

# ETF-Newsletter Wertarbeit Durchatmen nach der Bankenkrise light?

April 2023

Investieren schafft Zukunft.

**Deka**  
Investments

## Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

nachdem die Turbulenzen rund um die Pleite der Silicon Valley Bank und um das Schweizer Traditionshaus Credit Suisse Schockwellen in die ohnehin von der Inflationsbekämpfung gebeutelten Aktien- und Anleihemärkte sendeten, stehen die Zeichen dort nun auf Erholung. Doch ist damit bereits das Ende dieser volatilen Marktphase eingeläutet? Viele Experten sehen bereits den Abschluss des aktuellen Zinserhöhungszyklus herannahen, einige warnen jedoch auch vor weiteren Risiken in den Bilanzen einzelner Banken. Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater sieht den Erfolg der Notenbanken bei der Inflationsbekämpfung als Grundvoraussetzung für eine nachhaltige Erholung von Konjunktur und Kapitalmärkten.

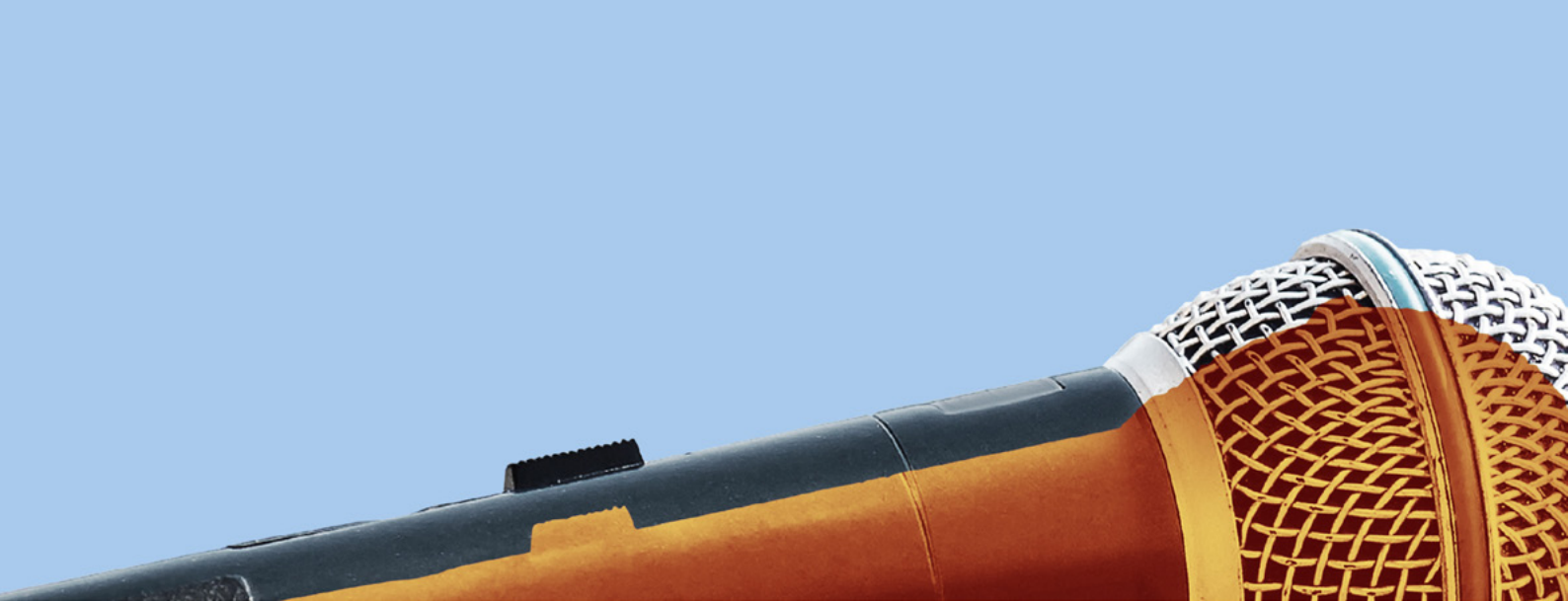
In unserem Interview beschreibt Leandro Barulli, Portfoliomanager und Vermögensverwalter bei der Top Vermögen AG, die Komplexität multidimensionaler Diversifikation. Einerseits auf der Ebene der Assetklassen wie Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Edelmetalle, andererseits auf der Ebene der Managementstile und Anlageinstrumente – wie aktive und passive Fonds sowie Einzelinvestments in Anleihen oder auf der Strategieebene wie der Kombination verschiedener langfristig tragfähiger Investmentfaktoren. Dr. Bernhard Jünemann wirft in seiner Kolumne einen Blick auf das Comeback der Anleihe als Anlageoption und die ihr eigenen Komplexitäten: von der Abhängigkeit von der kurzfristigen Notenbankpolitik über die Laufzeiten-Dimension bis hin zu den Anlagevehikeln Direktinvestment vs. ETF. Quintessenz vieler Beiträge ist, dass Anlegerinnen und Anleger in der aktuellen Marktsituation vor allem auf Zweierlei achten sollten: auf eine breite Diversifikation sowie auf die sorgfältige Auswahl hochqualitativer, langfristig werthaltiger Investmentprodukte.



Ihr Thomas Pohlmann.



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH



## Interview

# „Es kommt auf langfristige Ziele an“

**Leandro Barulli ist Portfoliomanager und Vermögensverwalter bei der Top Vermögen AG in Starnberg. ETFs sind bei ihm in Verbindung mit Faktorinvestment ein wichtiger Teil im Asset Management.**

**Top Vermögen klingt gut, wirklich nach Spitze. Was ist das Besondere an Ihrem Angebot?**

Meiner Meinung nach sind drei Attribute entscheidend. Erstens sind wir ein Familienunternehmen, seit über 20 Jahren für unsere Mandanten tätig und jetzt bereits in der zweiten Generation. Wie der Mittelstand allgemein denken wir langfristig. Im Vordergrund steht nicht der schnelle Ertrag, sondern die vertrauensvolle Zusammenarbeit über Jahrzehnte hinweg. Zweitens sind wir unabhängig. Gut, das sagt jeder, aber angesichts der Tatsache, dass viele kleine Vermögensverwaltungen von Konzernen aufgekauft werden, ist unser stabiles Familienunternehmen kein Übernahmekandidat. Wir arbeiten auf Honorarbasis und haben eine breite Kundenbasis, die unsere Unabhängigkeit ebenfalls sichert. Drittens sind wir so aufgestellt, dass auch der einzelne Portfoliomanager sehr frei agieren kann und genau zu den Kunden, die er betreut, passt.

**Wer sind Ihre Kunden?**

Der Kern sind vermögende Privatkunden, vor allem erfolgreiche Unternehmer aus dem Mittelstand. Hinzu kommen institutionelle Mandate, Stiftungen und Pensionskassen. Ein durchschnittliches Mandat umfasst ca. 800.000 Euro.

