

# ETF-Newsletter Wertarbeit Zwischen Inflation und Rezession

Juni 2022

Neue Perspektiven für mein Geld.

**Deka**  
Investments

## Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

nachdem im Mai zaghafte Erholungstendenzen zu beobachten waren, die unser Marktbericht skizziert, suchen die Märkte aktuell noch ihre künftige Richtung. Es steht zu erwarten, dass das Geschehen den Sommer über volatil bleiben wird. Zu ungewiss sind die Aussichten, die noch immer geprägt sind von Lieferkettenproblematiken durch die Lockdowns in China, von ökonomischen Auswirkungen des andauernden Ukraine-Krieges sowie dem nunmehr entschlosseneren Handeln der Notenbanken zur Bekämpfung der Inflationsdynamik – mit potenziellen Auswirkungen auf die Konjunktur. Ein Kennzeichen der Unsicherheit: Die Flows im Mai zeigen 770 Millionen Euro mehr im Geldmarkt, der größte Zufluss seit Beginn der Coronakrise im März 2020. Auch der Gesprächspartner unseres Interviews, Nikolas Kreuz, Geschäftsführer des Asset Managers Invios, proklamiert „Cash is King“ und verrät, dass die Aktienquote im Portfolio aktuell nur 28% beträgt. Die neue Normalität ist noch nicht gefunden, so formuliert es Deka Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater im Makro Research. Ein Pendeln zwischen Inflations- und Rezessionsorgen oder gar der Stagflation ist – je nach aktueller Informationslage – wahrscheinlich.

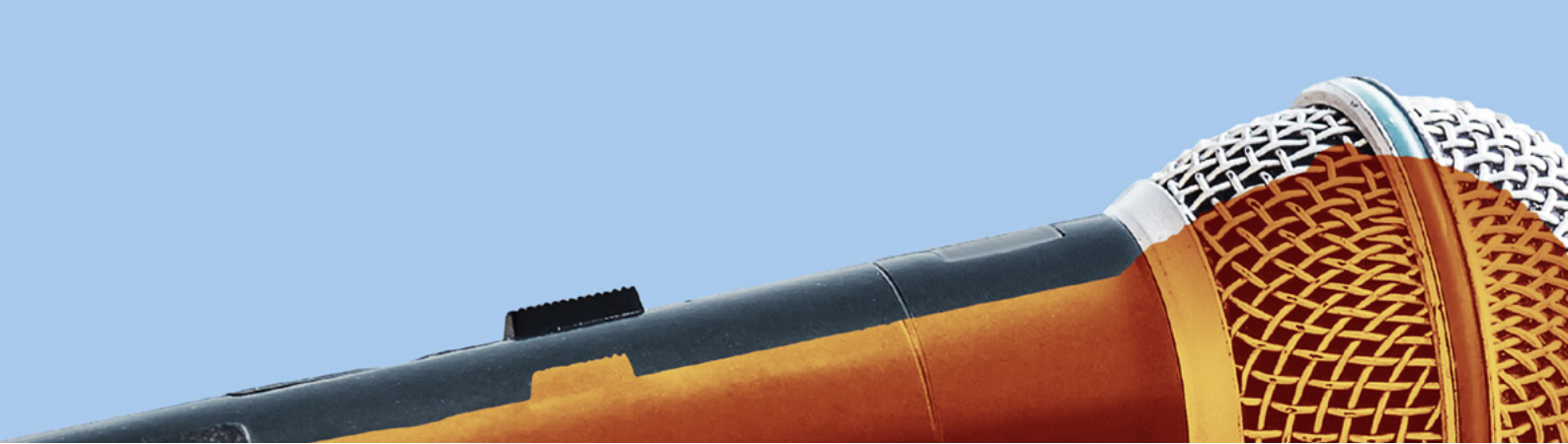
Dr. Bernhard Jünemann stellt in seiner Kolumne die Frage, ob „Gewinnen mit Diktaturen“ und autokratischen Systemen illegitim ist bzw. wie es vermieden werden kann. Er prüft, welche Möglichkeiten ETF-Anlegerinnen und -Anleger haben, auf Anlagen in Länder wie Russland oder China zu verzichten. Mit dem breiten Angebot an Länder-ETFs lassen sich regionale Präferenzen zwar recht gut abbilden, schwieriger wird es bei breiteren Schwellenländer-Indizes, die betroffene Länder oft zu nicht unwesentlichen Teilen enthalten. Hier sollten Investierende auch die Dynamiken zwischen China und Taiwan im Blick behalten.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH



## Interview

# „Wir halten unser Pulver trocken.“

**Der Bärenmarkt ist eine Herausforderung für jede Geldanlage. Wie sich diese mit Hilfe von ETFs meistern lässt, erläutert Nikolas Kreuz, Geschäftsführender Gesellschafter von Invios – Institut für Vermögenssicherung & Asset Management aus Hamburg.**

**Sie führen den Begriff Vermögenssicherung im Firmennamen. Ist das auch die übergreifende Philosophie Ihres Unternehmens? Bewahrung geht vor Vermehrung? Verluste sind ausgeschlossen?**

Schön wär's, aber die Welt ist nun mal von Unsicherheit geprägt, auch wenn sich die Menschen nach Sicherheit sehnen. Bezogen auf die Vermögensverwaltung kann es keine Kapitalgarantie geben. Aber grundsätzlich kann man mit solidem Handwerk an der Börse Fehler vermeiden. Das ist keine Raketwissenschaft. Hält man noch die Kosten in Grenzen, sollte man in der Lage sein, über einen längeren Anlagehorizont sechseinhalb Prozent Rendite nach Kosten zu erzielen. So wird Vermögen geschützt, und das drückt sich in unserem Firmennamen Invios aus, was sich vom englischen „unverletzlich“ ableitet. Zeitweilig sind Verluste unvermeidlich, aber langfristig sollte das Vermögen gesichert sein. Das ist unser Hauptziel.

**Wer sind Ihre Kunden, und welche spezifischen Bedürfnisse haben die?**

Die Kundengruppen sind breit gefächert. Wir wachsen ausschließlich über Empfehlungen. Das Gros sind private Kunden, aber wir haben auch Pensionskassen, kleinere Versicherungen und Stiftungen. Wichtig ist für uns, dass wir allen Kundengruppen die gleichen Leistungen zur Verfügung stellen. Unser Anspruch ist, die Vermögensverwaltung zu demokratisieren. Wir selektieren nicht nach bestimmten Zielgruppen und stellen uns nur auf die ein. Wir bieten allen das gleiche Gerüst der Risikovermeidung und die Möglichkeit, an der Rendite der Kapitalmärkte mitzuverdienen. Dies gilt also auch für kleinere Vermögen.

