

# ETF-Newsletter Wertarbeit

## Auf Rekordjahr folgt Ungewissheit

Januar 2022

Neue Perspektiven für mein Geld.

**Deka**  
Investments

### Sehr geehrte Anleger\*innen,

zum Jahresende notierten viele Indizes deutlich im Plus: TecDAX und Nasdaq mit +22%, der S&P 500 gar mit 27%, der EURO STOXX 50 mit gut 21%, der MSCI World mit gut 20%. Doch wie wird es weitergehen nach dem Rekordjahr? Die Perspektiven sind aus verschiedenen Gründen ungewiss. Allem voran der Themenkomplex Inflation, Notenbanken sowie Geld- und Zinspolitik. Hier ist etwas in Bewegung gekommen, so Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater im Makro Research. Die Fed zeigt nun deutlicher ihren Pfad für die Zukunft an, der ein zeitnahes und konsequentes Zurückfahren ihrer ultralockeren Geldpolitik nahelegt, vom Ende der Anleihekäufe über die Normalisierung ihrer Bilanzsumme bis zu ersten Zinserhöhungen. Und auch bei der lange stoisch wirkenden EZB scheint nun ein erster Zinsschritt in der zweiten Jahreshälfte 2023 wahrscheinlich – und 2024 gar das mögliche Ende des negativen Einlagensatzes.

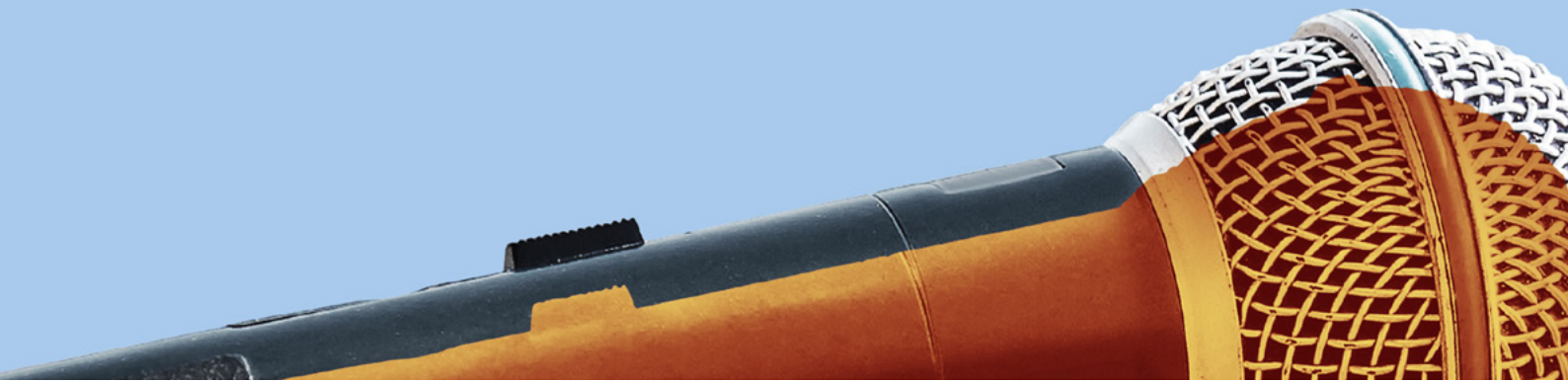
Neben der Inflation und der andauernden Corona-Pandemie, die zu einer höheren Schwankungsanfälligkeit an den Märkten führen können, steht eine lange Liste geopolitischer Konflikte: von der Ukraine und Russland über Taiwan und China wird um die machtpolitische Tektonik gerungen. In vielen europäischen Volkswirtschaften stehen rückläufige Konjunkturindikatoren und schrumpfendes BIP den positiven Umsatz- und Gewinnaussichten vieler Unternehmen gegenüber. Dr. Ulrich Kater sieht im Zuge der geldpolitischen Straffung bei einigen überbewerteten US-Tech-Aktien mögliches Korrekturpotenzial. Besonders gute Perspektiven können sich für Anleger\*innen nach seiner Einschätzung auf den Aktienmärkten Europas und der Emerging Markets ergeben.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,  
Leitung Betreuung ETF,  
Deka Investment GmbH



## Interview

# „Erfolgreiches Anlegen braucht Resilienz“

**Das Family Office und die Vermögensverwaltung Elster & Partner aus Eislingen setzt auf aktive und passive Fondslösungen. Robert Elster, Gesellschafter und Geschäftsführer sowie Armin Deppert, Partner und Asset Manager erläutern ihre Ansätze und die Rolle von ETFs.**

**Ihr Slogan heißt: „Traditionelle Werte, neu gedacht“. Das klingt gut. Aber was sind traditionelle Werte, und was denken Sie neu?**

**Elster:** Als „traditionell“ möchte ich die Anwendung eindeutiger Erkenntnisse aus 70 Jahren wissenschaftlicher Finanzmarktforschung hervorheben. Ich denke da beispielsweise an die Theorie der Informationseffizienz der Kapitalmärkte oder an die Random-Walk-Theorie, nach der sich Kurse zufällig verhalten. Aber vor allem auch an die Portfoliotheorie nach Markowitz und die Erkenntnis, dass es ineffizient ist, das Einzelwerterisiko zu tragen. All diese Ergebnisse haben wir zu klaren Anlagegrundsätzen verdichtet und ziehen dabei eine deutliche Trennlinie zwischen „Spekulation“ und „Investition“. „Neu gedacht“ ist in diesem Zusammenhang ein Absichern der Portfolios gegen extreme Verluste. Wenn man 50 Prozent verliert, reicht eben kein Kursanstieg um 50 Prozent, um den zuvor gemachten Verlust wieder auszugleichen. Unser Ziel ist die Generierung asymmetrischer Renditeprofile, ganz nach dem Motto „Gewinne laufen lassen, Verluste begrenzen“. Mit einfachen Put-Optionen oder Put-Optionsscheinen versichern wir unsere Mandate gegen die „schwarzen Schwäne“, die uns ab und an eben doch über den Weg laufen.

**Lassen Sie uns zunächst klären, welches Leistungsangebot Sie mit dieser Grundphilosophie ihren Kund\*innen machen.**

**Elster:** Im Rahmen unserer Tätigkeit als Family Office bieten wir mit einer umfassenden Finanzplanung die entscheidenden Grundlagen für alle weiteren Überlegungen und Entscheidungen. Je nach Bedarf begleiten wir hier zusätzlich in Manager-Selektion bzw. Beauty Contests, deren Leistungsmessung, -überwachung und Controlling, Reporting über das konsolidierte Gesamtvermögen bis hin zu Nachfolge- und Erbschaftsplanung.