**Gibt es eine übergreifende Anlagephilosophie oder -strategie?**

Die hängt immer vom Kunden und vom Portfoliomanager ab. Da ich aus der Wissenschaft komme, ist mein Ansatz evidenzbasiert. Ich lege prognosefrei und auf Basis der aktuellen Kapitalmarktforschung an. Bei mir gibt es kein schnelles Rein und Raus. Das Portfolio ist immer breit diversifiziert, und primär im liquiden Bereich. Für mich gilt der Grundsatz, nur in das zu investieren, was ich wirklich verstehe. Für Private Equity oder Immobilien bin ich kein Spezialist, da gibt es bessere Experten. Die gibt es natürlich in unserem Netzwerk. Mit dem übergeordneten Blick auf das Gesamtvermögen meiner Mandanten arbeite ich gerne mit anderen Experten zusammen und verweise gerne an deren Kompetenz.

**Welche Rolle spielen ETFs in Ihrem Anlageuniversum?**

Das Universum ist generell global ausgerichtet, beinhaltet unterschiedliche Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und in begrenztem Umfang auch Rohstoffe sowie Edelmetalle zur Diversifikation. ETFs spielen bei mir eine wichtige Rolle. Mindestens 50 Prozent meiner Portfolios werden durch ETFs abgedeckt. Damit bekomme ich kostengünstig

eine breite Streuung hin, die von aktiven Managern nur schwer zu schlagen ist. Darüber hinaus sind auch einzelne Aktien in den Portfolios, wenn dies zum jeweiligen Mandat passt. Bei Anleihen setze ich stärker auf Direktinvestments. Der Grund ist, dass viele Kunden planbare Cashflows benötigen, was ich über ETFs nicht so leicht abbilden kann. Um die Planbarkeit zu sichern, muss ich die Anleihen bis zur Fälligkeit halten. Schwankungen während der Laufzeit sind dann nicht relevant.

### **Wie wählen Sie die ETFs aus? Es gibt ja für einzelne Märkte verschiedene Indizes und dann noch verschiedene Anbieter.**

Zunächst schaue ich mir den Index genau an und prüfe, ob dieser zu meinen Vorgaben passt. Zum Beispiel ist mir im MSCI World der US-Anteil zu hoch. Den kann ich besser mit regionenspezifischen ETFs zu den USA oder Nordamerika steuern. Beim ETF ist wichtig, dass dieser den Index so präzise wie möglich abbildet. Dazu achte ich immer genau auf die Tracking Difference, worin ja auch die Kosten eingehen. Dann ist die Wirtschaftlichkeit wichtig. Ich will keine kleinen Fonds, die ständig verschmolzen werden. Ein Mindestvolumen von 100 Millionen Euro ist das Minimum. Schließlich wähle ich immer physisch replizierende Fonds, weil sich die meisten Mandanten damit wohler fühlen als mit synthetischen.

### **Investieren Sie auch in sogenannte Smart-Beta-ETFs, also Strategiefonds, die bestimmte Merkmale abbilden wie sie auch als Faktorinvestment bekannt sind?**

Ich bin ein großer Fan von Faktorinvestments. Ich habe mir dazu die Forschung genau angeschaut. Für mich müssen die Faktoren systematisch über längere Zeiträume wirksam sein und eine nachhaltige sowie ökonomisch erklärbare Prämie generieren.

### **Aber die Wirksamkeit kann sehr zyklisch sein. Tauschen sie dann die Faktor-ETFs aus?**

Nein, ich halte von Faktorrotation wenig, sondern stelle mich breit nach einem Multifaktoransatz auf. Nehmen Sie das Beispiel Value. Dieser Faktor lief jahrelang nicht so gut. Heute will ihn jeder gerne im Depot haben und wäre möglicherweise viel zu spät dran. Ich wähle die Faktoren mit einem gewissen Diversifikationseffekt aus und bin so über die Zyklen hinweg gut positioniert.

### **Wie sieht es mit der Nachhaltigkeit aus? Ist das schon ein Thema bei Ihren Kunden?**

Es wird definitiv ein Thema für die gesamte Branche sein. Aber die Mandanten fragen Nachhaltigkeit nur vereinzelt

nach. Wir sind dabei auch noch zurückhaltend. Denn die Vorgaben der Regulierung sind zu schwammig. Entsprechend sind die Kriterien in den einzelnen Indizes höchst unterschiedlich und widersprechen sich manchmal. Nehmen sie nur das Thema Atomkraft oder Öl. Ich bin überzeugt, dass man Nachhaltigkeit mehr über individuelles Verhalten im Alltag regeln sollte als über Investments. Das sind Dinge, die ich wirklich beeinflussen kann.

### **Auch wenn sie breit anlegen, Märkte können heftig schwanken. Nicht jeder Kunde hält das aus. Diversifikation funktioniert zudem gerade in Abwärtsphasen oft nicht gut. Wie halten Sie es mit aktivem Risikomanagement?**

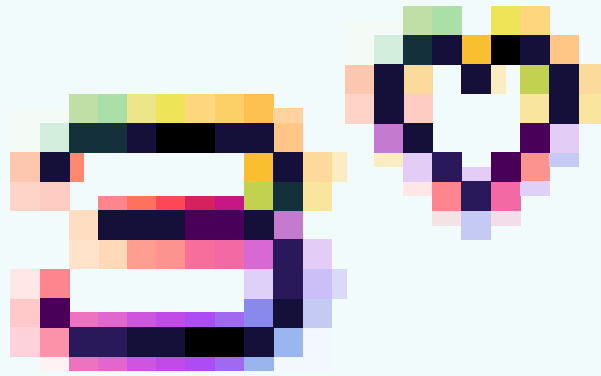
Jedes Risikomanagement, ob mit Absicherungen oder Steuerung der Investitionsquoten, bedingt eine Form von Market Timing. Market Timing funktioniert langfristig

*„Bei jeder Aktion muss ich zweimal richtig liegen, beim Ausstieg und beim Wiedereinstieg.“*

nicht, wie wissenschaftlich nachgewiesen wurde. Bei jeder Aktion muss ich zweimal richtig liegen, beim Ausstieg und beim Wiedereinstieg. Ich steuere das über die Anlageklassen. Ich wähle Anlageklassen, die möglichst nicht gleichlaufen. Zugestanden, im vergangenen Jahr hat das mit Aktien und Renten nicht funktioniert, aber da war ich froh, dass ich Gold rein zur Diversifikation in den Portfolios hatte. Auch Rohstoffe sind generell als Diversifikation enthalten.

### **Wie sind sie denn angesichts des Verlustes von Aktien und Anleihen über das Jahr 2022 hinweggekommen?**

Insgesamt sind wir ganz gut über das Jahr gekommen. Unsere Mandanten wissen natürlich, dass Märkte schwanken können, und sie empfinden in solchen Phasen auch Stress. Aber da ist es umso wichtiger, dass der Vermögensverwalter in engem Austausch mit seinen Mandanten bleibt. Ich habe 2022 insgesamt auch eher als Chance gesehen, weil ich so breit diversifiziert günstig nachkaufen konnte. Außerdem gibt es wieder Zinsen, so dass ich bezogen auf Endfälligkeit planbar Renditen einloggen kann. So haben wir mit unserem konsequent langfristigen Ansatz die Schwankungen gut gemeistert. Die Kunden verstehen, dass es immer auf die langfristigen Ziele ankommt.