**Welche Anlageklassen nutzen Sie dafür?**

Wir spielen auf der gesamten Klaviatur, je nachdem was momentumgetrieben gerade gut läuft. Dazu gehen wir nach dem Pareto-Prinzip vor, das besagt, dass man mit 20 Prozent des Gesamtaufwandes 80 Prozent der Rendite erzielen kann. Wir halten uns dementsprechend von der Einzeltitel-Selektion fern. Wir folgen einem Kern- und Satellitenansatz. Im Kern sind es zu 80 Prozent ETFs. 20 Prozent sind Satelliten, mit denen wir Opportunitäten nutzen, um Alpha zu generieren. Hier gilt: Günstig kaufen und teuer verkaufen. Auch das wird überwiegend durch ETFs abgebildet. Dazu können aber auch mal Einzeltitel gehören, die ungerechtfertigt heruntergeprügelt wurden und eine gute Gelegenheit darstellen. Diese Prinzipien gelten für individuelle Vermögensmandate wie für unsere Publikumsfonds.

**Wie wählen Sie die ETFs im Einzelnen aus? Es gibt ja für die Märkte in der Regel unterschiedliche ETFs und Anbieter.**

Wichtig ist für uns ein bestimmtes Volumen, das nicht unter einer halben Milliarde Euro liegen sollte. Nur so scheint uns die Liquidität in Stressphasen gesichert zu sein. Das zweite Kriterium ist die Kostenseite, die man immer in Verbindung mit der Abbildungsqualität sehen muss. Wir selektieren nach höchster Abbildungsqualität mit geringsten Kosten. Schließlich wollen wir das Emittentenrisiko minimieren. Deshalb bevorzugen wir die physische Replikation. Die entspricht auch unseren Kundenwünschen.

**Wenn Sie Opportunitäten wahrnehmen wollen, nutzen Sie dann auch Smart-Beta-Produkte, die bestimmte Anlagestile wie Growth oder Value abbilden oder sich an zusätzlichen Kriterien wie Low Volatility oder Small Caps ausrichten? Setzen Sie auf bestimmte Themenfonds?**

Ja, das tun wir. Zum Beispiel haben wir zuletzt auf das Thema Wasserstoff gesetzt. Wir wissen aber auch, dass alle diese Stile und Themen rotieren können, und darauf reagieren wir. Wenn nach Growth wieder Value gefragt ist, gehen wir verstärkt in Value hinein und suchen nach Substanz und geringer Volatilität. Natürlich muss man vermeiden, zu häufig hin und her zu wechseln. Das erfordert ein diszipliniertes Vorgehen nach bestimmten von uns definierten Kriterien. Zudem muss man vermeiden, zu stark auf einzelne Themen zu setzen. Das Prinzip der breiten Streuung sollte nicht verletzt werden.

*„Gerade in den letzten Jahren haben wir gesehen, dass nachhaltige Indizes besser als der breite Markt gelaufen sind.“*

**Wie halten Sie es mit der Nachhaltigkeit?**

Unser Hauptziel ist, eine risikoadjustierte Rendite zu erzielen. Das ist teilweise auch nachhaltig machbar. Gerade in den letzten Jahren haben wir gesehen, dass nachhaltige Indizes besser als der breite Markt gelaufen sind. Aber das große Feld der Nachhaltigkeit ist nach unserem Eindruck noch nicht richtig durchleuchtet. Da gibt es noch viel Greenwashing, das zur Vorsicht mahnt. Dennoch achten wir auf Nachhaltigkeit, wenn auch nicht explizit. Für unsere Publikumsfonds attestieren uns Researchhäuser eine Nachhaltigkeitsquote von 74 Prozent, ohne dass wir uns sklavisch daran ausrichten. Sie finden dort eben auch Positionen, die nach reinen ESG-Kriterien nicht enthalten sein sollten, aber renditeträchtig sind.

**Noch genauer zum Risikomanagement. Sie passen die Investitionsquoten einzelner Anlageklassen je nach Marktsituation an. Reicht Diversifikation nicht?**

Nein, weil viele Marktteilnehmer nun mal irrational handeln. Das führt dazu, dass in Krisensituationen vieles miteinander korreliert ist. Das haben wir zuletzt in der Corona-Krise im März 2020 gesehen. Man muss deshalb zwar diversifiziert sein, aber auch mit Stopp-Marken agieren, um zu große Verluste zu vermeiden. Verluste, die man vermeidet, muss man auch nicht wieder aufholen. Wenn etwas um 50 Prozent fällt, muss es um 100 Prozent steigen, um wieder ausgeglichen zu sein. Unsere Devise ist, Gewinne laufen zu lassen und Verluste rechtzeitig zu begrenzen. Wir nutzen dazu gerne Trailing-Stops, die technisch wunderbar abzubilden sind.

**Im Prinzip leuchtet das ein. Aber gerade in der Corona-Phase gab es nach starken Verlusten auch wieder starke Erholungen. Das sieht jetzt angesichts des Ukraine-Krieges anders aus. Wie agieren Sie?**

In der Tat muss man auch beherzt zugreifen, wenn sich die Situation dreht, wie das in den Coronazeiten mehrfach der Fall war. Jetzt aber sind wir im Bärenmarkt und haben unsere Aktienquote wieder auf 28 Prozent verringert. Überwiegend sind wir jetzt in sehr kurzlaufenden Rentenpositionen, die uns auch gegen zu große Verwerfungen durch die Zinswende abschirmen. Ansonsten heißt es: Cash ist King.

**Wie sind die Erwartungen für dieses Jahr?**

Wir haben alle leider keine Glaskugel. Es hilft nichts, wenn wir irgendwelche Dax-Erwartungen formulieren. Der Markt hat mich in den über 36 Jahren Demut gelehrt. Das Umfeld aktuell ist durch den Krieg, gestörte Lieferketten, Inflation, steigende Zinsen und möglicherweise auch noch durch eine Rezession der Weltwirtschaft geprägt. Meine Hoffnung ist, dass sich der Markt auf diesem Niveau einigermaßen stabilisiert. Aber es fehlt der finale Ausverkauf, der oft ein Zeichen für das Ende eines Bärenmarktes war. Ich hoffe auf eine Jahresendrallye in einem besseren Umfeld. Erst einmal ist weiter Abwarten angesagt. Wir halten unser Pulver trocken.