Als unabhängiger Vermögensverwalter verwalten wir im Rahmen eines Mandats liquide Vermögenswerte in unserer eigenen Vermögensverwaltung nach der genannten traditionellen Philosophie mit zwei Basisstrategien.

Die Elster-Strategie verfolgt einen mathematischen, quantitativen Ansatz, ist breit diversifiziert über sieben Anlageklassen mit abgesicherten Aktieninvestments. Durch den langfristigen Charakter werden Korrelationseffekte ausgenutzt und ein antizyklisches Investment ermöglicht. Dabei kommen nur passive Investmentinstrumente zum Einsatz, welche sich durch ihre hohe Effizienz auszeichnen.

Bei der Valuation-Alpha-Strategie kommen aktive Investmentinstrumente zum Einsatz. Die Allokation erfolgt durch einen katalytischen und mathematischen Anlageprozess. Dieser beinhaltet die Identifikation von wegweisenden Zukunftsthemen, Megatrends und Märkten, die Aufteilung in Themenbereiche und die Auswahl resilienter Investmentteams. Die Diversifikation wird bestimmt durch Wirkungsweise, Korrelation, Risiko/Rendite-Profil, Kosten und

Gewichtung nach Ländern und Regionen. Mit der Zulassung als Finanzdienstleistungsinstitut nach § 32 KWG sind wir reguliert und überwacht durch die BaFin, bieten damit unseren Kunden ein hohes Maß an Sicherheit.

### **Sind damit alle Anlageklassen abgedeckt?**

**Elster:** Nicht unbedingt. Wir kennen unsere Grenzen. Unsere Expertise liegt ganz klar in der Finanzplanung, Vermögensstrukturierung und Vermögensverwaltung. Für nicht liquide Vermögensgegenstände wie zum Beispiel Immobilien haben wir Netzwerkpartner, die auf ihren jeweiligen Gebieten spezialisiert sind.

Wichtig für uns ist die völlig offene Produkt-Architektur frei von jeglichen Konzerninteressen.

*„Natürlich kann ich theoretisch eine globale Diversifikation auch mit einer sehr großen Zahl von Einzelwerten darstellen. Das wäre aber nicht kosteneffizient.“*

### **Wie gestalten Sie die Strategie mit Indexfonds?**

**Elster:** Der Ansatz heißt zunächst möglichst breite Diversifikation. Wir teilen ein Portfolio in einen risikobehafteten und einen risikoarmen Teil auf. Letzter ist der Risikoanker, der der Sicherheit des Gesamtportfolios dient. Er ist befüllt mit deutschen Staatsanleihen und Gold und soll jeweils mit optimalen Korrelationskoeffizienten zu einem besseren Rendite-Risiko-Verhältnis beitragen. Den niedrigen Zinsen trotzen wir hier mit einer Hantel-Strategie, die zum einen darauf abzielt die Komplexität zu reduzieren und zum anderen den Vorteil von absoluten Zinsänderungen ausnutzt. Der risikobehaftete Teil besteht primär aus Aktien. In der „Elster-Strategie“ nutzen wir ausschließlich Indexfonds, und den Begriff nutze ich jetzt bewusst, weil es ja nicht nur börsengehandelte Indexfonds gibt, also ETFs, sondern auch nicht-börsennotierte Indexfonds. Natürlich kann ich theoretisch eine globale Diversifikation auch mit einer sehr großen Zahl von Einzelwerten darstellen. Das wäre aber nicht kosteneffizient. Das gilt für den Aktien- und letztlich auch für den Anleiheteil.

### **Gibt es im Aktienbereich auch eine regionale Konzentration wie bei den Anleihen?**

**Elster:** Nein, hier agieren wir ganz bewusst global und damit auch mit unterschiedlicher Währungsdiversifikation. Im Anleihebereich agieren wir heimisch und beschränken uns auf den Euro.

### **Wenden wir uns detaillierter den ETFs zu. In der Regel gibt es für jeden Index unterschiedliche Anbieter und Replikationsmethoden. Wie wählen Sie aus?**

**Elster:** Bei der Replikation beschränken wir uns auf die physische. Optimierungen lassen wir nur für besonders breite Indizes zu. Synthetische Replikation vermeiden wir. Im Vordergrund stehen die Abbildungsqualität und natürlich auch die Kosten, die ja inzwischen generell sehr günstig geworden sind. Aber klar ist: Die Qualität der Replikation geht vor Kosten. Schließlich ist die Liquidität wichtig. Wir nehmen in der Regel nur ETFs, die mehr als 100 Millionen Euro an Volumen aufweisen. Ein weiteres Selektionskriterium ist für unsere Mandate von gemeinnützigen Stiftungen sehr interessant. Wir achten darauf, dass bei den eingesetzten ETFs eine Erstattung der Körperschaftsteuer auf die Dividenden sichergestellt ist.

### **Können Sie nochmal die Alpha-Strategie mit aktiven Managern näher erläutern?**

**Deppert:** Dieser Ansatz ist im Grunde opportunistisch. Dazu haben wir zunächst verschiedene Themen in verschiedenen Regionen identifiziert und nach ihrer Relevanz für die Kapitalanlage sortiert. Themen sind zum Beispiel die Zukunft im Gesundheitswesen, Konsumverhalten, technologischer Fortschritt und ökologische Nachhaltigkeit. Dabei achten wir auch darauf, wie die Korrelationen untereinander und zur allgemeinen Marktentwicklung sind. Nicht korrelierte Anlagethemen tragen zur Robustheit des Portfolios bei. Wir wissen, dass es Investmentteams gibt, die diese Themen besser als andere managen. Aktiv ist also nicht immer das gleiche. Manche Teams und ihre Produkte sind einfach resilienter, sind in der Lage, sich auf neue Gegebenheiten im Markt schneller einzustellen. Ihre Performance schwankt zwar auch, aber sie entwickelt sich asymmetrisch. Wenn der Markt stark steigt, steigt sie stark mit, wenn er fällt, fällt sie nicht so tief.

### **Themen gibt es auch als ETFs. Was können die Alpha-Manager besser?**

**Deppert:** Voraussetzung ist ein gutes Managementteam. Darin finden sich oft auch Wissenschaftler. Die können zum Beispiel im Sektor Gesundheit, den medizinischen Fortschritt besser beurteilen als der reine Investmentbanker, können auch den Beginn und das Ende von Trends frühzeitiger erkennen. So liefert der opportunistische Ansatz Mehrwehrt, den der passive nicht leisten kann. Wir sagen ja auch nicht, dass der eine immer besser als der andere ist. Deshalb verfolgen wir ja beide Ansätze, und denken, dass sie zusammen einen Mehrwert mit größerer Widerstandskraft bieten.