## Kolumne

# Der Charme von drei Prozent.



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Im Prinzip ist es mit Anleihen doch so einfach: Es gibt einen festen Zins, und am Ende der Laufzeit wird das eingesetzte Geld vom Schuldner mit Zinsen zurückgezahlt. Wer Schuldner mit hoher Bonität wählt, minimiert die Gefahr, dass dieser insolvent wird und nicht zurückzahlen kann.

Doch leider ist es in der Realität etwas komplizierter. Denn steigern die Notenbanken die Zinsen so drastisch, wie es für die Bekämpfung der Inflation nötig erscheint, verfallen die Kurse bestehender niedrig verzinsten Anleihen. Wer dann nicht bis zur Endfälligkeit warten kann oder will, muss kräftige Kursverluste beim Verkauf der Anleihen hinnehmen. Im Extremfall kann das für Gläubiger sehr gefährlich sein, wie das jüngste Bankenbeben wieder mal gezeigt hat.

Das wurde der Silicon Valley Bank in Kalifornien zum Verhängnis. Sie hatte die Flut der Kundengelder in kaum verzinsten Anleihen investiert. Als die Kunden verstärkt ihr Geld zurückforderten, musste die Bank ihre Anleihen mit massiven Verlusten verkaufen. Die Risikopuffer reichten nicht mehr aus. Das Institut wurde insolvent.

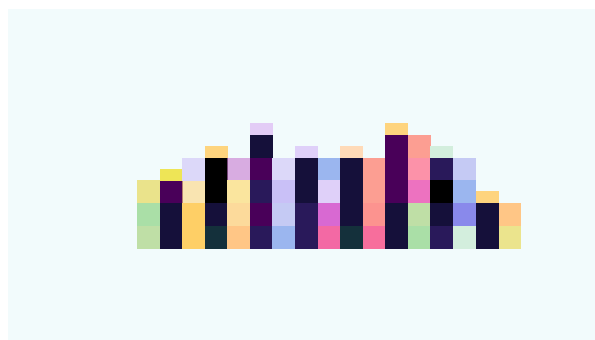
Und wenn eine Bank fällt, leiden gleich auch andere, erst recht, wenn sie sich durch die Ausgabe von Nachrang-Anleihen Geld besorgt hatten. Mit diesem Schuldschein-Typ müssen sich Gläubiger im Falle einer Insolvenz mit ihren Forderungen ganz hintenstellen und gehen wahrscheinlich leer aus. Kein Wunder, dass die Bankenwelt kurzzeitig bebte und mit vielerlei Garantien von den Regierungen beruhigt werden musste.

Wie stellt sich vor diesem Hintergrund die Anlagestrategie in Anleihen dar? Das Gute ist zunächst, dass es überhaupt wieder Zinsen gibt. Anlegerinnen und Anleger können somit auf Endfälligkeit setzen und zwischenzeitliche Kursverluste einigermaßen gelassen wegstecken. Zudem ist die Gefahr, dass es weiter kräftig steigende Notenbankzinsen gibt, überschaubar. Nach den massiven Aktionen im vergangenen Jahr dürfte sich der Zinserhöhungszyklus dem Ende zuneigen. Weitere Kursverluste sollten sich so im Rahmen halten.

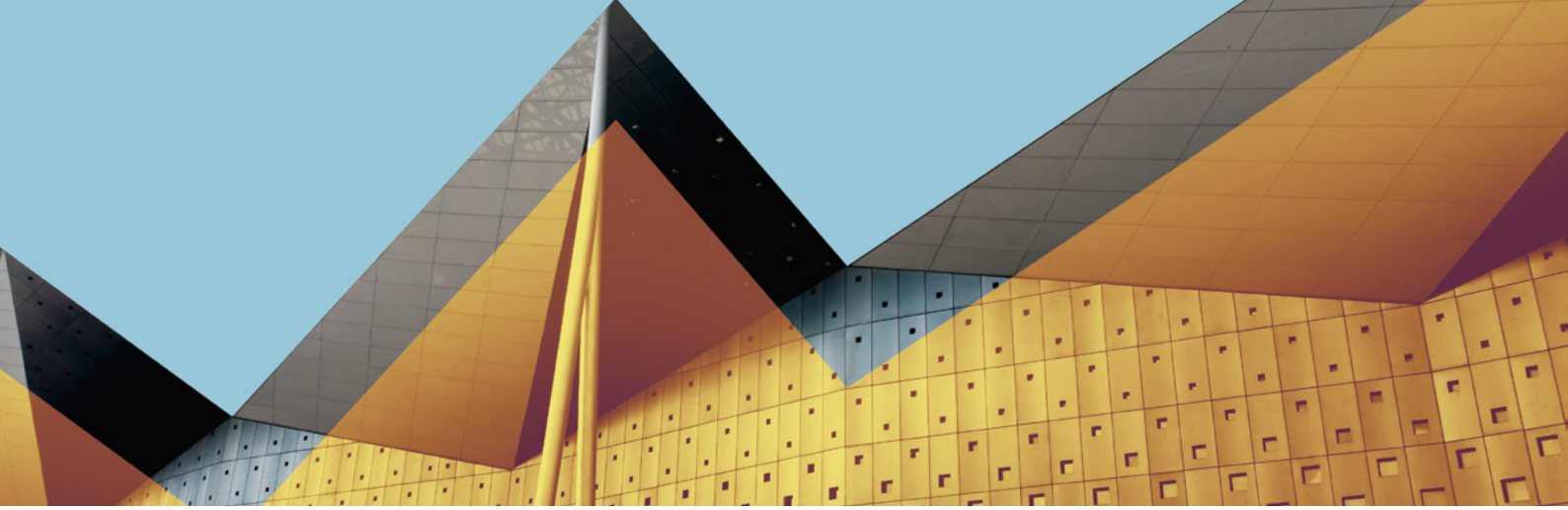
Wer nun mittlere Laufzeiten wählt, kann je nach Emittent schon wieder drei Prozent Rendite erzielen. Das ist angesichts der immer noch hohen Inflation natürlich nicht ausreichend, um den Kaufkraftverlust zu kompensieren, aber besser als überhaupt nicht zu investieren. Für Versicherungen zum Beispiel, gilt ein Zinsertrag von vier Prozent als ausreichend für den nachhaltigen Geschäftserfolg. Dieses Niveau scheint bald erreicht, so dass die Nachfrage nach Anleihen allmählich stärker anziehen sollte. Das sollte die Kurse auch bei weiteren Zinserhöhungen stabilisieren.