## Kolumne

# Gewinnen mit Diktaturen?



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Der Welt der Geldanlage wird ja gerne nachgesagt, dass sie sich nicht um Moral kümmert, sondern nur den Gewinn im Blick hat. Solche Motive gibt es sicherlich, aber man darf das nicht verallgemeinern. Die Entscheidungen treffen Menschen mit unterschiedlichen Wertvorstellungen und Zielen. Anlegerinnen und Anleger sind von Werten geleitet, die zumindest in demokratischen Gesellschaften hehre Ansprüche beinhalten: Freiheit, Gerechtigkeit, die Würde des Menschen.

Daraus ergibt sich zwangsläufig die Frage: Wie geht man mit Diktaturen um, die solche Werte mit Füßen treten? Der blutrünstige Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine, aber auch die Entwicklung in China hat diese Frage in das Zentrum von Anlagestrategien gestellt. Daraus ergeben sich moralische und wirtschaftliche Konsequenzen.

Es gilt zunächst, zu differenzieren zwischen autokratischen Systemen und ausgeprägten Diktaturen. Die Golfstaaten sind beileibe keine Demokratien, dennoch werden den Bürgern Freiheiten gewährt und ist pragmatisch unterwegs. Russland ist inzwischen klar eine Diktatur, die klassische Kriterien des Faschismus zeigt: Führerkult, brutale Unterdrückung jeder Opposition und hegemoni-

sche Unterwerfung von schwächeren Staaten. Solche Tendenzen sind leider auch in China zu finden. Die Politik nach dem Tode Maos 1976 wurde unter Deng Xiaoping wirtschaftsliberal und pragmatisch. Sie bescherte dem Land einen beispiellosen Wohlstandsgewinn. Jetzt unter Xi Jinping, der sich als Führer auf Lebenszeit inthronisieren lässt, wird die Politik im Sinne der kommunistischen Partei reideologisiert. Unterdrückung und Zensur haben wieder Priorität.

Ich bin der Meinung, dass Anlegerinnen und Anleger sich durchaus von Investitionen in solchen Diktaturen fernhalten sollten, wenn ihre Werte zu sehr verletzt werden. Anders als die Politik, die oft aus strategischen Gründen mit solchen Staaten zähneknirschend kooperieren muss, gibt es in der globalen Anlagewelt genügend Investitionsmöglichkeiten, die das Gewissen weniger belasten. Gerade für Stiftungen, die oft soziale Zwecke verfolgen, gilt das unmittelbar. Die Bewegung hin zum nachhaltigen Investieren zeigt generell, dass solche Kriterien für die Geldanlage immer wichtiger werden.

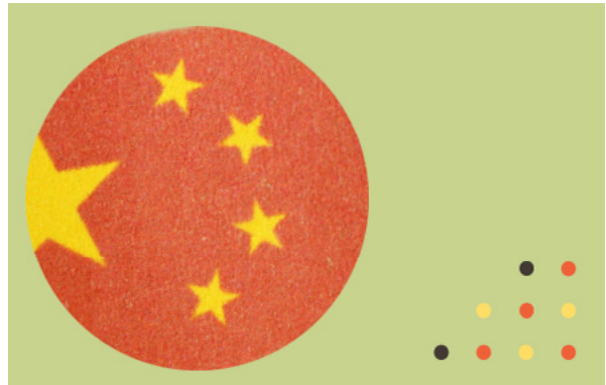
Es gibt, wie gesagt, auch wirtschaftliche Aspekte, die sich negativ auf die Anlagestrategie auswirken. Wie zum Beispiel China die innovativen Tech-Unternehmen an die Kandare nimmt, wie westliche Impfstoffe verteufelt werden und rigorose Lockdowns die Wirtschaft ersticken, trägt zu schmerzhaften Verlusten bei. Inzwischen werden chinesische Aktien mit einem Abschlag von 45 Prozent zu vergleichbaren amerikanischen Titeln gehandelt. Auch Demokratien machen wirtschaftspolitische Fehler, aber solche Systeme ermöglichen aus Fehlern zu lernen und zu korrigieren, ohne dass dazu eine Revolution oder zumindest ein verzweifelter Aufstand nötig sind.



Was bedeutet das für Indexinvestments und ETFs? Recht klar lässt sich die Entscheidung jeweils zu Länder-Fonds treffen. Russland-Titel sind ein No-Go, auch wenn einzelne Firmen außerhalb des staatlich dominierten Rohstoffsektors durchaus moralisch akzeptable Gewinne erzielen.

Schwieriger ist der Umgang mit regionalen und globalen Indizes. Der MSCI Emerging Markets Index gilt als Proxy für die Schwellenländer und ist als Beimischung für globale Strategien beliebt. In ihm sind rund 1400 Aktien aus 24 Ländern enthalten. Der Russlandanteil wurde im März nach dem Beginn des Krieges auf null gestellt, was nur konsequent ist. Schaut man sich die 24 Länder aktuell an, so muss man jedoch mindestens bei zehn von ihnen autoritäre Tendenzen feststellen. Aus meiner Sicht könnte sich China zum größten Problemfall entwickeln, wenn sich die Situation dort verschärfen würde. Aber die Erkenntnis, dass wirtschaftliche Kooperation lebenswichtig ist, scheint den Pragmatikern in Peking noch bewusst zu sein. Immerhin haben chinesische Firmen ein Gewicht im Index von 32 Prozent. Die kleine Insel Taiwan ist mit 16 Prozent an zweiter Stelle. Nicht auszudenken, was in der Weltwirtschaft passiert, wenn die Volksrepublik Taiwan mit Gewalt angliedern würde.

Trotz aller Risiken: Schwellenländeraktien gehören in ein global gut sortiertes Portfolio. Wer zu den ESG-gefilterten Indexvarianten greift, kann zumindest auf der Unternehmensebene manche sozialen Risiken vermindern. Gewissensbisse werden kaum zu vermeiden sein. Das aber ist gut, setzen Anlegerinnen und Anleger sich doch ständig mit ihren Entscheidungen auseinander.



*„Aus meiner Sicht könnte sich China zum größten Problemfall entwickeln, wenn sich die Situation dort verschärfen würde.“*



## ETF-Monitor

# Erholungsversuche mit Angst.

Die Märkte haben sich im Mai deutlich beruhigt. Das Geschehen war durch kleinere Gewinne und Verluste geprägt. Am stärksten erholte sich der chinesische Markt mit einem Plus von 4,6 Prozent. Das war einmal dem starken Kursrückgang zuvor aber auch der Hoffnung auf ein Ende der Lockdowns geschuldet. Auch der DAX reckte sich hoch und schaffte 2,1 Prozent. Ihm folgten der Nikkei mit 1,6 Prozent und die Emerging Markets mit 0,1 Prozent. Die amerikanischen Märkte waren gemischt. Dort machte man sich Sorgen um eine mögliche Verschärfung der Zinswende durch die Notenbank. Der S&P 500 legte gerade mal um 0,1 Prozent zu, während der technologielastige Nasdaq Composite 2,1 Prozent abgab.

