

# ETF-Newsletter Wertarbeit Beginn der Normalisierung?

Mai 2023

Investieren schafft Zukunft.

**Deka**  
Investments

## Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

angesichts einer langen Liste weiterhin bestehender Risiken mag es Wunder nehmen, aber die Zeichen stehen auf Normalisierung in der Weltwirtschaft. So skizziert es Dr. Ulrich Kater in seinem Makro Research. Dabei stehen besonders die USA gleich mehrfach im Fokus: Einerseits hat die Fed durch ihr entschlossenes Handeln im vergangenen Jahr starke Zeichen gesetzt und mögliche Krisen früh eingedämmt. Andererseits birgt das politische Ringen zwischen Demokraten und Republikanern um eine neue Schuldenobergrenze große politische Risiken. Bei einer sich am Horizont andeutenden Kehrtwende in der Zinspolitik würde den Vereinigten Staaten eine Vorreiterrolle zukommen.

Dr. Bernhard Jünemann untersucht in seiner Kolumne die mögliche Nutzung neuer KI-Technologien für das Vorhersagen von Börsenkursen. Während computergestützte Kursanalysen bislang einer kleinen Schicht von Profis vorbehalten waren, so vermutet Jünemann, dass die komplexen Auswertungen nun für eine breitere Anlegerschaft zugänglich werden. Und selbst wenn die konkrete KI-gestützte Kursprognostik noch in den Kinderschuhen stecken mag, so sieht Jünemann deren Potenziale vor allem auch in der automatisierten Analyse und Aufbereitung von Börsenwissen. Übertreibungen, die durch die breite Nutzung von KI-Modellen durch Massen entstehen können – so seine Hoffnung – werden die Börsen schnell korrigieren. Schließlich sind sie selbst ja sehr leistungsfähige informationsverarbeitende Systeme, die Daten, Motive, Hoffnungen und Enttäuschungen in der Dynamik ihrer Preisentwicklung abbilden.



Ihr Thomas Pohlmann.



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH



## Interview

# „Investieren als Überzeugungstäter“

**Marian Henn ist Partner bei der Allington Investors Group in Bad Homburg und dort für Investment Management zuständig. Für ihn bieten ETFs vor allem im taktischen Bereich Vorteile.**

### **Was ist das Besondere an Ihrer Vermögensverwaltung? Wer sind Ihre Kunden?**

Wir verstehen uns als Investoren und haben mit Allington eine Plattform entwickelt, um unseren Kunden Investitionen zu ermöglichen, die sie selbst nicht umsetzen können. Hierunter fallen sowohl liquide als auch illiquide Investments, die wir sowohl direkt als auch indirekt umsetzen. Wir handeln unternehmerisch, das heißt, wir nehmen Opportunitäten wahr, wenn sie sich ergeben und investieren mit unseren Kunden. Das unterscheidet uns von gängigen Finanzdienstleistern. Zu unseren Kunden gehören vornehmlich Unternehmer, die Wert darauf legen, dass wir uns nicht wie Verwalter, sondern wie Mitgesellschafter sehen und auch so handeln. Nicht zuletzt heißt unternehmerisch auch, vorsichtig, aber frei von Beschränkungen zu denken. Wir arbeiten z. B. weder mit Benchmarks noch schließen wir Assetklassen kategorisch aus. Fast jedes Investment hat irgendwann seinen interessanten Moment. Ein Standardportfolio nur mit Large Caps aus den USA und Europa und dazu ein paar Anleihen werden Sie bei uns daher nicht finden. Jedes Portfolio ist sehr individuell auf die Wünsche des Mandanten zugeschnitten. Als Investoren sind wir Überzeugungstäter. Unser Ansatz ist vielfältiger und fordert mehr Einsatz, ist dadurch aber auch interessanter. Genau das erwarten unsere Kunden, eben keine tradierte Vermögensverwaltung.

### **Mal abgesehen von Freiheit zum Investieren, steht dahinter eine übergreifende Anlagephilosophie?**

Ja, im Vordergrund stehen immer die Qualität und das Risiko-Rendite-Profil der Anlagen. Spannende Chancen gibt es am Kapitalmarkt fortlaufend und es erfordert viel Einsatz, diese zu erkennen. Wir jagen daher keinen populären Trends nach, wenn diese ihren Zenit schon überschritten

haben oder wenn sie einfach nur populär sind. Stattdessen suchen wir unabhängig von der Marktmeinung die Anlagen mit dem besten Risiko-Rendite-Profil, d. h. mit den größten Chancen für das jeweilige Risiko. Die findet man zum Beispiel auch in Emerging Markets, vor denen viele vielleicht zurückschrecken. Natürlich können wir die Wertschöpfungskette nicht komplett alleine abdecken. Bei unseren Direktbeteiligungen suchen wir erfahrene Beiräte, bei den liquiden Anlagen nehmen wir überwiegend spezialisierte Fondsmanager.