Wie sieht es mit der Investition in Anleihe-ETFs aus? Sie gibt es ja mit unterschiedlichen Laufzeitenbändern und Schuldnerbonitäten. Der Vorteil ist klar, dass eine breite Schuldnerdiversifikation hilft, das Einzelrisiko von einer Insolvenz zu nivellieren. Aber die im Fonds enthaltenen Anleihen reagieren unmittelbar auch negativ auf Zinserhöhungen. Fallende ETF-Kurse sind die Folge. Ein Trost: Nach und nach werden die ausgelaufenen Anleihen im Fonds durch neue höher verzinsten ersetzt, so dass die Renditen allmählich steigen. Um aber das kurzfristige Risiko von Kursverlusten zu minimieren, empfiehlt sich, zunächst die Anlage in kürzeren und mittleren Laufzeiten und dann später, wenn der Zinszyklus am Ende ist, wieder auf längere Laufzeiten zu setzen.

Hilfreich ist, dass mit Hilfe von Anleihen das Risikoprofil von Portfolios wieder besser ausbalanciert werden kann. Denn Aktien bieten zwar langfristig die bessere Rendite, sind aber bekanntlich schwankungsintensiver. Da können Rentenprodukte mit geringeren Schwankungen und sicheren drei Prozent ein wirksamer Baustein zur Gestaltung des Risikomanagements sein.



*„Hilfreich ist, dass mit Hilfe von Anleihen das Risikoprofil von Portfolios wieder besser ausbalanciert werden kann.“*



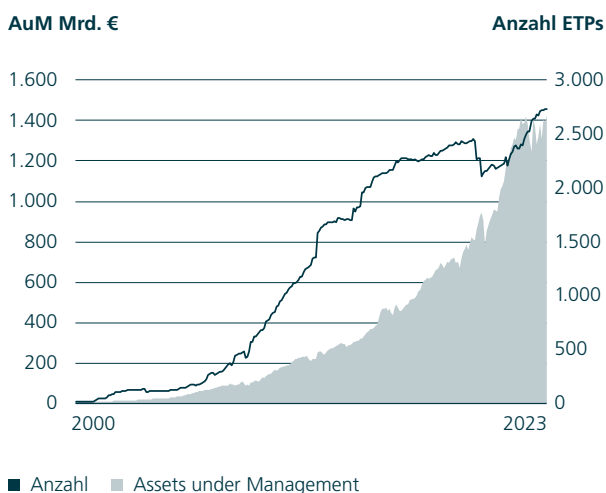
## ETF-Monitor

# Börsen trotzen Bankenbeben.

Die Erholungsphase seit November wurde im März jäh beendet, als die Insolvenz der kalifornischen Silicon Valley Bank bekannt wurde. Das Institut hatte massiv in langlaufende Anleihen investiert, deren Kurse nach den Zinserhöhungen kräftig unter Druck geraten waren. Das Institut wurde geschlossen und unter Aufsicht gestellt. Sofort grassierte die Furcht, dass die Finanzkrise 2008 neu aufgelegt würde, zumal dann auch noch die Credit Suisse in Schwierigkeiten geriet und von dem Mitbewerber UBS übernommen wurde. Die Aktienkurse fielen in den Keller. Doch Dank vielfältiger Garantien beruhigten sich die Märkte und die Furcht vor einer neuen Bankenkrise verflog. Es begann eine rasante Aufholjagd.

So war das Monatsergebnis am Ende sogar vielfach positiv. Der Nasdaq Composite führte die Erholung bei den

### Europäischer ETP-Markt.



Quelle: Morningstar

### Zahlen und Fakten.

**1,4** Ein neuer Rekord für die AuM mit einem Plus von 1,8 Prozent auf 1,4 Billionen Euro.

**2.721** Die Zahl der Notes und Fonds blieb dagegen praktisch unverändert – 2.721 Produkte.

Tech-Werten mit 6,7 Prozent an. Der breite S&P 500 schaffte immerhin noch 3,5 Prozent. EURO STOXX 50 und DAX, die nicht so stark wie die US-Märkte gefallen waren, brachten am Ende 1,8 und 1,7 Prozent Plus auf die Waage. Die Emerging Markets glänzten mit Gewinnen von 2,7 Prozent. Lediglich der Shanghai Composite blieb mit einem Minus von 0,2 Prozent zurück.

Angesichts der Verwerfungen glänzte der Goldpreis, der zeitweise deutlich über 2.000 Dollar für die Feinunze stieg und am Ende noch ein Plus von 7,8 Prozent verbuchte. Die Rohstoffpreise litten generell durch die Bankenkrise, weil Rezessionsängste aufkamen, konnten sich aber vielfach wieder fangen. Der Ölpreis für die Sorte Brent notierte jedoch am Ende des März um 4,9 Prozent leichter. Der US-Dollar geriet durch die Bankenkrise in Kalifornien unter Druck. Der Euro konnte sich gegenüber dem Greenback so um 2,5 Prozent verbessern.

Auch die ETFs wurden kräftig durchgeschüttelt. Am stärksten profitierten Fonds mit Bezug zum Gold, ent-

sprechende Produkte mit Minenwerten legten um 18 Prozent zu. Auch Kryptowährungen, zuvor arg gebeutelt, konnten sich zwischen zehn und 18 Prozent verbessern, was aber noch längst nicht ausreichte, um die vorangegangenen Verluste zu kompensieren. Technologie bestimmte die Aufholjagd der klassischen ETFs. Fonds mit Ausrichtung auf IT und Halbleiter legten rund acht Prozent zu.

Verlierer waren vor allem Energie-ETFs, besonders die mit Bezug zu Gas. Je nach Ausrichtung gab es Verluste von 15 bis 25 Prozent. Dann kamen schon die Banken und Finanzwerte, deren ETFs bis 14 Prozent im März abgaben. Verlierer bei den Länder-ETFs waren Pakistan und die Türkei, deren Kurse bis zehn Prozent fielen. Die Türkei hatte ja nach dem schweren Erdbeben zuvor eine staatliche induzierte Rallye erlebt.

### Anlageklassen.

Auch die Flows zeigten, dass in und nach der Bankenkrise kräftig eingekauft wurde. 5,6 Milliarden Euro gab es mehr für die Aktien, 4,4 Milliarden für die Anleihen. Rohstoffe mussten sich mit 1,1 Milliarden Euro begnügen. Der kräftige Schub für den Geldmarkt unterstrich auch bei den Flows das Bedürfnis nach mehr Sicherheit. In dieses Segment flossen Nettomittel von 1,3 Milliarden Euro.