Bei den Rohstoffen glänzte immer noch das Öl. Der Preis pro Fass stieg für die Sorte Brent um 12,4 Prozent. Gold

### Zahlen und Fakten.

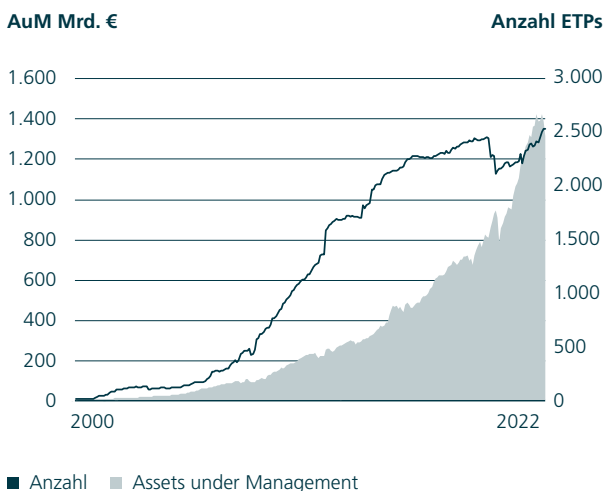
2.514

Die Zahl der Notes und Fonds ging etwas zurück, um 0,3 Prozent auf 2.514 Titel.

1,3

Das Volumen der AuM sank im Mai um 1,5 Prozent auf 1,3 Billionen Euro.

### Europäischer ETP-Markt.



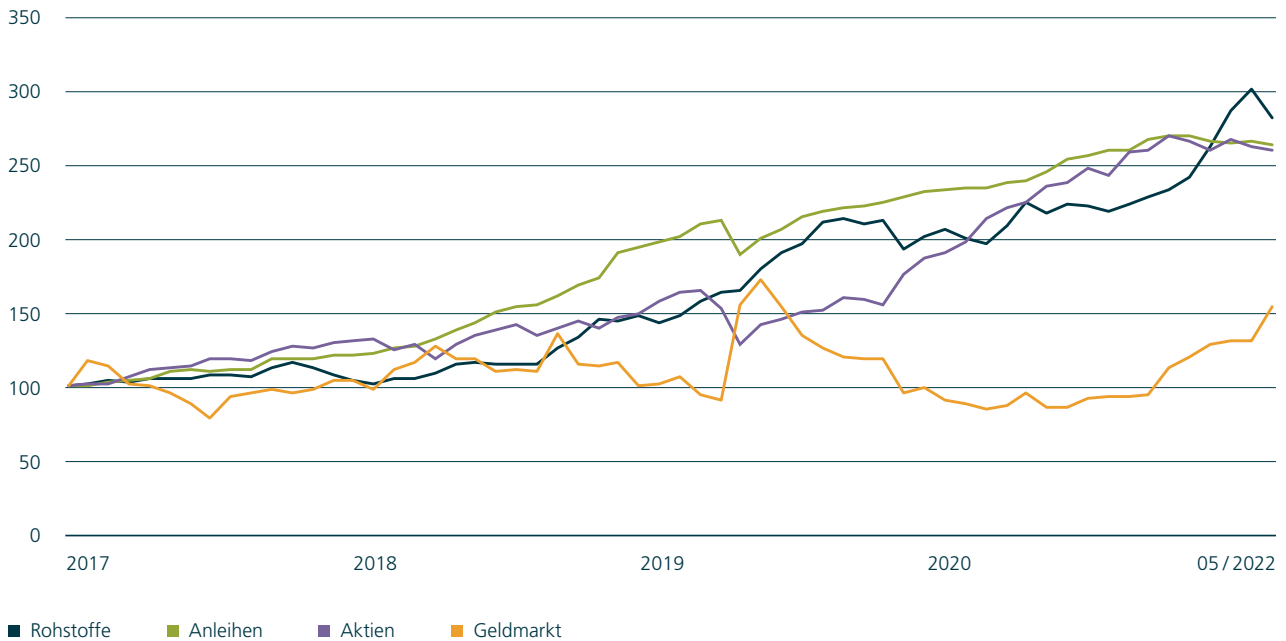
Quelle: Morningstar

gab Gewinne ab. Die Feinunze verbilligte sich um 3,1 Prozent. Angesichts einer zeitnahen Zinswende der EZB konnte sich der Euro gegenüber dem Dollar wieder etwas verbessern und stieg um 1,8 Prozent. Die Anleiherenditen legten weiter leicht zu. Für zehnjährige deutsche Bundesanleihe gab es im Mai 1,12 Prozent.

Bei den ETFs dominierten Öl- und Energiefonds die Gewinnerliste. Besonders US-ETFs auf diesen Sektor profitierten und verbesserten sich um bis zu 14 Prozent. Bei den Länderfonds setzte sich Brasilien an die Spitze mit einem Gewinn bis sieben Prozent. Das half auch Regionalfonds auf Lateinamerika. Banken- und Finanztitel konnten wieder punkten und schafften bis sechs Prozent.

Unter den Verlierern gab es einen wahren Crash für Russlandfonds. Sie verloren bis 75 Prozent. Auch Fonds und Notes mit Bezug zu Kryptowährungen wurden weiter abgestoßen, was diesen Verluste um die 35 Prozent bescherte. Fonds mit Bezug zu Edelmetallen litten ebenfalls. ETFs mit Minenwerten gaben bis zwölf Prozent ab.

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



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Die Entwicklung beim Nettomittelaufkommen zeigte wieder antizyklisches Verhalten. Die Aktien wurden mit 1,9 Milliarden Euro bedacht, die Anleihen mit 1,4 Milliarden, obwohl in diesen Sektoren die Kurse häufig gefallen sind. Im Rohstoff- und Energiesektor, wo sie gestiegen sind, waren

die Flows erstmals in diesem Jahr negativ. 1,3 Milliarden Euro flossen ab. Der Geldmarkt dagegen profitierte und erhielt 770,1 Millionen Euro mehr, der größte Zufluss in einem Monat seit der Coronakrise im März 2020.