## **Zurück zur Elster ETF-Strategie. Nutzen Sie auch Smart Beta? Da kann man ja zum Beispiel mit Low Volatility auch auf mehr Resilienz setzen?**

**Elster:** Smart Beta ist für unsere passive Strategie kein Thema. Das überlassen wir den aktiven Managern. Es gibt neuere Studien zu Smart Beta, die zeigen, dass diese Ansätze auf lange Sicht gegenüber der Benchmark rund ein Prozent Unterperformance erzielt haben. Deshalb lassen wir die Finger davon und bleiben bei unserem prognosefreien Ansatz.

*„Unternehmen, die nachhaltig agieren und die ESG-Nachhaltigkeitskriterien erfüllen werden in Zukunft langfristig erfolgreich sein.“*

## **Wie halten Sie es mit dem Thema Nachhaltigkeit? Immer mehr Anleger\*innen verlangen danach.**

**Deppert:** Da hat sich in den vergangenen Jahren sehr viel getan. Wir sind der festen Überzeugung, dass das Thema Nachhaltigkeit kein Nachteil für ein erfolgreiches Investment ist. Ganz im Gegenteil. Unternehmen, die nachhaltig agieren und die ESG-Nachhaltigkeitskriterien erfüllen werden in Zukunft langfristig erfolgreich sein.

Wir sind uns unserer Verantwortung durchaus bewusst. Aber da gibt es ein Spannungsverhältnis. Zunächst ist die Nachfrage bei unseren Kunden noch äußerst gering. Dann muss man hinterfragen, wie Nachhaltigkeit von ETFs zu verstehen ist. Da ist noch vieles in Fluss.

Wir sind froh, dass hier der Gesetzgeber regulatorisch eingreift, um einen Gleichklang in der Investmentbranche herzustellen.

**Elster:** Wir wollen das Thema nicht abwerten, aber darauf aufmerksam machen, dass zurzeit vieles mehr Marketing als Nachhaltigkeit ist. Wenn sich immer mehr Unternehmen nach solchen Kriterien ausrichten, dann ist Nachhaltigkeit auch in allen Standardindizes enthalten, ohne dass der Ansatz eigens im Namen angepriesen wird.

## **Lassen Sie uns Ihr Risikomanagement noch genauer unter die Lupe nehmen. Sie bevorzugen Absicherungsgeschäfte mit Put-Optionen. Wenn der große Crash ausbleibt, kann das vor allem in volatilen, aber per saldo steigenden Märkten erhebliche Kosten verursachen, die zu Lasten der Performance gehen. Wie gut ist also Ihr Risikomanagement?**

**Elster:** Nicht die Maximierung der Rendite sollte im Vordergrund stehen, sondern die Reduktion des Verlustrisikos – zuallererst ganz „traditionell“ durch Diversifikation. Kein Geheimnis ist hier auch die positive Wirkung

der Korrelation auf das Gesamtportfolio. Daneben durch ein regelmäßiges Rebalancing. Somit werden zum einen Klumpenrisiken reduziert, zum anderen entsteht eine Art antizyklischer Investmentprozess. Die zusätzliche Absicherung des risikobehafteten Anteils durch Put-Optionen kostet rund 1,5 Prozent per anno an Performance, bezogen auf den Aktienanteil im Portfolio. Diese sind aber leicht zu verschmerzen, wenn die Aktienmärkte ordentlich performen. Sollten sie aber kräftig fallen, kompensieren die Put-Erträge die Verluste zu sehr großen Teilen. Somit kommen unsere betreuten Mandate nicht nur deutlich ruhiger durch heftige Turbulenzen, wie beispielsweise in der Pandemie, sondern rentieren langfristig trotzdem nahe Aktienmarktniveau.

## **Wie geht es nun weiter? Welche Herausforderungen sehen Sie in den nächsten Monaten?**

**Elster:** Die nächste Krise kommt bestimmt. Aber mit unserem disziplinierten Portfoliomanagement behalten wir die Risiken im Auge. Wir bleiben unseren traditionellen Ansätzen treu.



## Kolumne

# Keep calm and carry on!



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Anleger\*innen wissen, dass sich die Börse in Zyklen bewegt. Diese frühzeitig zu erkennen, ist nicht einfach und meist ein Ratespiel auf höherem Niveau. Denn Zyklen überlagern sich, sind mal kurz- mal langfristig und lassen sich mit Sicherheit immer erst nach ihrem Ende erkennen. Aber dass sie ein Ende haben, ist sicher, nur nicht wann und wie.

Diese Betrachtungen stehen regelmäßig am Beginn eines Jahres. Nach dem Blick zurück fragt sich, was als nächstes kommt. Laufen die positiven Zyklen weiter? Brechen sie ab? Was könnte als neuer Zyklus auftauchen? Alle Prognosen für das neue Jahr sind mit Demut zu formulieren. Denn die Erfahrung bestätigt sich immer wieder, dass wenigstens die Hälfte aller Prognosen falsch sind.

Wagen wir es trotzdem. Der wichtigste Zyklus dürfte die Entwicklung der Inflationsraten sein. Diese sind grob seit Mitte der neunziger Jahre rückläufig, erreichten immer

mal wieder kurzfristig zwei Prozent, wie kurz nach der Finanzkrise 2010, sackten dann aber wieder ab. Auch die ultralockere Geldpolitik der Notenbanken schien daran wenig zu ändern. Doch in diesem Pandemiejahr 2021 zogen die Raten deutlich an, in Amerika wie in Europa und erreichten auf Monatsbasis bis zu sechs Prozent.

Hat also ein neuer Zyklus begonnen? Ja, davon sollte man ausgehen. Davon ist der britische Ökonom Charles Goodhart überzeugt. Er gilt als Erfinder der Negativzinsen und betont: „All die Kräfte, die in den vergangenen dreißig Jahren dafür gesorgt haben, dass die Inflation extrem niedrig war, wie insbesondere die demografische Entwicklung und die Globalisierung, sind dabei, sich umzukehren.“