### Zahlen und Fakten.

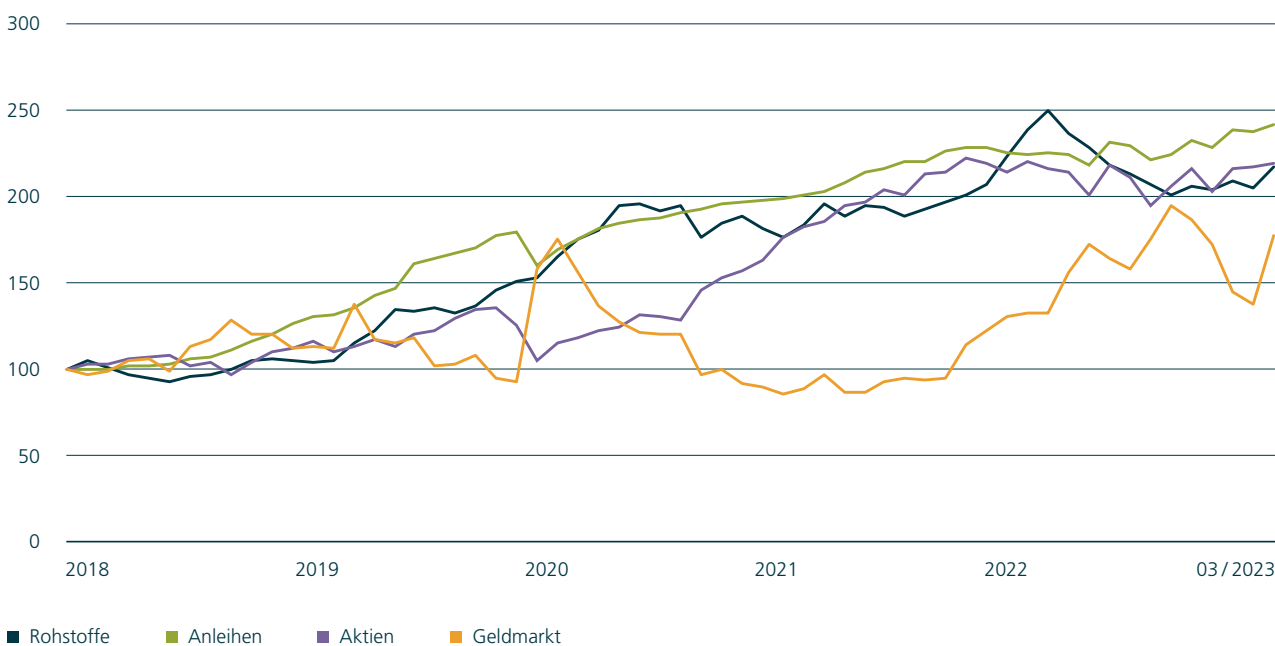
**956,8** Die Aktien steigerten sich um 1,2 % auf 956,8 Mrd. Euro und verpassten einen neuen Rekord.

**328** Die Anleihen steigerten sich um 1,9 % auf einen neuen Rekord von 328 Mrd. Euro.

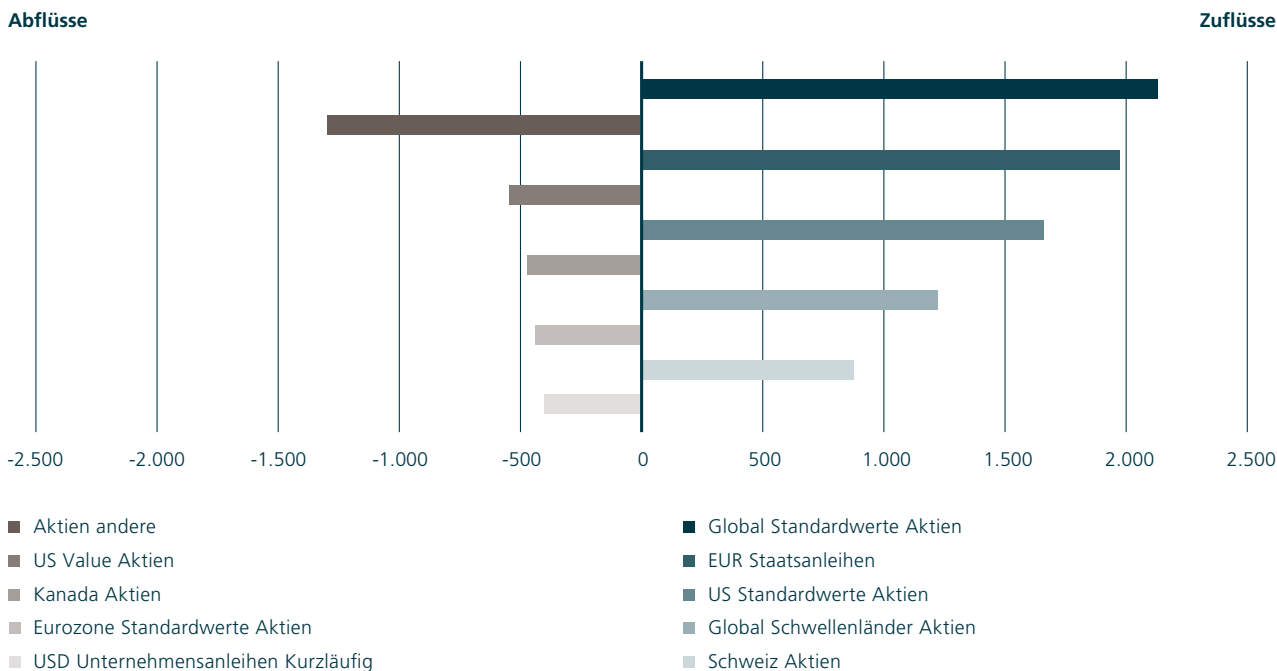
**110,3** Die Rohstoffe legten bei den AuM mit 5,7 % auf 110,3 Mrd. Euro zu.

**5,8** Der Geldmarkt steigerte sein Volumen um 28,7 % auf 5,8 Mrd. Euro.

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



Quelle: Morningstar



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Verlierer waren im März vor allem Aktien außerhalb der Standardindizes, deren Nettomittel um 1,3 Milliarden Euro fielen. 533,9 Millionen Euro gab es weniger für US-Value-Titel. 464,9 Millionen Euro wurden aus kanadischen Aktien abgezogen, aus Standardaktien der Eurozone waren es 435,3 Millionen Euro. Kurzlaufende Dollar-Unternehmensanleihen wurden um 411,4 Millionen Euro reduziert.

### Nettomittelzuflüsse.

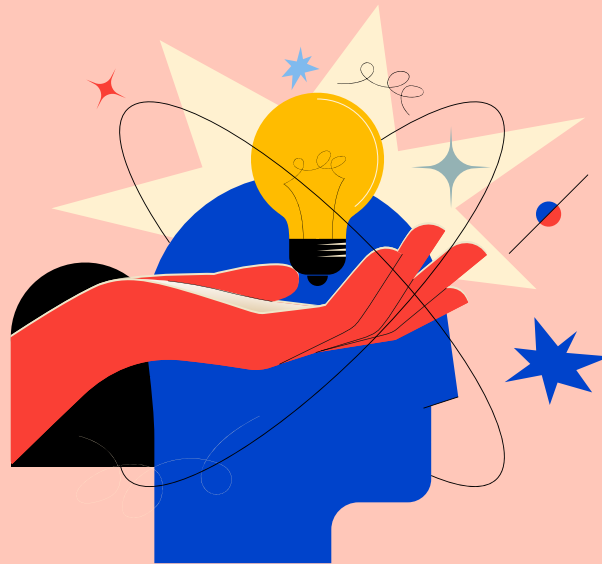
Die Aufteilung nach Anlagekategorien zeigte ebenfalls, dass die zeitweiligen Kursverluste zu neuen Käufen genutzt wurden. Globale Standardaktien waren gefragt. Ihnen flossen 2,1 Milliarden Euro zu. Euro-Staatsanleihen bekamen rund zwei Milliarden Nettomittel hinzu. Ihnen folgten US-Standardaktien mit 1,7 Milliarden Euro. Mehr Mut zeigten Anlegerinnen und Anleger auch bei globalen Schwellenländeraktien und bescherten ihnen ein Plus von 1,2 Milliarden Euro. Schließlich nutzen so manche von ihnen die aktuelle Krise der Credit Suisse und stockten ihr Engagement in Schweizer Aktien auf. Sie wurden mit 877,1 Millionen Euro bedacht.