## Zahlen und Fakten.

104,2

Bei den Rohstoffe gab es Verluste: 6,7 Prozent auf 104,2 Milliarden Euro

876,6

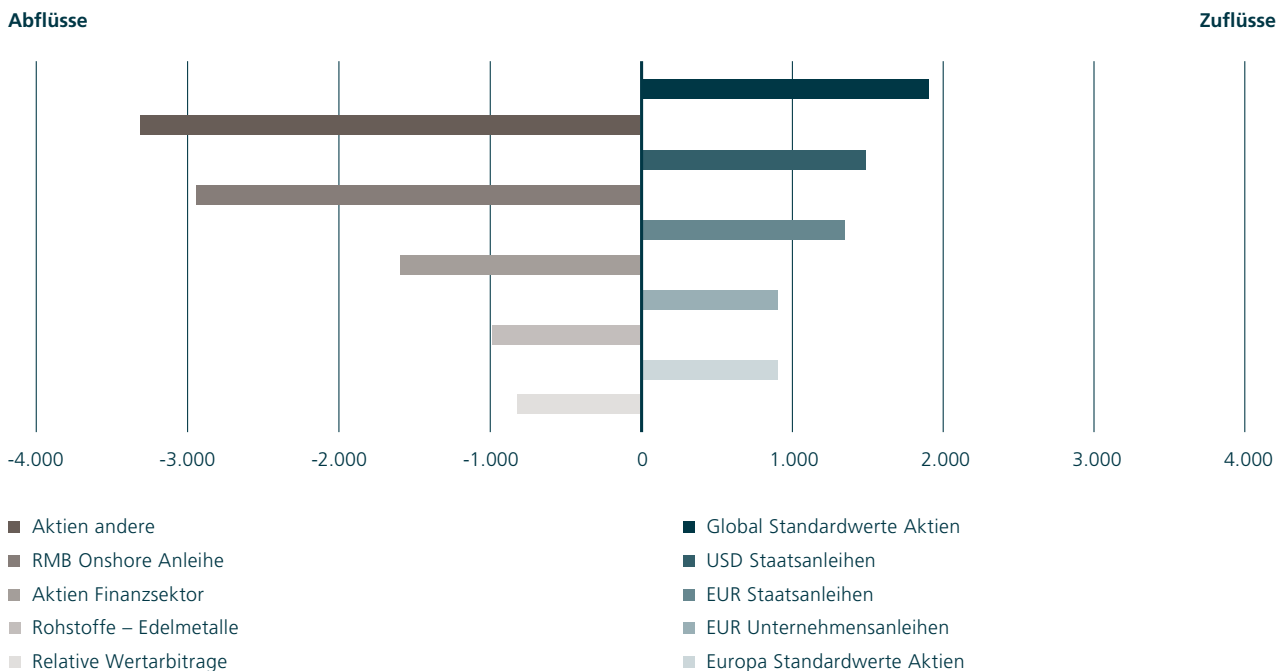
Auch die Aktien verloren – 0,8 Prozent auf aktuell 876,6 Milliarden.

300,6

Die Anleihen verloren ebenfalls – 1,1 Prozent auf 300,6 Milliarden Euro.

5

Der Geldmarkt stieg um 17,4 Prozent und übersprang wieder die Marke von 5 Mrd. Euro.



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Verlierer waren wie in den Monaten zuvor vor allem Fonds mit Titeln außerhalb der großen Indizes. Im Mai flossen 3,3 Milliarden Euro ab. Anleihen auf den chinesischen Renminbi erlitten das gleiche Schicksal, minus 2,9 Milliarden Euro. Aktien des Finanzsektors mussten auf 1,6 Milliarden Euro verzichten. Für Rohstofffonds mit Bezug zu Edelmetallen waren es 972,8 Millionen Euro weniger. Schließlich wurde das Engagement um 820,4 Millionen Euro in Fonds abgebaut, die eine Strategie der Relative Value Arbitrage verfolgen. Bei dieser setzen Anlegerinnen und Anleger auf Preisdifferenzen zwischen verschiedenen Anlageinstrumenten.

### Nettomittelzuflüsse.

Aufgeschlüsselt nach einzelnen Anlagekategorien entwickelten sich besonders gut globale Standardaktien. Ihnen flossen 1,9 Milliarden Euro netto zu. Gefolgt wurden sie von einer Reihe von Anleiheinvestments: 1,5 Milliarden Euro für US-Dollar-Staatsanleihen, 1,3 Milliarden Euro für Euro-Staatsanleihen und 909,2 Millionen Euro für Euro-Unternehmensanleihen. Danach profitierten wieder Aktien. Europäische Standardwerte erhielten 901,8 neue Nettomittel.

### Marktkommentar: Die Angst investiert mit.

Die Akteure an den Märkten sind sich weitgehend einig, dass der Bärenmarkt noch anhält. „Für ein Ende braucht es noch einen finalen Ausverkauf,“ wie ein Händler bemerkt. Außerdem wird darauf verwiesen, dass noch keiner der großen Belastungsfak-

toren wirklich nachgelassen hat: der Krieg in der Ukraine, die Inflation, die restriktivere Geldpolitik der Notenbanken und die Gefahr einer Rezession. Für die Märkte bedeutet das: Die Entwicklung wird weiterhin sehr unruhig verlaufen. Die Angst investiert mit.





Makro Research

# Mit vielen Unwägbarkeiten durch den Sommer.



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

An den Finanzmärkten hat es in diesem Jahr massive Bewegungen gegeben. Sowohl an den Aktienmärkten als auch bei den festverzinslichen Wertpapieren kam es teilweise zu spürbaren Kursverlusten. Der Grund war die Erkenntnis, dass die Konjunktur sich schwächer entwickeln wird, während die Inflation längere Zeit auf höherem Niveau verharrt.

Denn es gibt immer noch viele Unwägbarkeiten: die Corona-Pandemie – derzeit vor allem mit Blick auf China und die aus den dortigen regionalen Stillständen resultierende Lieferkettenproblematik – und leider auch weiterhin der Krieg Russlands gegen die Ukraine. Daneben hat der geldpolitische Kurswechsel der Notenbanken maßgeblich dazu beigetragen, dass wir im Jahr 2022 eine Neuorientierung an den Finanzmärkten erleben. Vor allem die US-Notenbank Fed hat bei ihrem Zinserhöhungszyklus Gas gegeben und ist zu Zinsschritten mit 50 Basispunkten übergegangen. Auch in der Europäischen Zentralbank hat sich die Einsicht durchgesetzt, dass es Zeit für die Zinswende ist. Spät zwar, aber immerhin sind in der zweiten Jahreshälfte 2022 drei Leitzinserhöhungen zu erwarten.

