

# ETF-Newsletter Wertarbeit Rücksetzer mit Aufwärtspotenzial

Dezember 2021

Neue Perspektiven für mein Geld.

**Deka**  
Investments

## Sehr geehrte Anleger\*innen,

der Monat November war gekennzeichnet von deutlichen Marktkorrekturen. Die Ursachen lagen im Pandemiegeschehen mit dem Auftreten der Omikron-Virusvariante sowie der hohen Inflation. Diese Marktentwicklung thematisieren wir in unserem Newsletter aus verschiedenen Blickwinkeln. Während der ETF-Monitor die rote Monatsbilanz nachzeichnet, richtet unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann den Blick auf die bislang positive Jahresbilanz. Vor diesem Hintergrund werden die November-Rücksetzer zu normalen Schwankungen, die im Jahresverlauf kaum ins Gewicht fallen. Viele Standardindizes können bis jetzt eine deutlich positive Jahresbilanz vorweisen, noch besser sieht es bei vielen Themen-ETFs aus. So konnte z.B. der Deka MSCI USA Climate Change ESG ETF im laufenden Jahr ein Plus von 37% verzeichnen. Ein gutes Jahr nach seiner Auflage bringt er es auf ein Fondsvolumen von mehr als einer Milliarde Euro – ein Beleg für das große Momentum des Nachhaltigkeitsthemas.

In seinem Makro Research blickt Dr. Ulrich Kater verhalten optimistisch in die Zukunft. Trotz der zu erwartenden Schritte der US-Notenbank Fed zum Zurückfahren ihrer Anleihekäufe sowie einer voraussichtlichen Leitzinserhöhung in 2022, rechnet er mit einer deutlich langsameren Anpassung der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank EZB. Mit einer Leitzinserhöhung rechnet er erst 2025. Damit bleiben Aktien für renditeorientierte Anleger weiterhin ein wichtiges Instrument. Das etwas niedrigere Bewertungsniveau an den Aktienmärkten bietet ein passendes Umfeld.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH



## Interview

# „Die Präferenz der Kunden entscheidet“

**Die MEAG – MUNICH ERGO Asset Management GmbH ist mit rund 340 Milliarden Euro verwaltetem Vermögen eine der großen Anlagegesellschaften der Welt. Anna Podoprigora, Portfolio-Managerin Multi-Asset, erläutert, welche Rolle ETFs für ihre Investments spielen.**

**Die MEAG ist für alle Kapitalanlagen der Munich Re zuständig. Arbeiten Sie nur für interne Kunden, also die Rück- und die Erst-Versicherung? Oder auch für externe Kunden?**

Der größte Teil unserer Assets unter Management entfällt auf die Konzernkunden. Aber wir haben auch externe Kunden, sowohl institutionelle als auch private. Das sind üblicherweise Kirchen, Versorgungswerke, kleinere Pensionskassen, Stiftungen. Die Privatkunden werden überwiegend durch Fondslösungen bedient, die jeder kaufen kann. Dafür haben wir ein breites Angebot parat, mit Anleihen, Aktien und Multi-Asset-Produkten.

**Sie sind Portfoliomanagerin für Multi-Assets. Was gehört alles dazu?**

Wir kümmern uns vorrangig um die Gelder von Drittkunden. Wir betreuen institutionelle und Retailportfolios. Die sind global aufgestellt, umfassen also Regionen wie Europa, die USA, Asien und die Emerging Markets.

**Welche Anlageklassen verwenden Sie?**

Es gilt der Grundsatz, dass die Assets liquide sein müssen, also an den Börsen gehandelt werden. Denn unsere Fonds sollen den Kunden tägliche Liquidität gewährleisten. Beigemischt sind auch Produkte mit mindestens einwöchiger Liquidität. Das können wir gut managen, um die Anforderungen zu erfüllen. Auf der Anleihe Seite geht es vorrangig

um klassische Staats- und Unternehmensanleihen, also Produkte mit hohem Investment-Grade. Aber wir nutzen auch High-Yield-Unternehmensanleihen sowie Nachranganleihen von Banken. Zudem setzen wir begrenzt auf Rohstoffe. Die kommen zum Beispiel in unseren Ergo Vermögensmanagement-Fonds zum Einsatz, in Form von Total-Return-Swaps, ETCs oder breiten ETF-Körben.

**Wie gehen Sie mit den Niedrigzinsen um? Als Kapitalmanager für Versicherungen müssen Sie ja risikoavers agieren, können also nur begrenzt auf Aktien setzen.**

Ja, das ist für unsere internen Kunden die Anforderung. Aber für unsere externen Kunden, die ich betreue, gilt das nicht. Dort bieten wir unterschiedliche Risikoprofile, von konservativ, über ausgewogen hin zu dynamischen und wachstumsorientierten Lösungen. Da entscheidet die Präferenz der Kunden. Die können sich für höhere Aktienanteile entscheiden als eine Versicherung.

**Gibt es dann eine übergreifende Anlagephilosophie?**

Die ist schon recht konservativ. Wir sind als Haus ja eher Anleihen-orientiert. Entsprechend haben wir ein sehr großes Fixed-Income-Research mit Spezialisten für Kreditrisiken, die sehr in die Tiefe gehen können. Damit können wir auch in diesem Bereich etwas risikobereiter als üblich agieren und zusätzliche Renditen erwirtschaften.

## **Damit sind wir schon bei den Instrumenten. Welche setzen Sie vorwiegend ein? Direktinvestments oder Fondslösungen?**

Bei den Bonds dominieren Direktinvestments. Die können unsere Spezialisten gut selektieren. Auch bei den Aktien nutzen wir Einzellösungen, wenn wir die mit entsprechendem Research abdecken können. Dort wo uns die Expertise fehlt, wo es sich auch nicht lohnt, dafür eigene Teams aufzubauen, oder wenn es sich um Beimischungen handelt, setzen wir auf Fondslösungen. Überwiegend sind das ETFs.

## **Können Sie den Einsatz von ETFs noch näher erläutern? Wie agieren Sie aktuell?**

Zurzeit sind das Märkte wie die USA, Schwellenländer oder auch japanische Aktien, die wir mit ETFs spielen. Das gilt auch für spezielle Themen. Wenn wir, wie jetzt, bullisch auf Banken sind, können wir sogar mit ETFs das Thema Nachranganleihen abbilden. Die mischen wir mit zwei Prozent bei. Ähnlich ist es im High-Yield-Bereich. So etwas können wir mit ETFs äußerst effizient steuern. In der Coronakrise im vergangenen Jahr haben wir erlebt, dass man aus Einzelinvestments mit Hochzinsanleihen nicht mehr rauskam. ETFs wurden jedoch noch gehandelt, wenn auch mit Risikoabschlägen. Wir haben uns deshalb dazu entschlossen, im Bondsegment immer zu einem gewissen Grad ETFs zu halten, weil wir damit die Investitionsquoten sehr gut steuern können.