### Marktkommentar: Erleichterung trotz Zinsanstieg.

Nach dieser Bankenkrise herrscht jetzt erst einmal eine gewisse Erleichterung vor – ganz nach dem Motto: „Wir sind noch einmal davongekommen.“ Doch es gibt weiterhin warnende Stimmen, die in manchen Bankbilanzen noch einige Anleiherisiken sehen. In der Tat ist der

Anstieg der Notenbankzinsen noch nicht zu Ende. Sie wurden in Amerika und in Europa weiter erhöht. Doch kalkulieren viele Analysten, dass das Ende des Erhöhungszyklus naht, zumal die Inflationsraten allmählich zurückkommen. Für die Aktienmärkte dürfte dies neue Unterstützung bieten.





## Makro Research

# Stressbewältigung.



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Die historische geldpolitische Kehrtwende der Notenbanken im vergangenen Jahr galt der Bekämpfung inflationärer Prozesse. Die Inflationsraten lagen teilweise im zweistelligen Bereich. Dies war nicht hinnehmbar, sodass geldpolitisch kräftig auf die Bremse getreten wurde, um die Inflationsraten möglichst rasch in Richtung der Zielwerte der Notenbanken von 2 % zurückzudrängen. Die Notenbanken kommunizierten klar, dass sie bereit und willens seien, die geldpolitischen Zügel anzuziehen, auch um den Preis spürbarer konjunktureller Belastungen bis hin zu einer Rezession. Auf die vormals außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen folgte mithin Stress durch höhere Zinsen. Denn höhere Zinsen dämpfen die Kreditvergabe, erschweren den Schuldendienst und sie belasten die Kurse von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren.

Die verschiedenen Wirkungskanäle einer geldpolitischen Straffung sind theoretisch bekannt und haben sich in der Vergangenheit regelmäßig auch in der Praxis eingestellt. Nun hat sich die Weltwirtschaft bislang recht resilient gezeigt, und die mancherorts befürchtete Insolvenzwelle ist ausgeblieben. Dennoch war die

Wahrscheinlichkeit hoch, dass es für den Finanzmarkt und den Bankensektor noch Stress geben würde. Die Schnelligkeit und Vehemenz der monetären Straffung bringt erhebliche Herausforderungen im Hinblick auf deren Verarbeitung in den Bilanzen und Geschäftsmodellen der Finanzinstitute. Dass die Stressbewältigung nicht allen Banken gleich gut gelingen würde, war grundsätzlich klar. Seit im März in den USA die Silicon Valley Bank in Schieflage geriet und in der Schweiz die Credit Suisse in Windeseile übernommen werden musste, wurden schlagartig Erinnerungen an die Finanzmarktkrise nach der Lehman-Pleite im Herbst 2008 wach. Entsprechend gaben die Aktienkurse nach, und die Kapitalmarktrenditen fielen spürbar. Doch die Situation hat sich schnell beruhigt. Die Finanzmarktteilnehmer vertrauen darauf, dass die Notenbanken bei ihren Zinserhöhungen mit Bedacht vorgehen und dass sie im Notfall gemeinsam mit den Aufsichtsbehörden zügig Lösungen finden. Natürlich kann es durchaus noch bei einzelnen Instituten zu Problemen kommen. Doch die Perspektive einer insgesamt gelingenden Stressbewältigung sowohl in der Konjunktur als auch an den Finanzmärkten ist realistisch.

Nachdem die deutsche und die US-Wirtschaft recht gut über den Winter gekommen sind, dürften sich nun allerdings die Belastungen in der Kreditvergabe noch etwas stärker auswirken, sodass leichte Rückgänge des Bruttoinlandsprodukts anstehen. Diese konjunkturelle Enttäuschung und die noch weiter straffende Geldpolitik mögen kurzzeitig Spuren an den Börsen hinterlassen. Entscheidend wird sein, dass die Notenbanken bei der Inflationbekämpfung Erfolg haben und damit den Weg bereiten für eine Erholung der Konjunktur wie auch der Kapitalmärkte.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Deutschland: Leichte Abwärtsrevision der BIP- und leichte Aufwärtsrevision der Inflationsprognose.
- Euroland: Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für 2023 und 2024, Abwärtsrevision der Inflationsprognose für 2023.
- USA: Anhebung der BIP-Prognose für 2023 sowie Senkung für 2024; Anhebung der Inflationsprognose für 2023 und 2024.
- USA/Euroland: Geringere Leitzinserhöhungen bei der EZB und niedrigere Renditeniveaus in den USA und Euroland.
- DAX: Leichte Aufwärtsrevision der Kursziele.
- Gold: Aufwärtsrevision der Prognose.
- Rohöl: Leichte Abwärtsrevision der Prognose.
- Leichte Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für Polen, Tschechien und Ungarn

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Manchmal kann sich ein Konjunkturbild sehr schnell drehen. Die sehr schwachen Dezemberindikatoren wurden massiv – teilweise um mehrere Prozentpunkte – nach oben revidiert. Dazu brachte der Januar einen positiven Rückprall, sodass wir das erste Quartal spürbar nach oben revidiert haben. Dass unterm Strich dennoch eine leichte Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts für dieses und das kommende Jahr steht, ist darauf zurückzuführen, dass wir nach den jüngsten Problemen im Bankensektor eine restriktivere Kreditvergabe der Banken erwarten.

**Prognoserevision:** Leichte Abwärtsrevision der BIP- und leichte Aufwärtsrevision der Inflationsprognose.

### Euroland.

Die Stimmungsindikatoren deuten auf eine Stagnation der Wirtschaftsleistung in Euroland im ersten Quartal 2023 hin. Die Unsicherheit bezüglich der konjunkturellen Entwicklung bleibt hoch. Zwar ist eine Gasmangellage unwahrscheinlicher geworden, aber insbesondere mit Blick auf die jüngsten Turbulenzen im europäischen und US-Bankensystem sind die Risiken für den wirtschaftlichen Ausblick hoch. Der europäische Arbeitsmarkt zeigt sich von der schwachen Konjunkturdynamik in den vergangenen drei Quartalen bislang unbeeindruckt. Die Arbeitslosenquote verharrte mit 6,6% im Februar auf dem Allzeittief. In den vier großen EWU-Ländern lagen die Arbeitslosenquoten im Bereich von 2,9% in Deutschland bis 12,8% in Spanien. Dazwischen befanden sich die Arbeitslosenquoten aus Frankreich (7,0%) und Italien (8,0%).