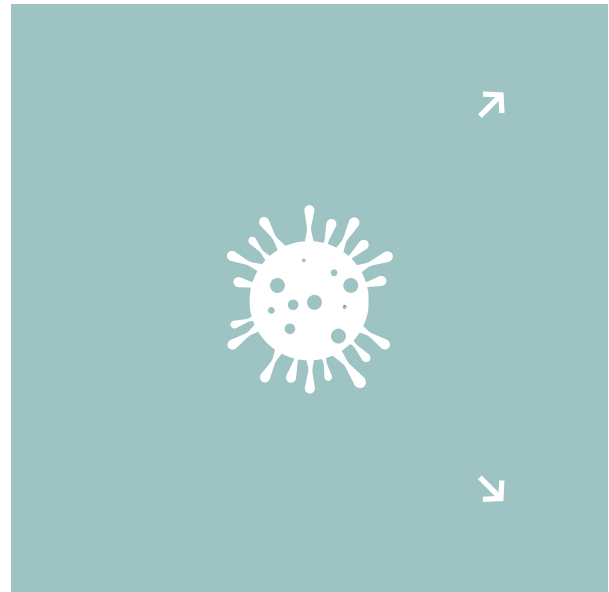
Deshalb sollte man trotz aller Beteuerungen der Notenbanken, dass die Entwicklung vor allem durch die Energiepreise bedingt ist und dass sich die Raten bald wieder zurückbilden, vorsichtig bleiben. Für die Aktienanleger\*innen ist vor allem wichtig, ob die Notenbanken ihre Geldpolitik vorsichtig straffen und sich nicht zu massiven Zinserhöhungen gezwungen sehen. Denn nur dann kann man davon ausgehen, dass die Aktien ihren Renditevorteil gegenüber erstklassigen Anleihen behalten. Spätestens wenn langlaufende Zinspapiere wieder drei Prozent abwerfen, werden sicherheitsbewusste Adressen massiv umschichten. Dass dürfte dem Aktienboom dann einen ordentlichen Dämpfer verpassen. Aber vorerst sieht es

nicht danach aus, so dass Aktien weiterhin die beste Anlagealternative sind.

Hinzukommen aber 2022 weitere Faktoren, die für unruhige Märkte sorgen können. Da ist natürlich weiterhin die Pandemie, deren Ende immer mutig vorausgesagt wird, aber bisher mit neuen Mutationen munter weiter expandiert. Das könnte die wirtschaftliche Erholung immer wieder bremsen, die sich bisher als positiver Faktor für die Börsen erwiesen hat.

Nicht zu unterschätzen sind eine Reihe geopolitischer Risiken. Stichworte wie Ukraine, Taiwan, Iran, Russland und China sind zu nennen. Zwei große Wahlereignisse stehen an, im Frühjahr die französischen Präsidentschaftswahlen und im Spätherbst die Midterm-Elections in den USA. Politische Börsen haben zwar meist kurze Beine, können aber durchaus für Turbulenzen sorgen, die Anleger auf dem falschen Fuß erwischen.

„Keep calm and carry on,“ das ist der Spruch für krisengeschüttelte Briten, und das passt auch auf die Finanzmärkte. Für Anleger\*innen gilt darum, die Depots so aufzustellen, dass sie Risikopuffer enthalten, mit denen sich mögliche Störungen abfedern lassen. Für ETF-Anleger bietet sich dazu die bewährte Kern- und Satellitenstrategie an, die Kombination von risikoarmen, ruhigeren Anlagen mit spekulativeren Varianten. Aktien sollten dabei weiterhin übergewichtet bleiben.



*„Da ist natürlich weiterhin die Pandemie, deren Ende immer mutig vorausgesagt wird, aber bisher mit neuen Mutationen munter weiter expandiert.“*

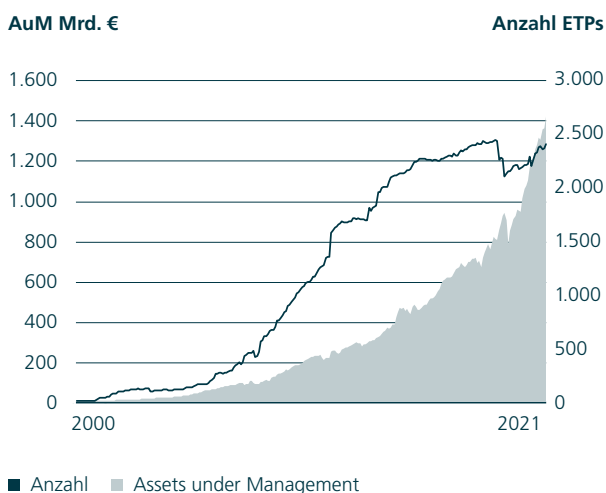
## ETF-Monitor

# Wieder ein Jahr der Rekorde

Kurz flackerte Mitte Dezember wieder Zinsangst auf, als die Notenbanken über ihren weiteren Kurs berieten. Doch blieben die Aussagen im Rahmen der Erwartungen, auch wenn die Bank von England als erste der großen Notenbanken die Zinsen wieder erhöhte. So kam es dann doch noch zu einer Jahresendrallye, die dem zweiten Pandemiejahr 2021 eine im Durchschnitt herausragende Performance und neue Rekorde bescherte.

Wiederum waren die Techwerte ganz vorne mit dabei. Nasdaq und TecDAX schafften so 22 Prozent. Der Nasdaq zwar weniger als im Jahr zuvor, aber immer noch beachtlich. Von den klassischen Standardindizes glänzte jedoch dank guter US-Konjunkturdaten der breite S&P 500, der glatt 27 Prozent zulegte. Auch die anderen Märkte waren gut im Rennen: der EURO STOXX 50 mit 21,2 Prozent, der MSCI World mit 20,3 Prozent, DAX und MDAX mit rund 16 Prozent. China jedoch, 2020 mit starkem Wachstum noch der Star, schwächelte, bedingt durch heftige Markt Eingriffe der Regierung. Trotz einer Aufholjagd blieb nur ein Plus von 4,2 Prozent beim Shanghai Composite übrig. Japan mit dem Nikkei war mit 4,9 Prozent kaum besser.

### Europäischer ETP-Markt.



Quelle: Morningstar

### Zahlen und Fakten.

# 2.393

Die Anzahl der ETP, also Notes und Fonds, erhöhte sich um rund 1,7 % auf 2.393 Titel.