## **Wie wählen Sie die ETFs aus? Es gibt ja für einzelne Märkte und Sektoren in der Regel verschiedene Anbieter und unterschiedliche Replikationsmethoden.**

Natürlich schauen wir auf die Replikation, aber nicht dogmatisch. Es geht immer um mögliche Kontrahentenrisiken, die es bei physischen Produkten mit der Wertpapierleihe und bei synthetischen Fonds mit den Swap-Partnern geben könnte. Natürlich ist das Thema Kosten wichtig. Wir schauen auf die Gesamtkostenquote, aber auch auf die Tracking Difference, die ja letztlich alle Kosten enthält. Da kann es durchaus sein, dass ein synthetisches Produkt Vorteile bietet. Das ist zum Beispiel beim S&P 500 der Fall, weil wir im synthetischen Produkt die Quellensteuer auf Dividendenerträge umgehen können. Generell gilt: Je exotischer die Märkte sind, desto mehr müssen wir uns mit ihnen im Detail auseinandersetzen. Als Auswahlkriterien spielt dazu das Volumen eine Rolle, das ein Hinweis auf die Liquidität ist. Im Handel berücksichtigen wir die Spreads und die Abwicklungsgeschwindigkeit, die bei ETFs erfreulich hoch ist.

## **Wie halten Sie es mit der Nachhaltigkeit? Spiegelt sich die schon im Produktangebot wider?**

Bei Nachhaltigkeit hat sich in diesem Jahr einiges getan. Wir haben fünf unserer Fonds auf Nachhaltigkeit umgestellt, darunter vier aus meinem Multi-Asset-Team. Wir nutzen dazu die üblichen Ausschlusskriterien, aber schauen auch genau auf Einzelinvestments. Jeder Analyst redet

dazu noch einmal mit den Unternehmen und versucht, Nachhaltigkeitsrisiken zu identifizieren. Jede Empfehlung unserer Analysten enthält somit auch die Nachhaltigkeitsaspekte. Wir haben uns jetzt für das FNG-Siegel beworben und würden dann Produkte mit entsprechenden Nachhaltigkeits-ETFs anbieten.

## **Greifen Sie auch zu Strategie-ETFs, auch als Smart Beta bekannt?**

Das haben wir in der Vergangenheit gemacht und werden es auch zukünftig tun. Entscheidend ist dafür die Investmenteinschätzung. Wenn unser Research der Meinung ist, dass Low Volatility besser als der Gesamtmarkt läuft, kaufen wir auch einen entsprechenden Faktor-ETF ins Portfolio.

*„Im vergangenen Jahr gab es noch einen Nachholbedarf beim Thema Nachhaltigkeit. Der ist aber in allen großen Märkten mittlerweile gedeckt.“*

## **Wie gestalten Sie das Risikomanagement? Passen Sie die Investitionsquoten an? Sichern Sie die Portfolios ab?**

Unsere Präferenz liegt auf Absicherungsgeschäften mit Derivaten, vor allem bei Aktienengagements und zur Durationssteuerung. Wo möglich nutzen wir für die unterschiedlichen Märkte Futures. Auf der Währungsseite steuern wir das Exposure durch Devisentermingeschäfte. Die Investments direkt anzupassen, wird nach unserer Erfahrung nicht als effizient und ziemlich kostspielig betrachtet.

## **Wie sind Sie dann mit Ihren Multi-Asset-Produkten über die teilweise sehr bewegte Pandemiezeit hinweggekommen?**

Im Großen und Ganzen sehr gut. Wir haben flexibel reagiert, waren schnell draußen, haben aber ebenso schnell wieder Risiko aufgebaut, wenn die Märkte drehten. Für mich selbst war es ein sehr erfreuliches Jahr. Denn der Global-Balance-Fonds, den ich manage, konnte im vergangenen Jahr zwischen fünf und zehn Prozent zulegen. Er wurde damals sogar mit fünf Sternen belohnt.

## **Was fehlt Ihnen noch im ETF-Angebot?**

Im vergangenen Jahr gab es noch einen Nachholbedarf beim Thema Nachhaltigkeit. Der ist aber in allen großen Märkten mittlerweile gedeckt. Es gibt vielleicht noch Anleihelücken in den Bereichen Banken, Versicherungen und IT, aber die würde ich nach meiner Überzeugung ohnehin besser mit aktivem Management füllen.



## Kolumne

# Die resiliente Börse



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

„Dann auf Wiedersehen bis zum nächsten Jahr.“ So verabschiedete sich die Ärztin, die mir die dritte Impfung gegen Covid-19 verabreicht hatte. In der Tat, vielleicht müssen wir uns künftig jedes Jahr re-immunisieren lassen, ähnlich wie das bereits zum Gripeschutz praktiziert wird.

Zugestanden, auch wer nicht unmittelbar von der Pandemie betroffen ist, ist mindestens genervt. Zum Teil haben wir uns auch daran gewöhnt, können mit Masken, Abstand und Impfungen umgehen. Das gilt in finanzieller Hinsicht auch für die meisten Investor\*innen. So scheint sich die Börse an die Pandemie gewöhnt zu haben und hat gelernt, mit ihr zu leben. Natürlich gab es in diesem Börsenjahr Korrekturen, die uns als heftig in Erinnerung sind. Auslöser waren zum einen neue Virus-Mutationen, Delta und Omikron, die mit neuen Restriktionen bekämpft werden müssen und Ängste in Hinblick auf die Wirtschaftserholung auslösten. Zum anderen war es die Inflationsentwicklung, die schneller als bisher erwartet, eine Zinskorrektur nach sich ziehen könnte.

Doch betrachtet man diese Korrekturen mit Abstand, dann fallen sie im Jahresergebnis kaum ins Gewicht. Sie blieben im Rahmen von rund fünf Prozent. Aus Sicht der Börsenhistorie sind das nur ganz normale Schwankungen im Kursverlauf. Die Gründe für diese Resilienz der Aktien liegt nach meiner Einschätzung vor allem in der Notenbankpolitik begründet. Angesichts von Minizinsen blieb vielen Anleger\*innen trotz Risiken nicht viel anderes übrig, als auf Aktien zu setzen, wenn sie noch Renditen erzielen wollten. So blühte selbst in Deutschland, das für seine Aktienmuffel bekannt ist, die Aktienkultur auf. Positiv dabei: Anders als in der Zeit des Neuen Marktes dominierten keine heißen Spekulationen, sondern solide Aktiensparpläne mit langfristigem Horizont. Nachgefragt wurden vor allem ETFs, die zum Massenprodukt geworden sind.

