderen Seite gibt es aber Anzeichen, dass der Euroraum dabei ist, die Talsohle zu durchschreiten und im dritten Quartal die Corona-Rezession beendet haben wird. Auch die US-Daten geben dem EUR-USD-Wechselkurs keinen klaren Trend. Die USA durchleben wie der Euroraum die schwerste wirtschaftliche Krise seit dem 2. Weltkrieg.

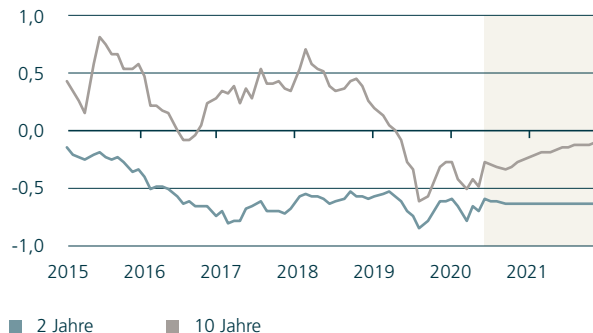
## Aktienmarkt Deutschland.

Dank niedriger Neuinfektionszahlen und einer zügigen Lockerung der Restriktionsmaßnahmen in Deutschland verfestigt sich die Perspektive für eine wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte. Diese wird vor allem in Deutschland durch die angedachten umfassenden Fiskalmaßnahmen unterstützt, die helfen werden, die durch Corona erlittenen Einbußen abzufedern. Vor diesem Hintergrund ist die Richtung der Aktienmarktbeziehung nachvollziehbar. Deren Geschwindigkeit und Ausmaß entkoppeln sich aber derzeit vom fundamentalen Trend. Die zuletzt berichteten Einkaufsmanagerindizes signalisieren ebenfalls, dass die Erholung der Wirtschaft und der Unternehmensgewinne nicht so schnell und geradlinig vonstattengehen wird, wie es die Aktienkurse im Mai vorweggenommen haben. Kurzfristig besteht somit Konsolidierungsbedarf. Mittelfristig haben sich die Perspektiven aber leicht aufgehellt.

**Prognoserevision:** Leichte Abwärtsrevision auf 3-Monatsicht, Aufwärtsrevision auf 6- und 12-Monatsicht.

## Bundesanleihen: Renditen.

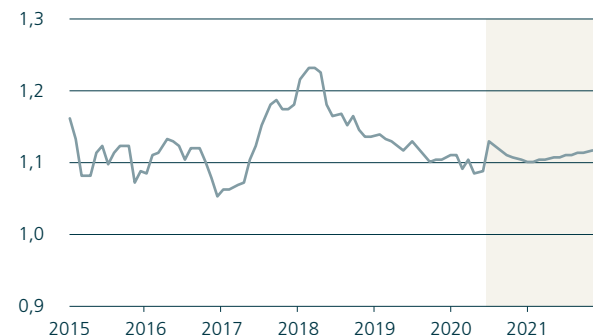
in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	05.06.2020	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	12.847,68	10.500	12.000	12.500
<b>EuroStoxx50</b>	3.384,29	3.000	3.200	3.300
<b>S&amp;P 500</b>	3.193,93	2.800	2.850	3.000
<b>Topix</b>	1.612,48	1.500	1.450	1.550

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Europäische Unternehmen nutzen im Rekordtempo die wieder günstigen Konditionen, um sich am Kapitalmarkt mit liquiden Mitteln zu versorgen. Neben den großen Kaufprogrammen der EZB sind auch Investoren sehr begierig, an den Zeichnungen teilzunehmen, sodass die meisten Neuemissionen vielfach überzeichnet sind und oftmals ohne zusätzliche Prämie platziert werden können. Der Sekundärmarkt hatte anfangs deutlich unter der Neuemissionsflut gelitten, doch inzwischen sind auch hier die Risikoaufschläge wieder spürbar rückläufig. Allerdings ist der Markt weiterhin noch recht illiquide, sodass sich der Handel momentan hauptsächlich auf neue Anleihen konzentriert. Die sehr schwachen Geschäftsergebnisse zum ersten Quartal haben sich zuletzt kaum noch negativ auf die Spreads ausgewirkt.

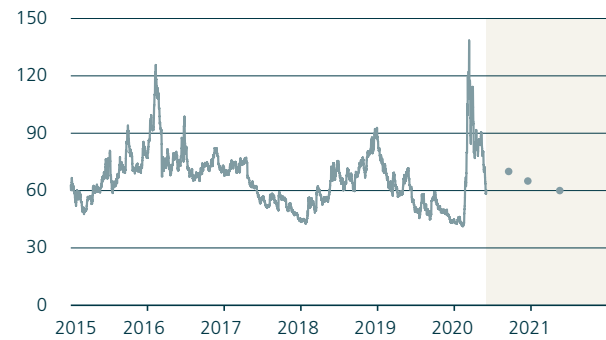
## Emerging Markets.

### Märkte.

Schwelmländeranlagen haben sich im Zuge der guten Stimmung an den internationalen Kapitalmärkten deutlich erholen können. Geholfen haben dabei der Rückgang der Ansteckungszahlen in den Industrieländern sowie die umfangreichen geld- und fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen. Die Märkte nehmen die konjunkturelle Erholung vorweg, die aber außer in China noch kaum zu erkennen ist. Die wirtschaftlichen Schäden in Form von Unternehmensinsolvenzen, dauerhaft hoher Arbeitslosigkeit und geschwächten Staatsfinanzen sind schwer abschätzbar, doch sie dürften erheblich sein. Vor diesem Hintergrund hat das Potenzial für Rückschläge nach dieser schnellen Aufwärtsbewegung zugenommen. Ein guter Teil der Kursgewinne dürfte technisch getrieben gewesen sein, weil Investoren bestrebt waren, in einem steigenden Markt Untergewichtungen abzubauen. Insbesondere in Teilen Afrikas bleibt die Gefahr bestehen, dass die Staatsschulden restrukturiert werden müssen. Argentinien und der Libanon haben den Schuldendienst bereits eingestellt. In der Türkei ist die Stabilisierung der Lira teuer durch den Einsatz von Währungsreserven erkaufte.