# 1,4

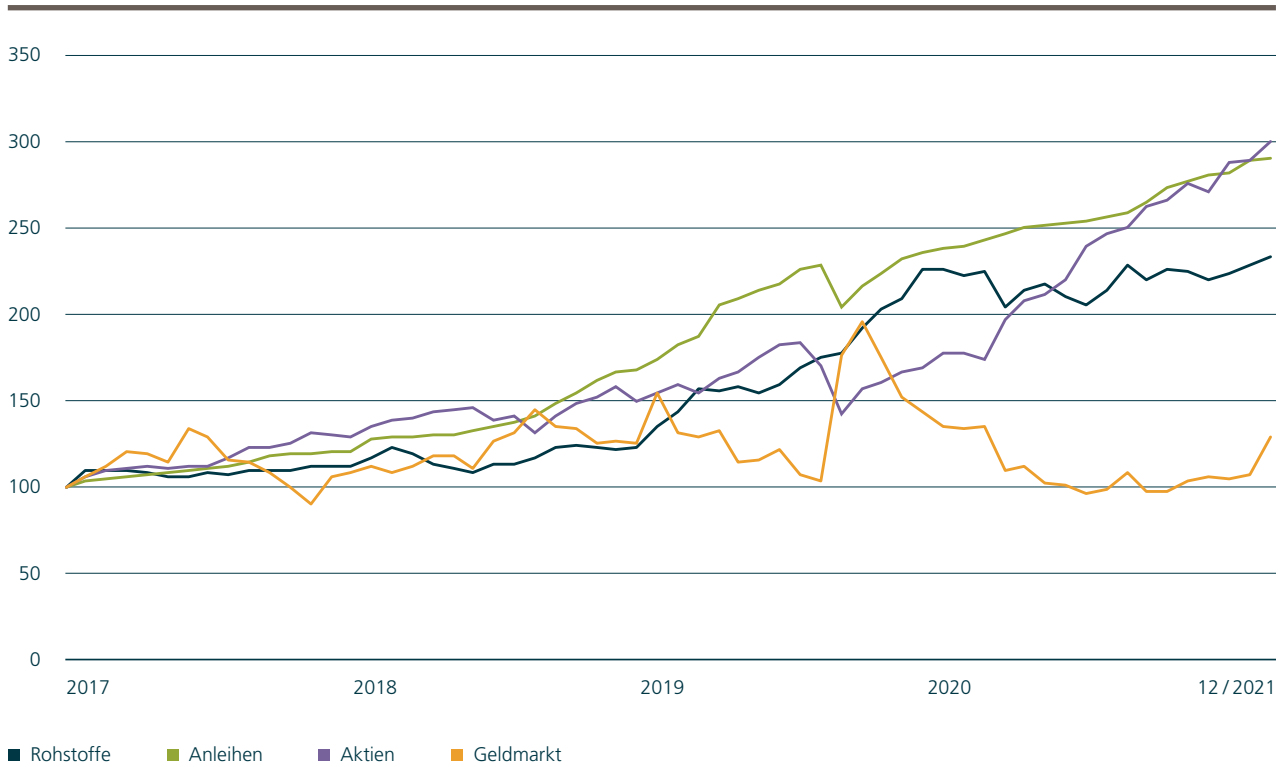
Die AuM legten um 4 % auf 1,4 Bio. Euro zu und schafften so rund 34 % im Jahresvergleich.

Aber das verblasste alles gegen die Performance des Ölpreises. Hatte er 2020 wegen Konjunktürrängsten noch geschwächt, brachte er für die Sorte Brent 2021 53 Prozent plus auf die Waage. Gold dagegen konnte von den stark gestiegenen Inflationszahlen nicht profitieren. Der Preis für die Feinunze sank um 4,4 Prozent. Auf der Währungsseite konnte sich der US-Dollar gegenüber dem Euro um rund sieben Prozent verbessern.

Auf dem ETF-Markt ging es ebenfalls rund. ETFs mit Öl und anderen Energieträgern schafften so bis zu 80 Prozent Gewinn. Da konnte sogar oft die heiße Spekulation mit den Kryptowährungen nicht mithalten. Breite Rohstofffonds verbesserten sich je nach Energieanteil bis zu 50 Prozent. Kein Wunder, dass Länder-Fonds mit starker Energieausrichtung ebenfalls profitierten, so zum Beispiel Saudi-Arabien mit 47 Prozent. ETFs mit ausgewählten US-Techwerten glänzten mit immerhin 40 Prozent Gewinn. Trotz der China-Schwäche gab es in Asien Profiteure. Vietnam ETFs verbesserten sich um 42 und Taiwan-ETFs um 37 Prozent.

Nur rund ein Drittel der in Europa gehandelten Exchange Traded Products notierten im Minus. Von den Länder-ETFs waren es vor allem China und die Türkei, die um die 20 Prozent abgaben. Auch Lateinamerika litt, vor allem wegen Brasilien, und verlor rund zwölf Prozent. Auch Anleihefonds mit extrem langlaufenden Titeln performten schwach. Das Minus betrug bis zu zwölf Prozent.

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



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Auch die Flows entwickelten sich prächtig. Das Nettomittelaufkommen aller Anlageklassen legte im Dezember weiter zu. Auf Jahressicht waren es 115,6 Milliarden Euro

für die Aktien, 38 Milliarden Euro für die Anleihen, 3,1 Milliarden Euro für die Rohstoffe. Der Geldmarkt musste sich mit 433,4 Millionen Euro zufriedengeben.

## Zahlen und Fakten.

103,1

Die Rohstoffe legten um 2,1 % auf nunmehr 103,1 Milliarden Euro zu.

971,9

Die Aktien stiegen am stärksten – um 3,8 % auf aktuell 971,9 Milliarden Euro.

309,7

Die Anleihen verbesserten sich um 0,65 % auf 309,7 Milliarden.

3,8

Der Geldmarkt war im Dezember stark gefragt – er stieg um 20,3% auf 3,8 Mrd. Euro.





Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Verlierer im Dezember waren Aktien außerhalb der Standardindizes. Aus ihnen flossen 3,5 Milliarden Euro ab. Globale Valuetitel, den ja für 2021 ein Comeback vorausgesagt waren, litten weiter, ein Minus von 1,6 Milliarden Euro. Globale Schwellenländer-Aktien verloren 737,4 Millionen Euro. Renminbi-Offshore-Anleihen, die am Jahresanfang noch sehr gefragt waren, wurden abgestoßen. 691,3 Millionen Euro betrug der Mittelabfluss. Kurzlaufende US-Dollar-Anleihen wurden gemieden: minus 549,7 Millionen Euro.

### Nettomittelzuflüsse.

Aufgeschlüsselt nach einzelnen Anlagekategorien profitierten im Dezember vor allem amerikanische Standardaktien mit einem Plus von sechs Milliarden Euro. Globale Standardaktien erhielten 3,8 Milliarden. 1,8 Milliarden Euro waren es für europäische Standardaktien. Amerikanische Staatsanleihen verbuchten Zuflüsse von 1,2 Milliarden Euro. 1,1 Milliarden Euro waren es für breite Rohstoffkörbe.

### Marktkommentar: Trübe Glaskugel

Kann es nach dem Rekordjahr 2021 ein weiteres Rekordjahr geben? Die Analysten blicken in ihre Glaskugeln und produzieren massenhaft Papiere, wälzen die Faktoren hin und her. Der Tenor ist trotzdem wenig erhellend, aber letzt-

lich ehrlich. „Es kommt darauf an“, lautet ein häufiges Fazit: auf die Inflation, die Notenbanken, die Regierungen, die Pandemie und natürlich die Entscheidungen der Anleger\*innen.