Die börsengehandelten Indexfonds konnten 2021 wieder ein Rekordjahr feiern. Bis Ende November stiegen die Assets under Management (AuM) um rund 30 Prozent. Am beliebtesten für die Sparpläne waren die MSCI World-ETFs. Anleger wurden mit Kursgewinnen von rund 15 Prozent belohnt. Aber auch wer mit dem Euro STOXX 50 auf Euroland setzte, konnte mit 14 Prozent zufrieden sein. Dagegen sah der DAX, der im Oktober auf 40 Werte erweitert wurde, mit zehn Prozent eher bescheiden aus. Überflieger waren die Technologieaktien. ETFs auf den Nasdaq Composite oder den TecDAX punkteten mit rund 20 Prozent Gewinn.

Da der ETF-Markt inzwischen ein breites Angebot mit vielen Spezialitäten bietet, war mehr drin, wenn man auf

einzelne Themen und Länder setzte. Lassen wir mal alle gehebelten Fonds und Krypto-Währungsprodukte außen vor. Dann finden sich Themen wie Private Equity und Energie mit 65 Prozent plus, Semiconductor mit 53 Prozent, Blockchain mit 50 Prozent. Bester Länder-ETF war Vietnam mit rund 45 Prozent.

Auch das Thema Nachhaltigkeit war ein Gewinner. ESG-Titel in den USA legten um 39 Prozent zu, Spezialitäten wie der Deka MSCI USA Climate Change ESG ETF brachten immerhin 37 Prozent auf die Waage auf die Waage (jeweils auf Euro-Basis). Europäische Nachhaltigkeitsfonds verbuchten Gewinne um die 25 Prozent.

Enttäuschungen gab es natürlich auch, aber sie hielten sich in Grenzen. China-ETFs gerieten in Turbulenzen, nachdem die kommunistische Partei begonnen hatte, erfolgreiche Tech-Konzerne zu knebeln. Die ETFs auf diese Märkte haben sich zwar wieder gefangen, aber auf der Jahresbilanz blieb ein Minus von bis zu 15 Prozent. Präsident Erdogan in der Türkei konnte es viel schlimmer. Er erzwang niedrigere Zinsen trotz steigender Inflation und schickte Türkei-ETFs mit Verlusten von 25 Prozent in den Keller.

Rohstofffonds waren vor allem angesichts hoher Ölpreise gut im Rennen. Das galt jedoch nicht für das Gold, dessen Preis bis Ende November um 6,5 Prozent sank. So mussten ETFs auf Minenwerte Abschläge von bis zu acht Prozent hinnehmen.

Insgesamt jedoch konnten Anleger\*innen solche negativen Ausreißer mit einem ordentlich diversifizierten Depot leicht wegstecken. Ob diese günstige Entwicklung auch im nächsten Jahr anhält, darauf sollte man sich nicht verlassen. Deshalb gilt weiterhin: Wer mit einer gut sortierten Kern- und Satellitenstrategie, mit sicheren und schwankungsarmen Fonds sowie spekulativeren Spezialthemen-ETFs agiert, dürfte auch stärkere Schwankungen der Märkte erfolgreich meistern.



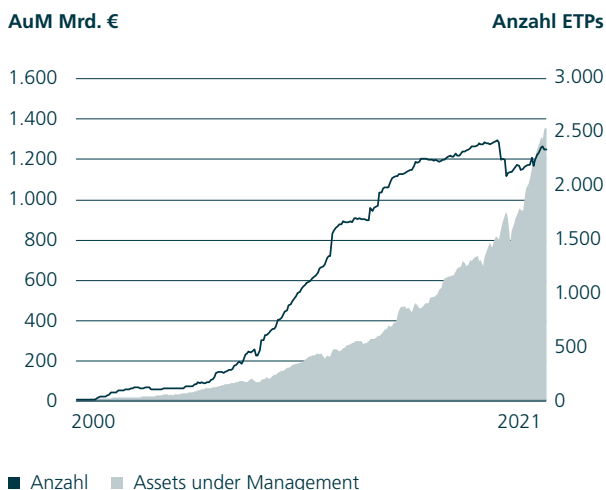
*„China-ETFs gerieten in Turbulenzen, nachdem die kommunistische Partei begonnen hatte, erfolgreiche Tech-Konzerne zu knebeln.“*

# Und dann kam Omikron

Im November zeigten die Märkte ein bekanntes Muster nach einer Rekordjagd: Angst und Unsicherheit kehrten zurück und verursachten heftige Korrekturen. Zum einen war das die Angst vor einer Verschärfung der Pandemie, die durch das Auftreten einer neuen, wohl ansteckenderen Mutation mit dem Codenamen Omikron verstärkt wurde. Zum anderen löste die Inflation Sorgen aus. Sie erreichte mit Jahresraten von bis zu sechs Prozent in Amerika und Europa Werte, wie sie zuletzt vor fast dreißig Jahren verzeichnet worden waren.

So mancher, der dicke Gewinne hatte, und davon gab es genug, nahm die lieber mit. Das löste vielfach Kursrutsche bei den Aktien aus. 4,4 % waren es beim Euro STOXX 50, 3,8 % beim DAX, 3,7 % beim Dow Jones und beim Nikkei. Auch die Emerging Markets litten heftig mit 4,1 % minus. Die Technologiewerte dagegen, die schon einige Korrekturen im Jahr hinter sich hatten, konnten sich stabil präsentieren. Der Nasdaq Composite schaffte so ein kleines Plus von 0,3 %, der TecDAX von 0,4 %. Auch die chinesischen Märkte konnten sich mit stabilen Wirtschaftsdaten vom Negativtrend abkoppeln. Der Shanghai Composite verbuchte ein Plus von 0,5 %.

## Europäischer ETP-Markt.



## Zahlen und Fakten.

2.354

Die Zahl der ETPs nahm weiter zu. Sie erhöhte sich um 0,3 % auf 2.354 Titel.