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für 2023 und 2024, Abwärtsrevision der Inflationsprognose für 2023.

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

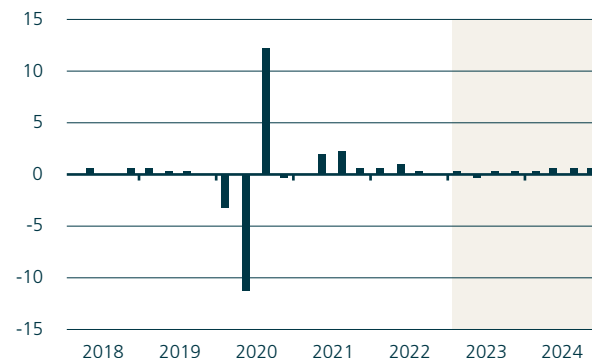
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Mit Blick auf die bislang vorliegenden Daten scheint sich die US-Wirtschaft auch im ersten Quartal stärker als ursprünglich erwartet entwickelt zu haben. Durch die Pleite der Silicon Valley Bank dürfte die Kreditvergabe der Banken noch weiter gebremst werden, sodass wir eine Abwärtskorrektur unseres Wachstumsausblicks für das Sommerhalbjahr vorgenommen haben. Für beide Quartale rechnen wir nun mit einer Schrumpfung. Von der von uns erwarteten Rezession gehen allerdings nur marginale deflationäre Impulse aus, sodass die Inflation weiterhin nur zögerlich sinkt und die Zentralbank erst im kommenden Jahr mit der Leitzinswende beginnen kann.

**Prognoserevision:** Anhebung der BIP-Prognose für 2023 sowie Senkung für 2024; Anhebung der Inflationsprognose für 2023 und 2024.

## Märkte Industrieländer.

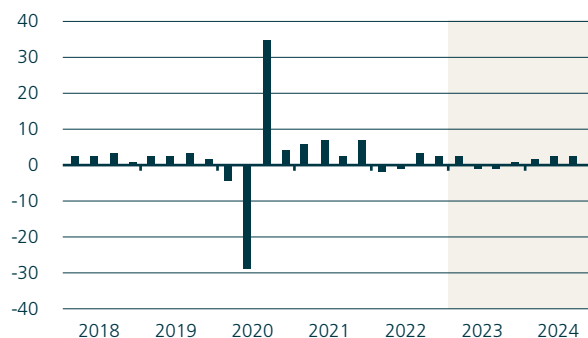
### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Kurz nach Ausbruch der Unruhe im globalen Bankensystem hat die EZB die Leitzinsen nochmals um 50 Basispunkte angehoben. Ihr weiteres Vorgehen macht sie jedoch von den sich entwickelnden Umständen abhängig. Sie signalisiert dabei eine hohe Bereitschaft, finanziellen Verwerfungen mit der Bereitstellung zusätzlicher Liquidität entgegenzuwirken. Wegen der Inflation will sie auf Leitzinserhöhungen jedoch nur verzichten, falls die Probleme im Bankensektor auf die Realwirtschaft ausstrahlen. Da wir mit einem mäßigen, aber zumindest positiven Wirtschaftswachstum rechnen, gehen wir davon aus, dass die EZB die Anhebung der Leitzinsen fortsetzen wird. Wegen der erhöhten Unsicherheit dürfte sie jedoch vorsichtiger vorgehen, mit kleineren Zinschritten von jeweils 25 Basispunkten im Mai und Juni. Bei einem weiterhin langsamen Abbau der Wertpapierbestände des APP und möglicherweise neuen langfristigen Refinanzierungsgeschäften dürften die Überschussreserven noch für einige Zeit hoch genug bleiben, um die €STR- und EURIBOR-Sätze an den Einlagensatz zu koppeln.

**Prognoserevision:** Geringere Leitzinserhöhungen.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

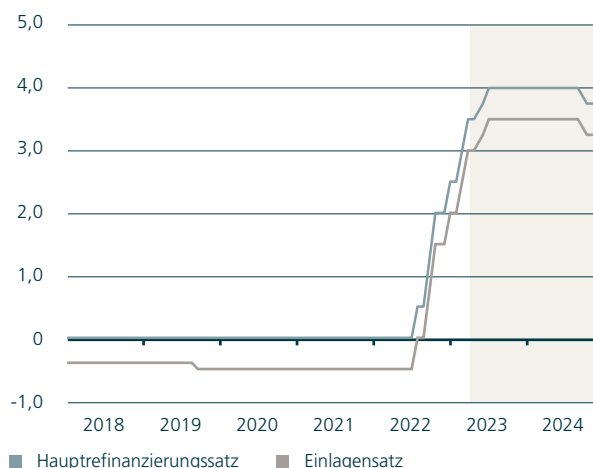
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

## Rentenmarkt Euroland.

Die Besorgnis über die Stabilität des globalen Bankensystems hat Marktteilnehmer im Euroraum bewogen, von geringeren Leitzinserhöhungen und früher beginnenden Leitzinssenkungen der EZB auszugehen. Folglich waren die Auswirkungen auf das kurze Ende der Bundkurve stärker und ihre Inversion bildete sich etwas zurück. In den kommenden Monaten ist mit einer entgegengesetzten Bewegung zu rechnen, sofern eine Eskalation der Bankenprobleme ausbleibt und die EZB ihre Leitzinserhöhungen fortsetzt. Dennoch sollten die Renditen von Bundesanleihen nicht wieder die Niveaus von Anfang März erreichen, solange die Unsicherheit über die Stabilität der Banken fortbesteht. Umgekehrt würden stärkere Renditerückgänge in den längeren Laufzeitbereichen Rezessionsängste und dadurch sinkende Inflationserwartungen voraussetzen.

**Prognoserevision:** In allen Laufzeitbereichen niedrigere Renditeniveaus.

## Devisenmarkt: EUR–USD.

Runter und wieder rauf: Nach dem Rückgang des Wechselkurses von 1,10 auf 1,05 USD je EUR im Februar folgte nach der Pleite der Silicon Valley Bank Mitte März ein Anstieg auf 1,08 USD je EUR. Erneut sind es veränderte Markterwartungen an die US-Notenbank, die den Wechselkurs in kurzer Zeit so deutlich bewegt haben. Trotz des Bankenstresses hat die Fed im März ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,75 %–5,00 % erhöht. Nun aber erwarten Finanzmarktteilnehmer, dass sie als Reaktion auf den Bankenstress ab Mitte 2023 zu Leitzinssenkungen übergehen wird. Demgegenüber steht die Annahme weiterer Leitzinserhöhungen der EZB angesichts einer hohen Kerninflation in Euroland. Die geldpolitische Unsicherheit, insbesondere bezüglich des Kurses der Fed, dürfte bei diesem Währungspaar vorerst zu einem volatilen Seitwärtstrend beitragen.