## Makro Research

# Und sie (die EZB) bewegt sich doch.



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Ein paar besinnliche Tage und der Übergang ins neue Jahr 2022 liegen hinter uns. Die Welt hat sich aus volkswirtschaftlicher Sicht in dieser kurzen Zeit nicht gravierend verändert: Die Coronavirus-Variante Omikron kommt, der Aufschwung bleibt, die Liefer- und Transportengpässe sowie die Inflationsdynamik werden sukzessive schwinden. Und doch hat die US-Notenbank Fed auf ihrer Dezembersitzung eine vorweihnachtliche Botschaft mit mehr Klarheit als zuvor gesendet, die die Finanzmarktteilnehmer erst einmal zu verarbeiten hatten: Die ultraexpansive Geldpolitik wird zeitnah und konsequent zurückgenommen, der Krisenmodus beendet, die Fed strebt nach monetärer Normalität. Damit stehen jenseits des Atlantiks für dieses Jahr bereits das Ende des Anleihekaufprogramms, die Rückführung der Liquidität und der Fed-Bilanzsumme sowie erste Zinserhöhungen auf der Agenda.

Dieser Impuls der Fed und die bis in den Dezember hinein gestiegenen Inflationsraten in der Eurozone haben die bislang recht stoisch agierende und kommunizierende Europäische Zentralbank (EZB) über den Jahreswechsel hinweg anscheinend doch in Bewegung gebracht,

sodass man sich fast schon an einen bekannten Ausspruch von Galileo Galilei erinnern mag. Wir gehen nun davon aus, dass die EZB in der zweiten Hälfte 2023 einen ersten Zinserhöhungsschritt vornimmt, und dann mit einem zweiten Schritt in 2024 das Thema des negativen Einlagensatzes ad acta legen wird.

Was bedeutet das für die Finanzmärkte? Die Renditen an den Staatsanleihemärkten werden etwas rascher zulegen, der Euro dem US-Dollar etwas mehr die Stirn bieten und der Goldpreis etwas weniger Potenzial haben als das jeweils noch Ende letzten Jahres erwartet werden durfte. Bei aller Vorsicht hinsichtlich dieser neuen Einschätzungen dürfte eine höhere Schwankungsanfälligkeit an den Märkten als vergleichsweise gesichert angesehen werden. Wir sollten die Effekte der geldpolitischen Straffung in ihrer Abfolge bis hin zu technischer Umsetzung nicht unterschätzen. Es kann gerade in der ersten Jahreshälfte 2022 durchaus ruckeliger zugehen. Die Corona-bedingten Belastungen mit rückläufigen Konjunkturindikatoren und einem schrumpfenden Bruttoinlandsprodukt in vielen europäischen Volkswirtschaften sind dabei leider unschön schmückendes Beiwerk.

Was freilich bleibt, sind die nach wie vor hinreichend guten Perspektiven für Unternehmen für den weiteren Jahresverlauf 2022. Die Umsatz- und Gewinnaussichten sind intakt. Die geldpolitische Straffung wird vor allem an den deutlich überbewerteten Tech-Werten, vornehmlich aus den USA, nicht spurlos vorübergehen. Gerade die Aktienmärkte in Europa und in den Emerging Markets dürften aber auch im Jahr 2022 wieder sehr gut performen.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Bruttoinlandsprodukt und Inflation USA, Euroland und Deutschland: Verschiedene Revisionen.
- EZB: Erste Leitzinserhöhung im zweiten Halbjahr 2023.
- Anhebung der Renditeprognosen für Euroland.
- Fed: Beginn der Bilanzreduzierung der Fed im September 2022.
- Gold: Abwärtsrevision über den gesamten Prognosezeitraum.
- Rohöl: Aufwärtsrevision über den gesamten Prognosezeitraum.
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognosen für Mexiko und Argentinien; Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für Brasilien und Südafrika.

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Die meisten „klassischen“ Konjunkturindikatoren, die für den November veröffentlicht wurden, fielen positiv aus: Industrieumsätze, Auftragseingänge, Ausfuhr und Einzelhandelsumsatz. Damit baute sich ein kleiner positiver Puffer für das Schlussquartal 2021 auf. Unter der Oberfläche garte es aber gewaltig, insbesondere im Dienstleistungsbereich. Diese Zweiteilung der Konjunktur wird wohl auch im Dezember bestehen bleiben. Für das erste Quartal rechnen wir mit einer verstärkten Abwärtsdynamik durch die Lieferengpässe, die Corona-Folgen und die Energiepreisexplosion. Im weiteren Verlauf des Jahres werden sich diese Belastungen zumindest teilweise zurückbilden und damit im Sommerhalbjahr spürbare positive konjunkturelle Impulse setzen.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2023: 2,6 % (bisher: 2,4 %); Inflation 2022 bzw. 2023: 3,7 % bzw. 1,8 % (bisher: 3,6 % bzw. 1,7 %).

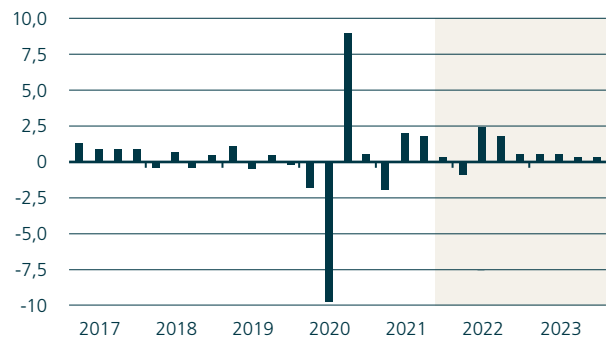
### Euroland.

Die im vierten Quartal 2021 stark gestiegenen Corona-Infektionszahlen dürften die Wachstumsdynamik spürbar belasten. Ein Absturz wie im ersten Halbjahr 2020 ist in den Frühindikatoren jedoch nicht zu erkennen. Die Mischung aus Lieferkettenproblemen, Corona und hoher Inflation wird auch im ersten Quartal 2022 Bremsspuren hinterlassen. Durch die Corona-Entwicklung dürften die Verzerrungen in der Arbeitsmarktstatistik wieder zunehmen. Für die hohen regionalen Unterschiede hat dies nur wenig Bedeutung. Die EWU-Arbeitslosenquote lag im November bei 7,2 %. Unter den vier großen EWU-Ländern hat Deutschland (3,2 %) die niedrigste Arbeitslosenquote und Spanien mit 14,1 % die höchste. Dazwischen liegen Frankreich (7,5 %) und Italien (9,2 %).

**Prognoserevision:** : Bruttoinlandsprodukt 2022 bzw. 2023: 3,6 % bzw. 2,5 % (bisher: 3,7 % bzw. 2,9 %); Inflation 2022 bzw. 2023: 3,2 % bzw. 1,7 % (bisher: 2,7 % bzw. 1,5 %).