1,36

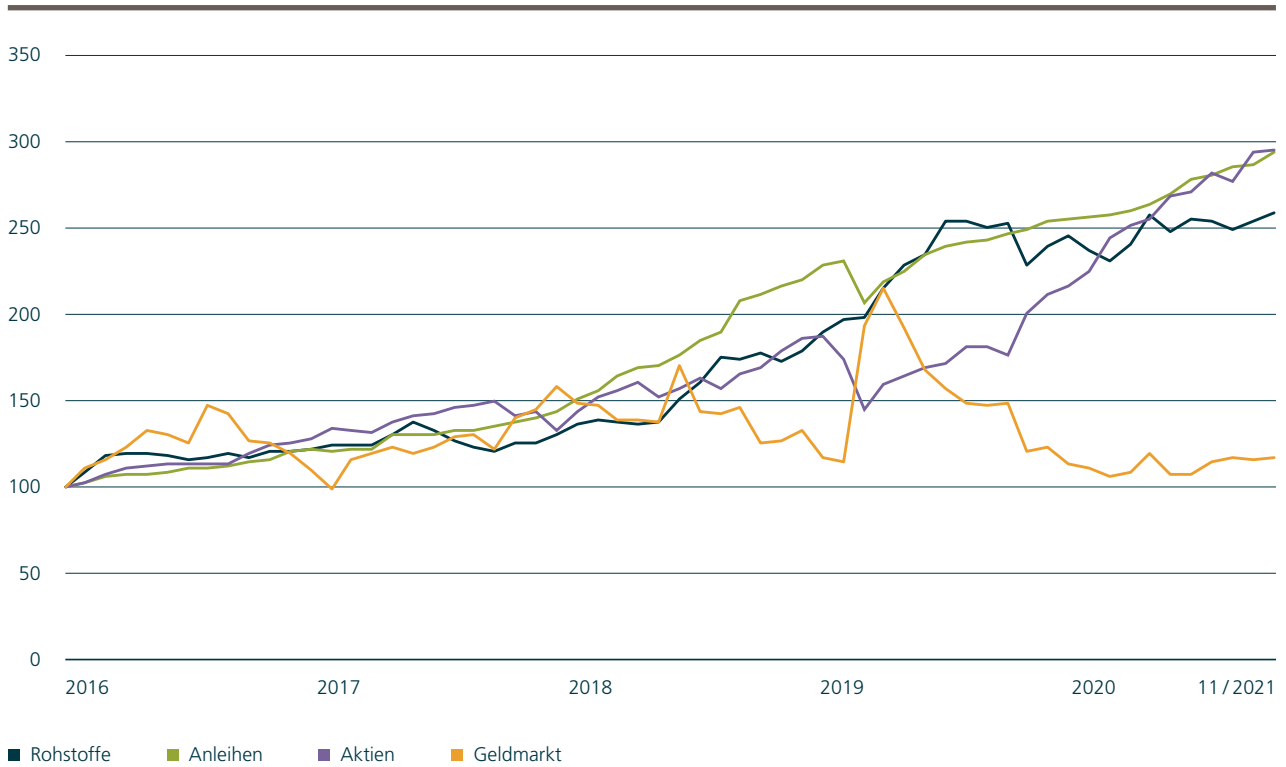
Das Volumen der gehandelten Titel erhöhte sich um ein Prozent auf 1,36 Bio. Euro.

Die Flucht in die Sicherheit und die Inflationserwartungen kamen generell den Renditen der Anleihen zugute. Der Bund-Future als ein Maßstab für Bundestitel zog 2,5 % an. Gold konnte davon jedoch nur zeitweise profitieren. Der Unzenpreis stieg zwar deutlich über 1.800 Dollar, verlor aber wieder heftig, so dass am Monatsende ein Minus von 0,5 % auf der Bilanz stand. Der Ölpreis, der in den Monaten zuvor eine unglaubliche Rallye hingelegt hatte, korrigierte angesichts sich abschwächender Wirtschaftsdaten. Die Sorte Brent verbilligte sich um 16,4 %.

Kein Wunder, dass es auch auf dem ETF-Markt heftig zur Sache ging. Besonders harsch erwischte es ETFs auf die Reise- und Freizeitbranche. Sie gaben um die 20 % nach. Energiefonds, vor allem mit Öl-Exposure verloren rund 17 %. Unter den Ländern ragte wieder die Türkei negativ heraus. Mit minus elf Prozent quittierte der Markt die eigenwillige Zinspolitik von Präsident Erdogan. Auch russische Aktien, die stark von den Energiepreisen abhängen, wurden aus den Depots geworfen. Rund zehn Prozent ging es abwärts.

Wohl dem, der gehebelte inverse ETFs im Depot hatte. Damit ließen sich bis zu 17 % im November verdienen. Unter den Normalvarianten von ETFs waren es vor allem Produkte auf Technologiethemen, die profitieren konnten, Gewinne von fünf bis acht Prozent waren drin. Auch ETFs mit Goldbezug waren in dieser Größenordnung gut dabei, obwohl der Goldpreis selbst am Ende des Monats schwächelte. Unter den Länder-ETFs konnte sich Taiwan mit einem Plus von fünf Prozent positiv absetzen.

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



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Diese antizyklische Entwicklung zeigte sich klar beim Nettomittelaufkommen. Aktien konnten es im November um 9,2 Milliarden Euro steigern.

Die Anleihen verbuchten 4,7 Milliarden Euro. 49,3 Millionen Euro mehr waren es für die Rohstoffe. Der Geldmarkt erhielt 33,9 Millionen Euro an frischen Mitteln.

## Zahlen und Fakten.

89,7

Die Rohstoffe verbuchten ein Plus von zwei Prozent auf 89,7 Milliarden Euro.

932,8

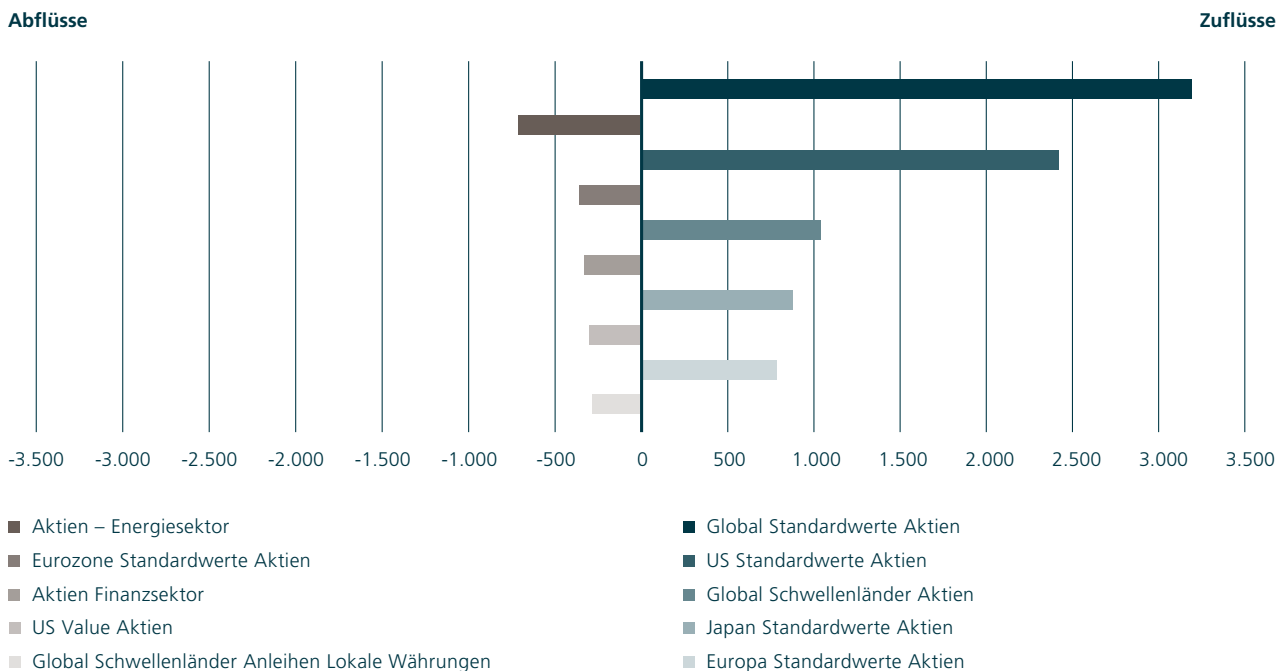
Die Aktien schafften 0,6 Prozent und stiegen auf nunmehr 932,8 Milliarden Euro.