Hiermit soll den aktuellen Inflationsanstiegen Paroli geboten werden. Inflationsraten von um die 8%, die im Mai infolge gestiegener Rohölpreise noch einmal nach oben gingen, sind schon Mahnung genug. Schwerwiegender sind aber die Sorgen, dass die Verankerung der Inflationserwartungen im Bereich der Notenbankziele verloren gehen könnte. Tatsächlich haben in diesem Frühjahr die Inflationserwartungen an den Märkten die gewünschten 2% zeitweise deutlich überschritten, was an den höheren Anleiherenditen abgelesen werden konnte. Immerhin scheinen die Zentralbanken inzwischen aber an den Märkten erfolgreiche Überzeugungsarbeit geleistet zu haben, dass sie es ernst meinen mit der Inflationsbekämpfung: Die Renditen zehnjähriger US-Anleihen und Bundesanleihen haben sich im Bereich von 3% beziehungsweise 1% stabilisiert.

Die Suche nach der neuen Normalität ist damit freilich längst noch nicht abgeschlossen. Jede neue Veröffentlichung von Konjunktur- und Inflationsdaten kann die Märkte zwischen Rezessions- oder Inflations Sorgen die Seiten wechseln lassen oder sogar die Tristesse eines Stagflationsszenarios aufkommen lassen. Mithin wird nach wie vor nach den angemessenen Bewertungen bei den Vermögenspreisen gesucht. Zweifellos haben die Kursrückgänge an den Aktienbörsen dazu beigetragen, dass sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse spürbar verringert haben. Vor allem aus den Kursen von Technologiewerten – und übrigens auch von Krypto-Anlagen – ist einige Luft entwichen. Die Aktienmärkte sind nunmehr moderat bewertet, und an den Rentenmärkten kann man mit einem positiven Kupon rechnen. Doch bevor sich neue belastbare Trends an den Finanzmärkten ausbilden, ist über den Sommer mit geo- und geldpolitischen Unwägbarkeiten und daher auch mit erheblichen Marktschwankungen zu rechnen.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Abwärtsrevisionen beim BIP für Deutschland und USA. Aufwärtsrevision beim BIP in Euroland.
- Aufwärtsrevisionen bei der Inflation für Deutschland, Euroland und USA.
- Euroland: Anhebung der Renditeprognosen.
- US-Leitzinsen: Zinserhöhung im Juli 2022 um 50 Basispunkte (vorher: 25 BP) und Wegfall der bislang prognostizierten Zinserhöhung im Januar 2023 um 25 Basispunkte.
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognosen für Brasilien und Polen.

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Die deutsche Konjunktur lebt derzeit vom Wechselspiel der Auftriebskräfte. Aktuell werden trendmäßig schwache Industriedaten durch kräftige Dienstleistungsdaten kompensiert. Letztere profitieren vom Ende der Corona-Restriktionen. Darüber hinaus kommt es aber insbesondere in der Industrie zu starken Verwerfungen durch Sonderinflüsse, zumeist Lieferengpässe. So brach die Industrieproduktion im März aufgrund von Produktionsstopps in der Automobilindustrie ein, und im April wird sie im Gegenzug wieder stark ansteigen. Für die Dienstleister wird aber mit fortschreitender Zeit die Inflation zu einem Problem, denn die Kaufkraft und die Kaufbereitschaft der privaten Haushalte sinken.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2022 bzw. 2023: 1,6 % bzw. 2,0 % (bisher: 2,0 % bzw. 2,5 %); Inflation 2022 bzw. 2023: 7,6 % bzw. 3,4 % (bisher: 7,1 % bzw. 3,2 %).

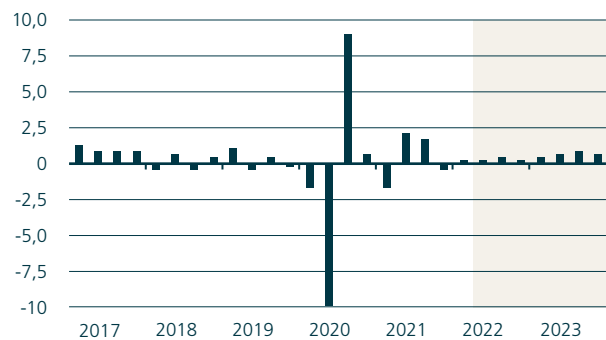
### Euroland.

Die Frühindikatoren zeigen, dass die bestehenden Probleme (Lieferkettenbeeinträchtigungen, hohe Energiepreise, Unsicherheit durch den Krieg in der Ukraine, etc.) nicht kleiner werden und sich der schwache Wachstumskurs der europäischen Wirtschaft auch im zweiten Quartal fortgesetzt haben dürfte. Am europäischen Arbeitsmarkt macht sich dies bislang noch nicht bemerkbar. Dort bleibt die Lage mit einer Arbeitslosenquote von weniger als 7 % angespannt und von Fachkräftemangel geprägt. Die Gefahr von Zweitrundeneffekten bei der Inflation ist insofern deutlich größer als in den vergangenen zehn Jahren. Die EWU-Inflationsrate lag im Mai bei 8,1 % und damit erstmals seit Beginn der Währungsunion über der Marke von 8 %.

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

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

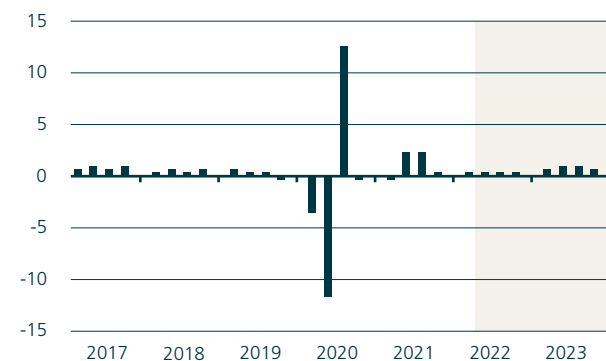
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Die ersten Anzeichen einer geldpolitisch bedingten wirtschaftlichen Verlangsamung treten nun zutage. So sank im April die Anzahl der Neubauverkäufe deutlich gegenüber dem Vormonat. Der Wohnimmobilienbereich gilt als zinsensibel. Auch Unternehmensumfragen zu deren Investitionsplänen haben sich zuletzt verschlechtert, wenngleich die Niveaus nicht beunruhigend sind. Und für April wurde mit 4,4 % eine überraschend niedrige Sparquote der privaten Haushalte gemeldet. Offenkundig schränken bislang die privaten Haushalte ihr Konsumverhalten aufgrund der weiterhin hohen Inflationsraten nicht ein, sondern verringern vielmehr ihr monatliches Sparvolumen. Diese Reaktion kann aufgrund der steigenden Leitzinsen nicht dauerhaft fortgeschrieben werden, sodass wir deshalb unseren zeitnahen Wachstumsausblick nach unten korrigiert haben.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2022: 2,1 % (bisher: 2,5 %); Inflation 2022 bzw. 2023: 7,1 % bzw. 2,0 % (bisher: 6,7 % bzw. 1,8 %).