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

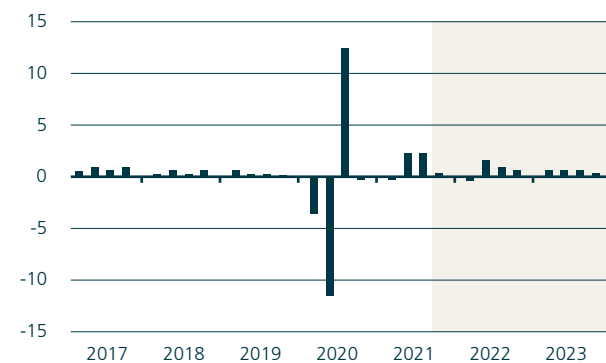
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Laut inoffiziellen Berechnungen ist das monatliche Bruttoinlandsprodukt im November um 0,8% gegenüber dem Vormonat geschrumpft. Verantwortlich hierfür waren negative Rückpralleffekte in den Bereichen Außenhandel und Lagerinvestitionen. Diese beiden Bereiche hatten neben den privaten Konsumausgaben für einen sehr kräftigen Schub im Oktober gesorgt. Die Omikron-Variante treibt derzeit die Corona-Infektionen auf neue Höchststände – eine diesbezügliche Reaktion bei den Restriktionsindikatoren blieb aber bislang erwartungsgemäß aus. Entsprechend gering dürften die wirtschaftlichen Belastungen ausfallen.

**Prognoserevision:** Inflation 2022 bzw. 2023: 3,9% bzw. 0,8% (bisher: 3,5% bzw. 0,9%).

## Märkte Industrieländer.

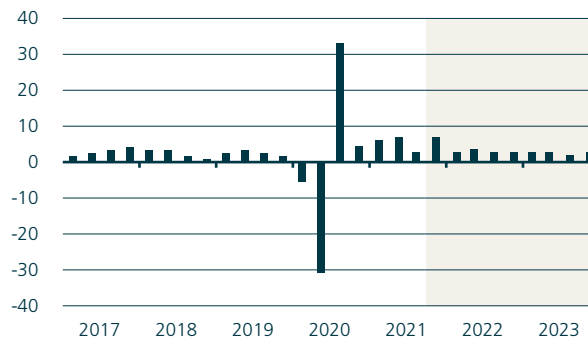
### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Die EZB-Ratssitzung vom Dezember ließ den Wunsch eines Großteils der Notenbanker erkennen, die umfangreichen Anleihekäufe in absehbarer Zeit zu reduzieren. Nach dem voraussichtlichen Auslaufen des PEPP im März dürfte die EZB jedoch mindestens bis Ende des Jahres warten, ehe sie auch die Nettoanleihekäufe des APP vollkommen einstellt. Bis dahin ist eine Erhöhung der Leitzinsen nahezu ausgeschlossen. Jedoch dürfte die EZB nach Beendigung ihrer Nettowertpapierkäufe nicht mehr allzu lange mit dem ersten Zinsschritt warten, da das Risiko langfristig wieder zu niedriger Inflationsraten erheblich abgenommen hat. Wir halten die zweite Jahreshälfte 2023 daher für das wahrscheinlichste Zeitfenster für eine Anhebung des Einlagensatzes auf -0,25%, gefolgt von weiteren Erhöhungen in größeren zeitlichen Abständen. Angesichts der sehr hohen Überschussreserven sollte das Auslaufen der Wertpapierkäufe in den kommenden Monaten nur geringe Auswirkungen auf die Geldmarktsätze haben. Erst mit den beginnenden Leitzinserhöhungen dürfte sich ihr Anstieg beschleunigen.

**Prognoserevision:** Erste Leitzinserhöhung im zweiten Halbjahr 2023.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

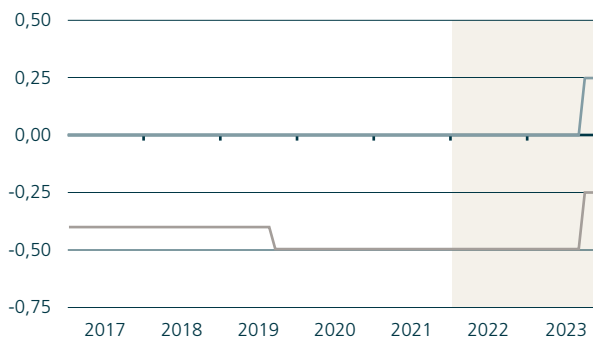
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



■ Hauptrefinanzierungssatz ■ Einlagensatz

Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

## Rentenmarkt Euroland.

Im Nachgang der EZB-Ratssitzung vom Dezember sind die Renditen vor allem langlaufender Staatsanleihen gestiegen, da die angekündigte Beendigung des PEPP als lediglich erster Schritt einer sukzessiven Normalisierung der Geldpolitik wahrgenommen wurde. Bei zwar rückläufigen, aber immer noch erhöhten Inflationsraten, robusten Wachstumsaussichten und einer beschleunigten Straffung durch andere Zentralbanken dürften die Marktteilnehmer von einer weiteren Drosselung des Stimulus auch durch die EZB ausgehen. Da in der ersten Phase die Reduktion ihrer Wertpapierkäufe im Vordergrund stehen wird, dürfte sich die Versteilerung der Bundkurve in den kommenden Monaten etwas weiter fortsetzen. Erst im späteren Jahresverlauf dürfte die Antizipation bevorstehender Leitzinserhöhungen auch stärker auf die kurzen Laufzeitbereiche ausstrahlen.

**Prognoserevision:** Anhebung der Renditeprognosen.

## Devisenmarkt: EUR–USD.

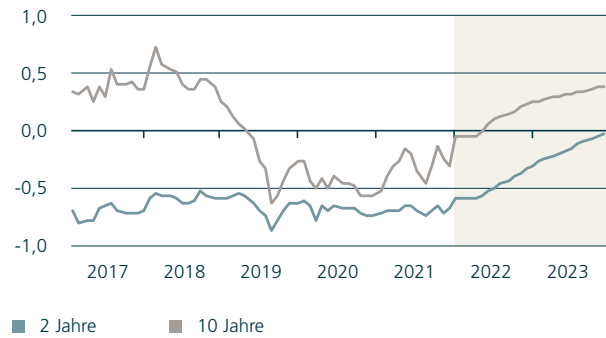
Der EUR-USD-Wechselkurs bewegte sich seit Dezember 2021 um die Marke von 1,13. Der geldpolitische Exit der US-Notenbank Fed aus dem Corona-bedingten Krisenmodus scheint nun hinreichend eingepreist zu sein. Nach der kräftigen Aufwertung um 7,7 % gegenüber dem Euro im Jahr 2021 dürfte der US-Dollar seine Stärke in den kommenden Monaten zunächst verteidigen können. Dabei wirken der zunehmende US-Zinsvorsprung sowie bessere Wachstumsperspektiven der US-Wirtschaft für das laufende Winterhalbjahr, in dem Euroland durch Corona-bedingte Restriktionen stärker belastet wird. Für den Euro spricht, dass die EZB im zweiten Halbjahr 2023 eine erste Leitzinserhöhung vornehmen dürfte. Allerdings ist hier im Vergleich zur Fed mit einem langsameren Zinserhöhungszyklus zu rechnen.