308,6

Am stärksten legten die Anleihen zu, um 2,7 Prozent auf 308,6 Milliarden Euro.

3,1

Selbst für den Geldmarkt blieb etwas übrig – um 1,5 Prozent auf 3,1 Milliarden Euro.



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Energietitel führten die Verliererliste an. Sie verloren 756,7 Millionen Euro Nettomittel. Während Europa insgesamt profitierte, litt die Eurozone. Aus ihren Standardaktien wurden 382,5 Millionen Euro abgezogen. Aktien des Finanzsektors mussten auf 321,9 Millionen Euro verzichten. Amerikanische Valueaktien wurden weiter gemieden. Sie erlitten Verluste von 287,8 Millionen Euro. Globale Schwellenländeranleihen in Lokalwährung wurden angesichts der Inflationsgefahren abgestoßen, um 268,4 Millionen Euro verringerte sich ihr Volumen.

### Nettomittelzuflüsse.

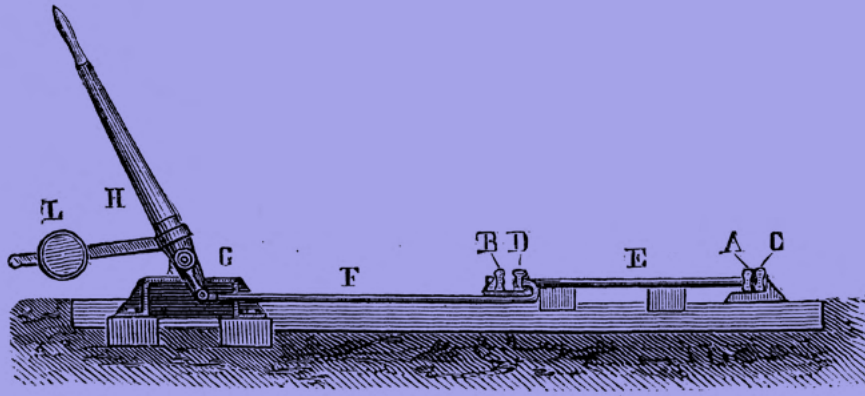
Heruntergebrochen auf einzelne Produktkategorien waren vor allem Standardwerte globaler Aktien gefragt, ein Plus dort von 3,2 Milliarden Euro. Standardaktien aus den USA wurden mit 2,4 Milliarden Euro belohnt. Eine Milliarde Euro neuer Gelder floss in die globalen Schwellenländer-Aktien. 863,6 Millionen Euro waren es für japanische Titel. Auch Standardwerte aus Europa waren gefragt und erhielten Nettomittel von 774,6 Millionen Euro.

### Marktkommentar: Konstruktiver Start.

Angesichts dieser überwiegend positiven Entwicklung beim Nettomittelaufkommen konnte man schon ahnen, dass die Korrekturphase von kurzer Dauer sein dürfte. In der Tat starteten die Aktienmärkte im Dezember sehr kons-

truktiv und holten einen Teil der Verluste wieder auf. Damit ist die Hoffnung wieder da, dass es doch noch zu einer traditionellen Jahresendrallye kommt und die Bilanz für das Jahr 2021 trotz Pandemie und Inflation positiv ausgehen wird.





## Makro Research

# Weichenstellung: Was tun die Notenbanken?



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Die Corona-Pandemie ist mit Beginn der kälteren Jahreszeit wieder präsenter geworden. Zur Eindämmung der Neuinfektionen werden die Einschränkungen in vielen europäischen Ländern sukzessive ausgeweitet. Tatsächlich zeigen sich insbesondere in Deutschland überraschend starke konjunkturelle Bremsspurten. Zu der Schwäche in der Industrie im Zusammenhang mit Liefer- und Transportengpässen gesellen sich im Winterhalbjahr 2021/2022 die Belastungen für die Dienstleistungsbranchen. Eine leichte technische Rezession dürfte die entsprechende Folge sein.

Und jetzt kommt noch die neue Corona-Variante „Omikron“ dazu. Das könnte durchaus zu globaler Konjunkturskepsis führen. Die Reaktion der Aktienmärkte Ende November mit dem nennenswerten Rücksetzer war zweifellos der Unsicherheit gegenüber Omikron geschuldet. Ohne dass schon jetzt verlässlich entwarnt werden könnte, legen die Reaktionen der Finanzmärkte seit Anfang Dezember indes zweierlei nahe: Erstens schauen die Marktteilnehmer durch den Corona-Winter auf der Nordhalbkugel offenbar durch. Zweitens vertrauen sie nach wie vor darauf, dass die Notenbanken den konjunkturellen Aufholprozess nicht gefährden. Kurzum:

Die entscheidende Weichenstellung hinsichtlich der Kapitalmarktperspektiven für die kommende Zeit geht von den Notenbanken aus.

Was tun die Notenbanken? Diese Frage muss derzeit vor dem Hintergrund unerwartet hoher und weit über den geldpolitischen Zielen der Währungshüter liegender Inflationsraten beantwortet werden. Unseren Prognosen zufolge werden die Inflationsraten in den USA und in Euroland schon recht bald spürbar zurückgehen, wenngleich es unsicher ist, ob die Rückgänge ausreichen, um die Notenbankziele zu erreichen. Daraus leitet die US-Notenbank Fed stringent ab, ihr Anleihekaufprogramm zügig zurückzuführen und bereits 2022 die Leitzinsen anzuheben sowie bis zum Jahr 2024 neutrale Leitzinsniveaus erreichen zu wollen. Die Europäische Zentralbank wird sich damit noch deutlich mehr Zeit lassen und wohl erst im Jahr 2025 eine erste Leitzinserhöhung wagen.