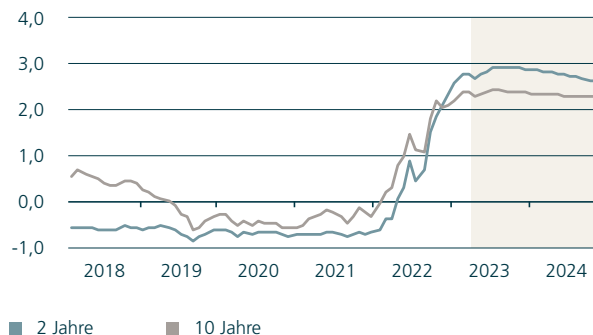
## Aktienmarkt Deutschland.

Dank des schnellen Eingreifens von Aufsichtsbehörden und Notenbanken haben sich die punktuellen Verspannungen im Bankensektor schnell aufgelöst, und die Stimmung hat sich nur kurzzeitig eingetrübt. Sicherlich wird es in dem Bereich Nachbeben geben, eine sich selbst verstärkende Wirkungskette ist aber nicht zu erkennen. Dies liegt sicherlich auch daran, dass die realwirtschaftlichen Unternehmen derzeit von den steigenden Finanzierungsbedingungen weniger stark belastet werden, als sie von sinkenden Rohstoffpreisen und einer Entspannung in den Lieferketten profitieren. Dies führt zu einer auskömmlichen Profitabilität im Unternehmenssektor, sodass die Unternehmensgewinne, trotz des schwierigen konjunkturellen Umfelds, nur leicht zurückgehen dürften. Punktuell aufflammender Finanzmarktstress dürfte immer wieder belasten, bei einer insgesamt moderaten Bewertung des Aktienmarktes ist mittelfristig aber mit einer Seitwärtskonsolidierung der Kurse zu rechnen.

**Prognoserevision:** Leichte Aufwärtsrevision der Kursziele.

## Bundesanleihen: Renditen.

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	03.04.2023	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	15.580,92	15.000	15.800	16.000
<b>EURO STOXX 50</b>	4.311,05	4.100	4.200	4.250
<b>S&amp;P 500</b>	4.124,51	3.750	4.000	3.950
<b>Topix</b>	2.017,68	1.900	2.000	2.050

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Der Bankenstress hat dem Markt für Unternehmensanleihen einen gehörigen Schrecken eingejagt. Unter der Führung von Finanztiteln sind die Spreads kurzfristig spürbar angesprungen. Doch auch für nicht-finanzielle Unternehmen stieg der Stress, denn die Finanzierungsbedingungen verschärfen sich weiter, und in der Folge nimmt die Rezessionswahrscheinlichkeit zu. Da die Credit Suisse ein Sonderfall ist und EZB und Bankenaufsicht betonen, zwar wachsam zu sein, aktuell aber keine stark erhöhten Gefahren zu befürchten, hat sich der Markt auch schnell wieder beruhigt. Doch angesichts der hohen Unsicherheiten werden die Ausblicke der Unternehmen nach unten angepasst werden müssen, und die Spreads dürften zunächst sehr volatil bleiben und immer mal wieder ein Stück herauslaufen.

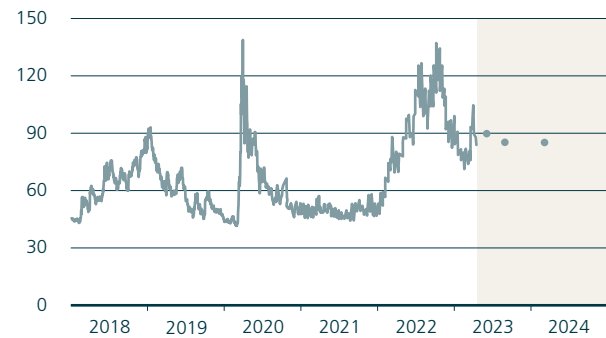
## Emerging Markets.

### Märkte.

EM-Anleihen wurden in den vergangenen Wochen vom globalen Trend zu sinkenden Renditen gestützt, wobei sich die Risikoaufschläge von Hartwährungsanleihen ausgeweitet haben. EM-Aktien entwickelten sich vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Spannungen schwach. Der Stress in den Bankensystemen der USA und der Schweiz hat bislang nicht zu einer Flucht aus Schwellenländeranlagen geführt. Die kommenden Monate dürften dennoch schwierig bleiben. Die großen Zentralbanken zeigen sich entschlossen, die Geldpolitik so lange restriktiv auszurichten, bis der Preisdruck merklich nachgelassen hat. Sie dürften daher auf die zu erwartenden schwächeren Wirtschaftsdaten zunächst nicht so reagieren, wie sich die Kapitalmärkte dies erhoffen. Dies spricht für weiteres Rückschlagspotenzial bei Aktien und moderate Spreadausweitungen bei Hartwährungsanleihen. Zinssenkungen in der Breite sind zwar in den kommenden sechs Monaten nach unserer Einschätzung unwahrscheinlich, doch der Zinsanhebungszyklus ist weitgehend abgeschlossen, wovon vor allem die Rentensegmente in der zweiten Jahreshälfte profitieren dürften.

## iTraxx Europe.

### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## EMBIG Diversified-Spread.

### Basispunkte



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

## Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien überarbeitet und die Wahrscheinlichkeit des Negativszenarios zulasten des Basisszenarios erhöht.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken erhöhen Leitzinsen, bis Rückgang der Inflationsraten hinreichend weit vorangeschritten und mithin gesichert ist. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst ab Herbst 2023 wieder kräftiger.
- Wegen weiterhin zu hoher Inflation und wegen deutlich gestiegener Zinsen werden Geld- und Finanzpolitik bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher.
- Für Europa und die USA sind bis ins Jahr 2024 hinein schwaches Wachstum und zu hohe Inflationsraten zu erwarten.
- In China begrenzen anhaltende Probleme wie die verstärkte staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich zunächst seitwärts mit hohen Schwankungen. Mittelfristig profitieren sie von globalem Wachstum und dem Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell niedriger als Inflationsraten bleiben. Kaufkrafterhalt der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Massive Zunahme bei Ausfällen von Unternehmens-, Immobilien- und Konsumkrediten aufgrund von starken Zinsanstiegen erodiert Bankbilanzen und löst eine globale Bankenkrise aus.
- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen zu anhaltend höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer extrem restriktiven Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst in Verbindung mit den spürbar gestiegenen Zinsen regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland einem erneuten Infragestellen der Währungsunion.
- Dauerhafte ausgeprägte Wachstumsschwäche in China.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen schnell auf neutrale Niveaus zurücknehmen.
- Einfrieren des Russland-Ukraine-Konflikts führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- 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**

Lyoner Straße 13  
60528 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)