## Aktienmarkt Deutschland.

Die Corona-Mutation Omikron lastet auf der Stimmung von Investoren und Unternehmen, führt bei den börsennotierten Unternehmen aber tatsächlich nur zu einer bedingten Belastung in der Geschäftstätigkeit. Dies dürfte sich auch in den ab Mitte Januar bis Ende Februar vorgelegten Zahlen zur Geschäftstätigkeit im abgelaufenen vierten Quartal widerspiegeln. Hinzu kommt, dass sich die Lieferengpässe nicht weiter verschärft haben und die Perspektive für eine Entspannung in den Lieferketten gegeben ist. Somit dürften die Geschäftserwartungen an das laufende Jahr zwar nach wie vor von großen Risiken durchzogen sein, sich im Vergleich zum Vorjahr aber zunehmend entspannen. Gegenwind für die Kurse kommt von einer etwas schneller als noch im vergangenen Jahr erwarteten geldpolitischen Normalisierung. Diese ist mittlerweile aber im Markt verankert und wird aufgrund der guten fundamentalen Perspektiven vom konjunkturellen deutschen Aktienmarkt gut abgeschüttelt werden.

## Bundesanleihen: Renditen.

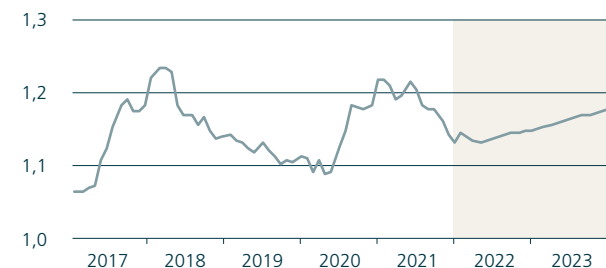
in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	12.01.2022	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	16.010,32	17.000	16.500	17.500
<b>EURO STOXX 50</b>	4.316,39	4.500	4.400	4.600
<b>S&amp;P 500</b>	4.726,35	4.800	4.600	4.900
<b>Topix</b>	2.019,36	2.200	2.150	2.200

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Unternehmensanleihen sind recht gut ins neue Jahr gestartet. Die deutlich gestiegene Nervosität an den Aktienmärkten aufgrund der bevorstehenden Zinswende in den USA und der hohen Infektionszahlen hat sich nur in geringem Maße negativ auf die Spreads ausgewirkt, und das hauptsächlich im Derivate-Bereich. Kassa-Anleihen bleiben weiterhin gesucht, die meisten Neuemissionen werden wiederum stark überzeichnet und können problemlos platziert werden. Die bevorstehende Quartalsberichtssaison dürfte die konstruktive Stimmung unterstützen. Beim S&P 500 wird für das vierte Quartal 2021 eine Gewinnsteigerung um etwa 20 % und beim STOXX 600 um ca. 30 % erwartet. Voraussichtlich werden diese positiven Vorgaben sogar noch übertroffen, und auch die eigenen Prognosen der Unternehmen dürften zuversichtlich stimmen.

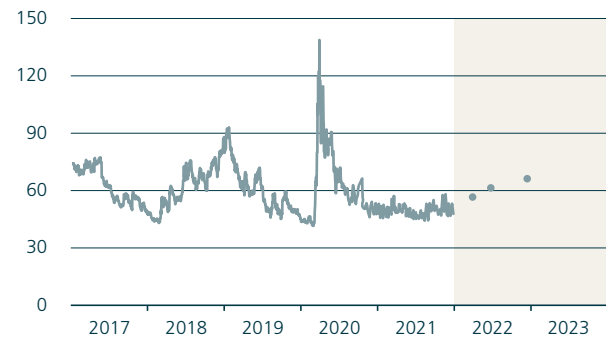
## Emerging Markets.

### Märkte.

Steigende US-Renditen haben zu Jahresbeginn zu Kursverlusten bei EM-Hartwährungsanleihen geführt. Bei EM-Lokalwährungsanleihen sind die Renditen zwar ebenfalls gestiegen, doch konnten Währungsgewinne hier die Rentenverluste ausgleichen. Dass die US-Notenbank ihr Anleihekaufprogramm in den kommenden Monaten auslaufen lassen und die Zinsen anheben wird, ist allgemeine Markterwartung. Für EM-Anleihen dürften weiter steigende US-Renditen grundsätzlich eine Belastung darstellen. EM-Lokalwährungsanleihen werden allerdings dadurch gestützt, dass viele EM-Zentralbanken in Lateinamerika und Osteuropa in ihrem Zinsanhebungszyklus bereits weit fortgeschritten sind. Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben sich im vergangenen Jahr enttäuschend entwickelt, was für das gerade angebrochene Anlagejahr wiederum eine gute Ausgangsbasis darstellt. Denn die Bewertungen sind niedrig, und die Stimmung ist von Skepsis durchzogen. Dabei sind die konjunkturellen Wachstums- und unternehmerischen Gewinnperspektiven klar aufwärtsgerichtet. Die Kombination dieser Faktoren spricht für die EM-Aktienmärkte.

## iTraxx Europe.

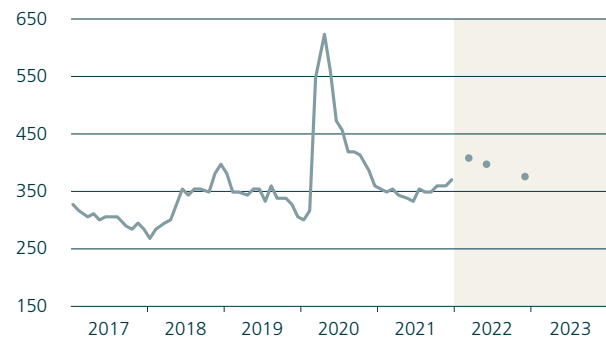
### Basispunkte



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.
- 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 Privathaushalte.
- **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 sehr langsam verlaufen. Kaufkraft der Geldanlagen funktioniert nur noch bei breit gestreuter Wertpapieranlage, 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.
- Russland-Ukraine-Konflikt eskaliert und führt zu wirtschaftlichen Sanktionen von Seiten des Westens, die das Wachstum belasten.
- 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 dauerhaft höhere 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.
- 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)