Zweifellos kann die Argumentationskette zu anhaltend höheren Inflationsraten schlüssig über Zweitrundeneffekte und Lohn-Preis-Spiralen formuliert werden. Wir sehen darin ein wesentliches Risikoszenario, mehr aber nicht. In unserem Hauptszenario, dem wir die größte Wahrscheinlichkeit beimessen, bietet die gesamtwirtschaftliche Aktivität bis Ende 2023 genügend Spielraum für steigende Unternehmensgewinne. Die Bewertungsniveaus an den Aktienmärkten sind wieder etwas niedriger, die finanzpolitischen Weichen hinsichtlich Investitionen in Digitalisierung und Nachhaltigkeit sind gestellt, und die Notenbanken werden den Aufschwung nicht ausbremsen. Insofern dürften die Aktienkurse im Trend weiter zulegen. Die zinsarme und aktienfreundliche Zeit an den Kapitalmärkten sollte bis auf Weiteres anhalten.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Bruttoinlandsprodukt 2022: Abwärtsrevisionen in Deutschland und Euroland, Aufwärtsrevision in den USA.
- Inflation 2021 und 2022: Aufwärtsrevisionen in Deutschland, Euroland und den USA
- EUR-USD-Wechselkurs: Abwärtsrevision der 3-, 6- und 12-Monats-Prognosen.
- US-Notenbank Fed: Leitzinswende im Juni 2022 (bisher: September 2022); insgesamt drei Zinsschritte im Jahr 2022 (bisher: zwei).
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognose für die Türkei; Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für Brasilien und Mexiko.

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Derzeit braut sich über Deutschland ein Herbststurm zusammen. Wir erwarten für das vierte Quartal kein Wachstum mehr, sondern eine geringe Schrumpfung der Wirtschaftsleistung im Quartalsvergleich. Es hätte kaum schlimmer kommen können. Seit geraumer Zeit lähmen Lieferengpässe die Industrie. Darüber hinaus belasten Energiepreissteigerungen die verfügbaren Einkommen der Konsumenten ebenso wie deren Zuversicht. Und als ob die unglaublich hohen Infektionszahlen nicht genug wären, haben wir es nun mit einer neuen Mutante des Coronavirus zu tun, von der wir nur wissen, dass sie ansteckender ist als die bisherigen. Diese Belastungen ziehen sich auch in das erste Quartal hinein, für das wir ebenfalls eine leichte Schrumpfung erwarten.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2022: 3,4 % (bisher: 4,6 %); Inflation 2021 bzw. 2022: 3,2 % bzw. 3,6 % (bisher: 3,1 % bzw. 2,4 %).

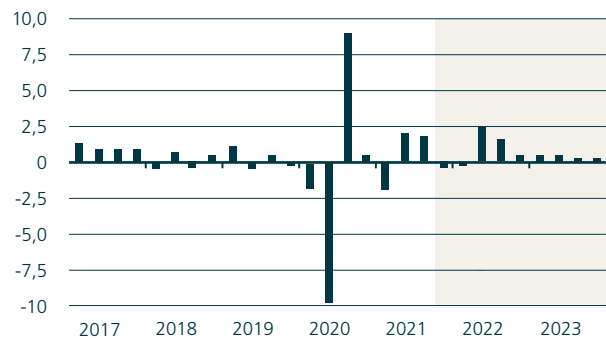
### Euroland.

Nach zwei Quartalen mit einer kräftigen konjunkturellen Entwicklung im Euroraum deutet sich für das vierte Quartal 2021 eine merkliche wirtschaftliche Abkühlung an. Die steigenden Corona-Infektionszahlen haben bereits neue Beschränkungen in den Ländern der EWU mit sich gebracht. Dazu kommen die nach wie vor bestehenden Lieferkettenprobleme und hohe Inflationsraten. Mehrere Länder im Euroraum, darunter Deutschland, die Niederlande, Belgien und Österreich, steuern auf eine schrumpfende Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 2021 zu. Der Inflationsdruck bleibt hoch. Die EWU-Inflationsrate lag im November bei 4,9%. Insbesondere die Energiepreiskomponente hatte mit einem Plus von 27,4% daran einen maßgeblichen Anteil.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2021 bzw. 2022: 5,2 % bzw. 3,7 % (bisher: 5,1 % bzw. 4,2 %); Inflation 2021 bzw. 2022: 2,6 % bzw. 2,7 % (bisher: 2,5 % bzw. 2,3 %).

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

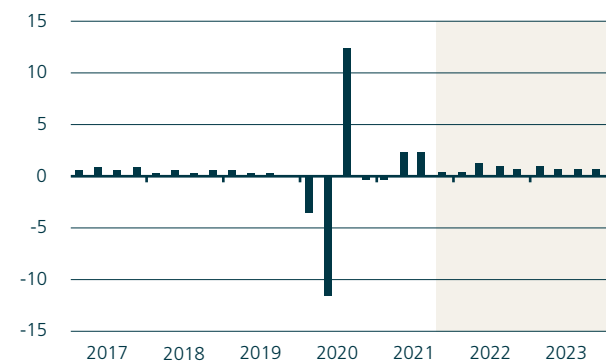
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Die US-Wirtschaft ist außerordentlich kräftig in das Schlussquartal gestartet. Nach inoffiziellen Berechnungen nahm die Wirtschaftsleistung im Oktober um 1,5 % gegenüber dem Vormonat zu. Der private Konsum, der Außenhandel und die Lagerinvestitionen sorgten für diesen starken Zuwachs. In allen drei Bereichen ist von Vorzieheffekten auszugehen, sodass das Wachstum im ersten Quartal 2022 entsprechend geringer ausfallen dürfte. Dennoch kann nach Monaten der Enttäuschungen eine Aufhellung des Wachstumsumfelds konstatiert werden. Hieran dürfte auch „Omikron“ nicht viel ändern. Bereits auf die Delta-Variante wurde in den USA nicht mit einer Verschärfung der Restriktionen reagiert. Unsere Inflationsprognose für 2022 haben wir erneut nach oben genommen.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2021 bzw. 2022: 5,7 % bzw. 3,9 % (bisher: 5,5 % bzw. 3,7 %); Inflation 2022: 3,5 % (bisher: 3,1 %).