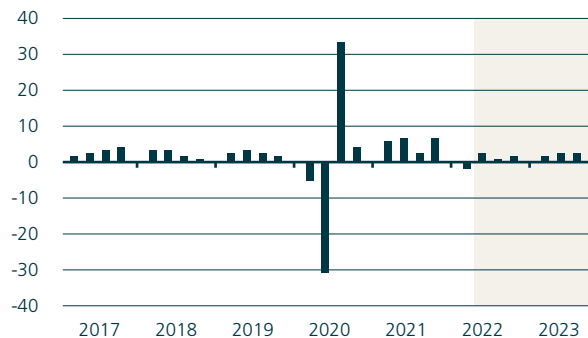
## Märkte Industrieländer.

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Nachdem sich in den vergangenen Wochen ein Konsens unter den Mitgliedern des EZB-Rats herausgebildet hatte, die Nettoanleihekäufe des APP zeitnah auslaufen zu lassen und bei der Sitzung am 21. Juli mit der Anhebung der Leitzinsen zu beginnen, richtet sich die geldpolitische Diskussion nun zunehmend auf Tempo und Ausmaß der bevorstehenden Leitzinserhöhungen. Um den Markterwartungen in dieser Phase Orientierung zu geben, skizzierte Präsidentin Lagarde in einem Artikel die Leitlinien der Geldpolitik. Sie bemühte sich dabei um einen Kompromiss, indem sie einerseits Anpassungsbedarf bestätigte, andererseits aber hervorhob, dass die derzeit hohe Inflation nicht auf einer konjunkturellen Überhitzung beruht. Derartige Überlegungen dürfte die EZB bei ihren nächsten Ratssitzungen auch in ihre Forward Guidance über die zukünftigen Leitzinsen einfließen lassen. Eine Betonung der graduellen und datenabhängigen Vorgehensweise würde unseres Erachtens gegen Zinsschritte von 50 Basispunkten sprechen, die von einigen Notenbankern ins Spiel gebracht worden sind.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

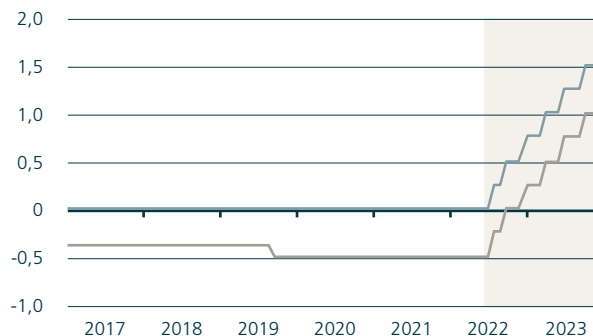
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



■ Hauptrefinanzierungssatz ■ Einlagensatz

Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

## Rentenmarkt Euroland.

Die Renditen langlaufender Bundesanleihen waren zuletzt gegenläufigen Einflüssen ausgesetzt. Aufwärtsdruck ging vom kurzen Ende der Bundkurve aus, weil Marktteilnehmer sich auf relativ schnelle Leitzinserhöhungen der EZB einstellten. Demgegenüber haben sowohl die an den Kapitalmärkten herrschenden langfristigen Inflationserwartungen als auch die Renditen von US-Treasuries nachgegeben. Beides reflektiert die Sorgen der Anleger vor einer Eintrübung des weltwirtschaftlichen Umfelds. Sukzessive Leitzinserhöhungen dürften sich in den kommenden Monaten in weiter steigenden Renditen kurzlaufender Bundesanleihen niederschlagen. Dies dürfte zu einem gewissen Grad auch auf die längeren Laufzeitbereiche ausstrahlen, denn die Bundkurve ist im Vergleich zum Beginn früherer Phasen der geldpolitischen Straffung ungewöhnlich flach.

**Prognoserevision:** Anhebung der Renditeprognosen.

## Devisenmarkt: EUR–USD.

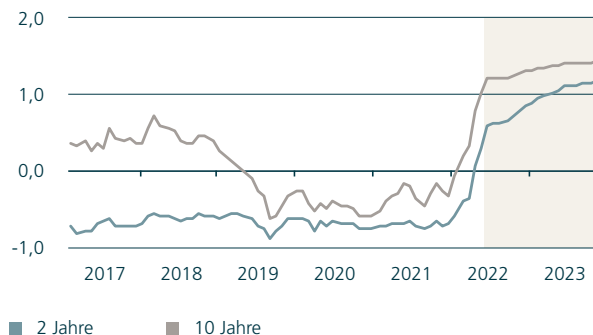
Der seit einem Jahr anhaltende Abwärtstrend des EUR-USD-Wechselkurses scheint nun ein Ende gefunden zu haben. Nach dem Jahrestief von 1,0385 EUR-USD am 13. Mai hat der Wechselkurs nach oben korrigiert und tendiert mittlerweile gegen die Marke von 1,08. Die Sorgen um eine Abwertung des Euro bis zur Parität zum US-Dollar haben sich nicht bewahrheitet. Den Euro-unterstützenden Wendepunkt brachten am 23. Mai die Äußerungen der EZB-Präsidentin Lagarde, die die Leitzinswende der EZB für Juli avisiert hat. Damit dürften die zunehmende Konfidenz in die geldpolitische Straffung der EZB, die etwas geringeren kriegsbedingten Wachstumsrisiken für Euroland (kein unmittelbar drohendes Gasembargo) sowie die Abwärtskorrektur der zuvor zu hoch gehandelten Fed-Leitzinserwartungen dem Euro weiteren Auftrieb verleihen.

## Aktienmarkt Deutschland.

Die deutschen Unternehmen müssen derzeit zwei Belastungsfaktoren schultern. Stark steigende Preise als Folge des Kriegs in der Ukraine und Störungen in den Lieferketten, die punktuelle Engpasssituationen und Einschränkungen in der Produktion nach sich ziehen. Da in China die Corona-Welle derzeit abebbt, dürften sich die Lieferketten im Juni normalisieren, was für die deutschen Unternehmen wie auch für den Aktienmarkt eine positive Unterstützung darstellt. Die Einkaufsmanagerindizes signalisieren einen vorsichtigen Optimismus der Unternehmen, vor allem aufgrund des hohen Auftragsbestands. Die Gewinnaussichten sind somit solide unterstützt, was in Kombination mit den mittlerweile erreichten niedrigen Bewertungsniveaus die Basis für eine Bodenbildung der Aktienkurse über die Sommermonate legt. Eine rasante Aufholbewegung ist aber nicht zu erwarten, da das geo- und geldpolitische Umfeld von erhöhten Risiken geprägt bleibt und für Schwankungen sorgt.