## iTraxx Europe.

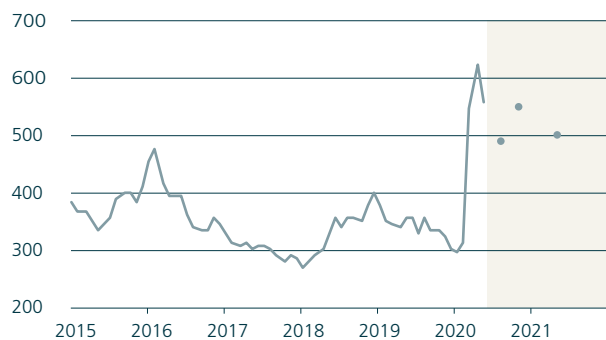
### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## EMBIG Diversified-Spread.

### Basispunkte



Quelle: J.P. Morgan, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien überarbeitet und im Zuge dessen die Eintrittswahrscheinlichkeit des Positivszenarios zulasten des Negativszenarios angehoben.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 70 %)

- Folgen der Coronavirus-Ausbreitung erzeugen in der ersten Jahreshälfte 2020 einen historisch tiefen globalen Wirtschaftseinbruch; Lockerungsmaßnahmen bringen in der zweiten Jahreshälfte 2020 Erholung mit kleinen zwischenzeitlichen Rücksetzern.
- Weltwirtschaft knüpft 2021 an die Wachstumstrends vor der Corona-Krise an. Ansätze zur Deglobalisierung und Nationalisierung verändern in begrenztem Umfang die Strukturen.
- **Euroland:** Privater Konsum ist nach kurzzeitigem coronabedingtem Einbruch zentrale Wachstumstütze in ansonsten schwachem Wachstumsumfeld. Geplanter EU-Wiederaufbaufonds stützt krisengeschüttelte südeuropäische Staaten. Themen wie Handelsstreit mit USA, gestiegene Staatsverschuldung, Brexit und technologischer Strukturwandel lassen konjunkturellen Ausblick allerdings nur verhalten positiv erscheinen.
- **Vereinigtes Königreich (UK):** Corona-Krise erschwert Brexit-Verhandlungen und macht Terminverschiebung bzw. No-Deal-Brexit immer wahrscheinlicher. Anhaltende Unsicherheit sowie zu erwartende Handelsbarrieren dämpfen Wachstumspotenzial für UK.
- **USA:** Arbeitsmarkt leidet massiv unter Corona-Folgen. Geld- und Finanzpolitik unterstützen Wirtschaft und Märkte auf dem Weg aus der Corona-Krise. Innenpolitische Spannungen bleiben ohne größere wirtschaftliche Auswirkungen.
- **Inflation:** Inflationsraten erhalten Dämpfer durch Corona-Einbruch. Deflationsdebatte ist nicht ausgeschlossen. Ab 2021 wieder Annäherung an Inflationsziele.
- **Geldpolitik:** Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und nutzen verbleibende Mittel zur geldpolitischen Lockerung, um Konjunktur zu stützen.
- **Finanzmärkte:** Aktienmärkte haken nach kurzzeitiger schärferer Korrektur die Corona-Krise weitgehend ab. An den Rentenmärkten weitere Verringerung der Risikoprämien, dadurch positive Gesamtertragserwartungen.
- **Nullzinszeit:** Extremes Niedrigzinsumfeld wird zum neuen Normalzustand. Dies wird durch die Corona-Krise nochmals verstärkt. Kaufkraftherhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch bei Wertpapieren, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Reinfektionswelle wird zu langanhaltender globaler Pandemie mit wiederkehrenden großflächigen verordneten Stillständen. Globale Produktionsketten werden nachhaltig gestört. Vertrauensverlust führt zu Abwärts Spirale an den Finanzmärkten.
- Massive Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China mit negativen Ausstrahleffekten auf die Weltwirtschaft.
- Globale Ausbreitung von Protektionismus und Nationalismus reduziert den Grad der internationalen Arbeitsteilung in spürbar wachstumsbremsender Form.
- Stark steigende Staatsverschuldung löst globale bzw. regionale Schuldenkrisen aus. Hieraus könnte eine umfassende Emerging Markets-Finanzkrise entstehen. In Euroland könnte die Stabilität der Währungsunion wieder infrage gestellt werden.
- Dauerhafte Wachstumsabschwächung in China.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Corona-Pandemie ebbt schnell ab. Bremsspuren bei Konjunktur und Finanzmärkten verlieren sich innerhalb weniger Wochen.
- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz hoher Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank Verschuldungsabbau schreitet Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu spürbaren Aktienkursanstiegen. Dies hätte insbesondere positive Auswirkungen auf die Investitionsdynamik.
- Reformprozess in Euroland stabilisiert Finanzsektoren der Krisenländer und setzt damit stärkere Wachstumspotenziale frei.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit positiver Sogwirkung für globale Wirtschaft.

#### **Disclaimer.**

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und/oder Steuer-) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Die Einschätzung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.



#### **Deka Investment GmbH**

Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt

Postanschrift:  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 652  
Telefax: (0 69) 71 47 - 11 43  
E-Mail: [service@deka.de](mailto:service@deka.de)  
[www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)