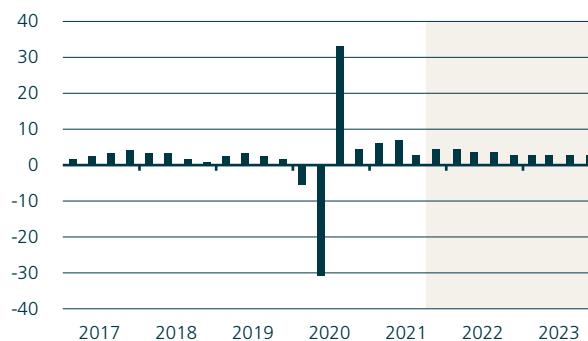
## Märkte Industrieländer.

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Trotz wieder hoher Infektionszahlen und der Ausbreitung der Omikron-Variante dürfte die EZB bei ihrer Ratssitzung am 16. Dezember die Absicht bekräftigen, die Nettoanleihekäufe des PEPP Ende März einzustellen. Demgegenüber besteht weniger Einigkeit unter den Notenbankern, welches Ausmaß an Stimulus auf längere Sicht erforderlich ist. Eine Mehrheit hält es nach wie vor für angemessen, an den niedrigen Leitzinsen und den Wertpapierkäufen des APP festzuhalten, solange Aussicht auf mittelfristig wieder deutlich niedrigere Inflationsraten besteht. Um ihre Glaubwürdigkeit zu schützen und interne Konflikte zu begrenzen, dürfte die EZB aber zugleich ihre Bereitschaft betonen, die Geldpolitik schneller zu straffen, falls sich ein dauerhaft höherer Preisauftrieb abzeichnet. Daher dürften die Geldmarkt-Futures weiterhin leicht nach oben gerichtete Sätze anzeigen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die EZB die Leitzinsen noch für längere Zeit unverändert lassen wird, sodass die EONIA- und EURIBOR-Sätze dem von den Futures vorgezeichneten Pfad vorerst nicht folgen.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

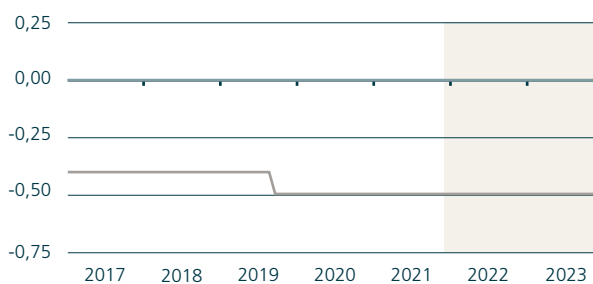
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



■ Hauptrefinanzierungssatz ■ Einlagensatz

Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

## Rentenmarkt Euroland.

Nachdem die Anleger ihre Inflations- und Leitzinserwartungen simultan nach oben korrigiert hatten, sorgte das Auftreten der neuen Coronavirus-Variante zunächst für eine Bewegung in die Gegenrichtung. Sofern sich bewahrheitet, dass Omikron keine schwereren wirtschaftlichen Schäden anrichtet als die aktuelle Corona-Welle, sollte sich das Augenmerk aber schon bald wieder auf eine Rückführung der expansiven Geldpolitik richten. Dabei dürften die Marktteilnehmer jedoch stärker als bisher beachten, dass die EZB zunächst ihre Wertpapierkäufe reduzieren und erst zu einem späteren Zeitpunkt die Leitzinsen anheben wird. Bei im nächsten Jahr wieder rückläufigen Inflationsraten sollte dies zur Folge haben, dass die Renditen in den kurzen Laufzeitbereichen nur langsam ansteigen, während die Steilheit der Bundkurve vom langen Ende her zunimmt.

## Devisenmarkt: EUR – USD.

Der US-Dollar bleibt stark. Dafür sorgt die Kommunikation der US-Notenbank Fed, die uns die Leitzinswende in den USA nunmehr etwas früher, im Juni 2022 erwarten lässt. Die zunehmende Zinsdifferenz zu Euroland drückte den EUR-USD-Wechselkurs am 24. November auf ein neues Jahrestief von 1,12. Gegenüber dem Jahreshoch von 1,23 EUR-USD im Januar hat der US-Dollar im Jahresverlauf um beachtliche 9% gegenüber dem Euro aufgewertet. Die Luft für eine weitere Dollar-Aufwertung ist nun aber dünn geworden, sodass der EUR-USD-Wechselkurs kurzfristig seitwärts tendieren dürfte. Ab dem Frühjahr 2022 werden allerdings die Weichen für einen wieder stärkeren Euro gestellt. Denn dann sollten die derzeitigen Belastungen für die Euroland-Konjunktur nachlassen (weniger Lieferengpässe, Beruhigung der Corona-Lage).

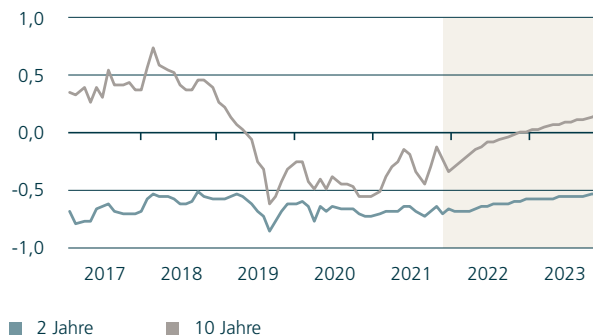
**Prognoserevision:** Abwärtsrevision der 3-, 6- und 12-Monats-Prognosen.

## Aktienmarkt Deutschland.

Mit der Verbreitung der Corona-Mutation Omikron hat die Sorge vor einer erneuten, wirtschaftsschädigenden Pandemiewelle die Aktienkurse Ende November deutlich fallen lassen. Die zuletzt verschärften Einschränkungsmaßnahmen werden zwar zu einer Delle in der wirtschaftlichen Erholung führen. Die Perspektive auf eine dynamische Erholung in den Unternehmensgewinnen im kommenden Jahr ist dadurch aber nicht gefährdet. Denn die Unternehmen sitzen auf unverändert hohen Auftragsbeständen, die erst im Laufe des kommenden Jahres abgearbeitet werden. Somit hat die Kurskorrektur zu einer gesunden Bereinigung der Stimmung geführt, und die Bewertungen sind gesunken, ohne dass sich der Ausblick für die fundamentalen Rahmenbedingungen verschlechtert hätte. Die Kurse dürften über den Jahreswechsel zwar erhöhten Schwankungen unterliegen, sich aber in der Tendenz erholen und im ersten Quartal neue Höchstmarken in Angriff nehmen.