## Bundesanleihen: Renditen.

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

### Aktienmarktprognose

	01.06.2022	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	14.340,47	14.500	15.000	15.500
<b>EURO STOXX 50</b>	3.759,54	4.000	4.050	4.100
<b>S&amp;P 500</b>	4.101,23	4.400	4.450	4.400
<b>Topix</b>	1.938,64	1.950	1.900	2.050

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Der Kreditindex iTraxx Europe hat sich in den letzten Wochen ein gutes Stück von den kräftigen Ausschlägen auf über 100 Bp erholt. Gleichzeitig haben sich jedoch die Risikoaufschläge bei Kassa-Anleihen, die zuvor vergleichsweise moderat gestiegen waren, spürbar ausgeweitet. Wie so häufig in kritischen Marktphasen haben sich Investoren zunächst über die liquidesten Instrumente abgesichert und holen die Spreadbewegung anschließend in den tatsächlichen Kassa-Produkten nach. Hinzu kam eine recht kräftige Aufholwelle bei Neuemissionen. Die neuen Anleihen konnten dennoch sehr erfolgreich platziert werden, da sie mit erhöhten Neuemissionsprämien schmackhaft gemacht wurden. Dies zog jedoch Tauschoperationen mit entsprechenden Spreadanpassungen bei alten ausstehenden Anleihen auf dem Sekundärmarkt nach sich.

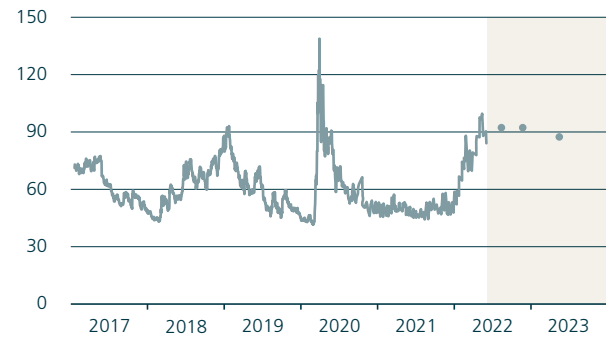
## Emerging Markets.

### Märkte.

Nachdem es in der ersten Mai-Hälfte zu weiteren Kursverlusten bei Schwellenländeranlagen gekommen war, konnten sich die Märkte zuletzt etwas stabilisieren, denn die Zinsanhebungserwartungen für die US-Notenbank wurden verringert und der Lockdown in China wurde gelockert. Doch das Umfeld bleibt schwierig: Die hohe Inflation belastet die Konsumenten weltweit. Die Geldpolitik wird in den meisten Ländern weiter gestrafft, in den USA mit besonders hohem Tempo. Der Krieg in der Ukraine geht weiter, und die Sanktionen gegen Russland werden verschärft. Anlass für vorsichtigen Optimismus bieten vor allem die Bewertungen. So dürften die zu erwartenden Leitzinsanhebungen der US-Notenbank mittlerweile weitgehend am US-Anleihenmarkt eingepreist sein, was das Abwärtspotenzial auch für EM-Hartwährungsanleihen reduziert. Die Risikoaufschläge befinden sich ebenfalls im historischen Vergleich auf erhöhtem Niveau. Der Zinsanhebungszyklus in Lateinamerika und Mittel- und Osteuropa nähert sich dem Ende. EM-Aktien sind niedrig bewertet und dürften von der Lockerung der Lockdowns in China profitieren.

## 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 leicht überarbeitet, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten jedoch unverändert gelassen.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Globales Wachstum wird durch geopolitische Entwicklung und geldpolitische Normalisierung gedämpft.
- Russland-Ukraine-Krieg bzw. die daraus resultierenden wirtschaftlichen Sanktionen führen vor allem in Europa zu verstärkten Lieferkettenproblemen und Rohstoffknappheit, insbesondere bei Energierohstoffen.
- Anhaltend hohe Energiepreise, Produktionsstopps und Verunsicherung bremsen spürbar die konjunkturelle Dynamik in Euroland. Erholung im Verlauf von 2023.
- US-Wirtschaft wächst robust. Steigende Zinsen und hohe Energiepreise führen jedoch zu geringerem Wachstumstempo.
- Notenbanken straffen ihre Geldpolitik, um dauerhaft höhere Inflationsraten zu verhindern, und nehmen dabei nach Möglichkeit Rücksicht auf die fragile Konjunktur.
- Staatliche Mehrausgaben für Verteidigung, Investitionen zur Klimawende und Digitalisierung lassen öffentliche Verschuldung weiter steigen.
- Verstärkte staatliche Regulierung in China geht zulasten des privaten Sektors. Wachstum pendelt sich bei knapp 5 % ein.
- Inflationsraten gehen nur mit Verzögerung wieder zurück und bleiben oberhalb der Inflationsziele der Notenbanken.
- Aktienmärkte bleiben zunächst wegen Verunsicherung durch Krieg und kurzfristigem Wachstumsrückgang sehr schwankungsanfällig. Mittelfristig profitieren sie von globalem Wachstum und hoher Profitabilität der Unternehmen. Gesamtertrags Erwartungen für Rentenanlagen bleiben begrenzt, lediglich risikoreichere Segmente sind attraktiv.
- Zinsen dürften lediglich moderat steigen. Kaufkraftersatz der Geldanlagen funktioniert nur noch bei breit gestreuter Wertpapieranlage, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 30 %)

- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs mit Ausweitung auf weitere Länder. Anhaltende Ost-West-Konfrontation verringert positive Wachstumswirkung der Globalisierung.
- 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 nicht nur das Wachstum bremst, sondern sogar eine Rezession auslöst.
- Spürbare, lang anhaltende Wachstumsabschwächung in China, bspw. ausgelöst durch eine nationale Immobilienkrise.
- 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 einem erneuten Infragestellen der Währungsunion.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 5 %)

- Einfrieren des Russland-Ukraine-Konflikts führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Corona-Pandemie ebbt schnell ab. Produktion und Konsum können wieder ungehindert wachsen.
- 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)