## Bundesanleihen: Renditen.

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	08.12.2021	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	15.687,09	17.000	16.500	17.500
<b>EURO STOXX 50</b>	4.233,09	4.500	4.400	4.600
<b>S&amp;P 500</b>	4.701,21	4.800	4.600	4.900
<b>Topix</b>	2.002,24	2.200	2.150	2.200

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Nach einer langen Phase bemerkenswert geringer Bewegungen bei den Risikoaufschlägen von Unternehmensanleihen ist gegen Ende des Jahres doch noch einmal etwas Nervosität an den Kreditmärkten aufgekommen. Neben den ständig steigenden Inflationsraten hat die neue Corona-Variante die Marktteilnehmer spürbar verunsichert. Die in der Folge stark gestiegenen Volatilitäten an den Aktien- und Rentenmärkten wirkten sich auch in höheren Risikoprämien für Corporates und Financials aus. Unterstützung gab es dagegen von den zumeist sehr guten Quartalsergebnissen und den trotz aller Widrigkeiten oftmals sehr guten eigenen Prognosen der Unternehmen für 2022, die aufgrund der großen, aufgestauten Auftragsbestände eine gute Auslastung in den kommenden Monaten versprechen.

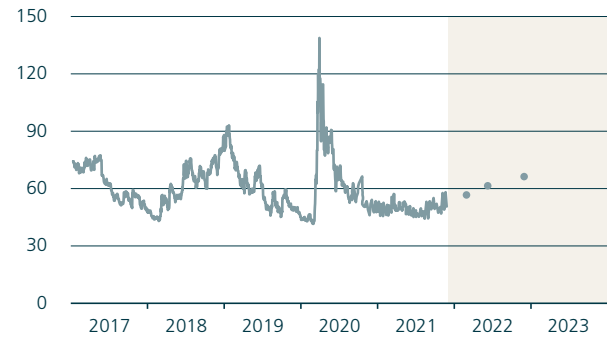
## Emerging Markets.

### Märkte.

Das Auftreten der Omikron-Variante und eher hawkische Töne von der US-Notenbank haben in den vergangenen Wochen zu einem Anstieg der Risikowahrnehmung geführt, wobei die Sorgen zuletzt wieder etwas nachgelassen haben. EM-Renten haben in der Summe Verluste verzeichnet. Wir erwarten in den kommenden Monaten einen weiteren Renditeanstieg am US-Rentenmarkt, der auf Sicht von drei Monaten zu moderaten Spreadausweitungen bei Hartwährungsanleihen führen dürfte. EM-Lokalwährungsanleihen dürften zudem unter weiteren Zinsanhebungen in Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa leiden. Niedrige Bewertungen bei intaktem Wachstums- und Gewinnausblick sprechen grundsätzlich für den EM-Aktienmarkt. Die Marktrichtung ist nach wie vor stark durch die chinesischen Aktien bestimmt. Hier dominieren die Unsicherheiten aufgrund von Regulierungsvorstößen und Belastungen im Immobiliensektor. Allerdings beginnt China bereits, geldpolitisch gegenzusteuern, und auch die Risikoprämien am Aktienmarkt sind weiter angestiegen.

## iTraxx Europe.

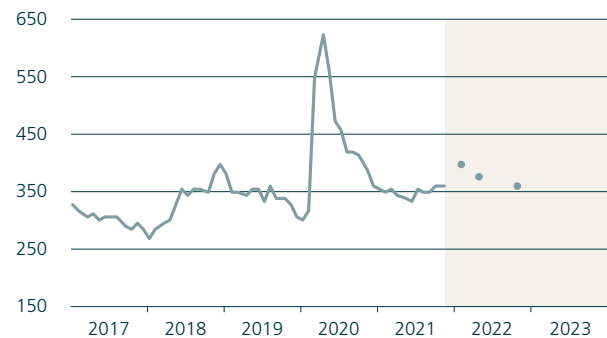
### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## EMBIG Diversified-Spread.

### Basispunkte



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

## Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien überarbeitet, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten jedoch unverändert gelassen.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Im Jahr 2022 dürften wichtige Weichen durch die Geld- und Wirtschaftspolitik gestellt werden.
- Immer mehr Notenbanken beginnen langsam mit der Straffung ihrer Geldpolitik, um dauerhaft höhere Inflationsraten zu verhindern.
- Regierungen ergreifen Maßnahmen, um dem Klimawandel zu begegnen, die Überlastung der Sozialversicherungen mit Blick auf die Alterung der Bevölkerungen zu verhindern und die Digitalisierung voranzutreiben.
- Globales Wachstum bleibt kräftig, trotz wiederkehrender regionaler bzw. saisonaler Corona-Infektionswellen.
- **Euroland:** Corona-Nachholeffekte und Schub von Geld- und Fiskalpolitik sorgen für überdurchschnittliches Wachstum.
- **USA:** Erholung am Arbeitsmarkt stützt privaten Konsum. Kräftige Anstiege bei Mieten und Hauspreisen belasten private Haushalte.
- **China:** Verstärkte staatliche Regulierung geht zulasten des privaten Sektors. Wachstum pendelt sich bei knapp 5 % ein.
- **Inflation:** Inflationsraten gehen wieder zurück, geldpolitische Straffung kann daher in moderatem und kontrolliertem Tempo vorangetrieben werden.
- **Finanzmärkte:** Aktienmärkte profitieren von globalem Wachstum und hoher Profitabilität der Unternehmen. Gesamtertrags Erwartungen für Rentenanlagen bleiben begrenzt, lediglich risikoreichere Segmente sind attraktiv.
- **Zinsen:** Zinsanstieg wird äußerst langsam verlaufen. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert nur noch bei Wertpapieren, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen zu anhaltend höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer restriktiven Geldpolitik gezwungen, die das Wachstum ausbremst und im Extremfall sogar eine Rezession auslöst.
- Spürbare, lang anhaltende Wachstumsabschwächung in China, bspw. ausgelöst durch eine nationale Immobilienkrise.
- Lieferkettenprobleme und Materialengpässe lösen eine Abwärtsspirale aus, die in eine Rezession mündet.
- Wirkung der Impfungen verpufft wegen resistenter Coronavirus-Mutationen. Langanhaltende globale Pandemie verursacht wiederkehrende großflächige Stillstände. Vertrauensverlust führt zu Abwärtsspirale an den Finanzmärkten.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst globale bzw. regionale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Emerging Markets-Finanzkrise bzw. in Euroland einer erneuten Infragestellung der Währungsunion.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Corona-Pandemie ebbt dank zügiger Durchimpfung großer Teile der Weltbevölkerung schnell ab. Produktion und Konsum können wieder ungehindert wachsen.
- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz zunehmender Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank Verschuldungsabbau schreitet die Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu deutlichen Aktienkursanstiegen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Reformprozess in Euroland stabilisiert Finanzsektoren der Krisenländer und setzt damit stärkere Wachstumspotenziale frei.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung 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)