### **Wenn Sie Individualität und Entscheidungsfreiheit betonen, wie passen dazu zwei Publikumsfonds, die Sie im Angebot haben?**

Beide Fonds bilden Strategien ab, die wir ursprünglich für unsere Mandanten entwickelt hatten. Weil sie auch für Dritte einen Mehrwert bieten können, haben wir sie dann im Fondsmantel aufgelegt. In den betreuten Vermögen sind diese Fonds nur zwei Bausteine, aber noch immer sehr wichtige Bestandteile. Auch die Allington Partner investieren über die Fonds. Zum einen ist das der ARES-Fonds, ein globales Aktienportfolio, das den Fokus auf verantwortungsvolles Unternehmertum, auf langfristiges und ressourcenschonendes Wirtschaften legt. Dieser Ansatz ist auf Wunsch eines Mandanten entstanden, dem es wichtig war, sein Geld guten Wissens und im Einklang mit Nachhaltigkeit zu investieren. Zum anderen ist das der ALAP-Fonds, der ein Portfolio der besten Liquid Alternatives im UCITS-Mantel darstellt mit dem Ziel, unabhängig vom Markt mit geringen Schwankungen Renditen um 5 % zu erwirtschaften. Er ist in einer Zeit entstanden, als wir keine Anleihen im Portfolio hatten, weil sie ein nicht vertretbares Risiko-Rendite-Profil boten.

## **Wie agieren Sie überwiegend in Ihren Mandaten? Mit Einzelinvestments oder mehr mit Fonds, ob aktiv oder passiv?**

Die Mehrheit unserer Investments wird über aktive Fonds abgedeckt. Die meisten dieser aktiven Manager verfolgen einen spezialisierten Ansatz, der ein besseres Risiko-Rendite-Profil oder einfach mehr Risiko bietet als ein ETF. Wenn der Ansatz des Managers überzeugt, dann handeln wir nach dem Buy & Hold-Ansatz. Dauerhaft gesetzt ist aber niemand.

## **Wann nutzen Sie passive Instrumente wie ETFs?**

Die setzen wir ein, wenn wir ein Exposure kurzfristig taktisch steuern wollen. Also wenn in bestimmten Marktphasen Aktien Übergewichtet werden sollen, greifen wir lieber zu einem ETF als für kurze Zeit einen aktiven Manager zu engagieren. Zudem nutzen wir ETFs, wenn wir eine präzise Marktmeinung haben, also eine Region oder einen Sektor als besonders attraktiv einschätzen. Auch in speziellen Anforderungen von Mandanten greifen wir zu ETFs, zum Beispiel wenn sie großen Wert auf Nachhaltigkeit und verantwortungsvolles Investieren legen. Da bietet sich ein ETF an, der die Kriterien für Social Responsibility erfüllt.

## **Wenn Sie ETFs auswählen, wie gehen Sie dann vor? Es gibt ja für jeden Markt auch unterschiedliche Anbieter mit unterschiedlichen Konditionen.**

Wichtig ist für uns eine Mindestgröße von rund 100 Millionen Euro. Wir wollen vermeiden, dass ein kleiner Fonds zu einem ungünstigen Zeitpunkt geschlossen wird. Dann geht es um die Replikationsmethode. Synthetische, also swap-basierte Fonds sind nach meiner Einschätzung nicht unbedingt risikoreicher als physisch replizierende. Aber die meisten unserer Kunden fühlen sich mit einer physischen Replikation einfach sicherer. Schließlich achten wir auf die Kosten, also auf möglichst günstige Managementgebühren und Handelskosten.

## **Nutzen Sie Themenfonds? Die sind ja oft nicht so liquide wie Sie es gerne hätten.**

Die spielen bei uns keine große Rolle. In der Regel haben wir auch mit unseren aktiven Managern Möglichkeiten gefunden, bestimmte Sektoren und Themen abzubilden.

## **Es gibt dann noch Strategie-ETFs, auch als Smart Beta bekannt. Greifen Sie zu?**

Grundsätzlich sind wir für alles offen. So hatten wir zeitweise einen Low-Volatility-ETF im Portfolio. Derzeit ist das aber nicht mehr der Fall. Wir haben aber solche Ansätze im Blick.

## **Wir hatten ja in einem Fall das Thema Nachhaltigkeit schon angesprochen. Ist das ein starkes Thema bei Ihren Kunden?**

Diese Kunden sind noch in der Minderzahl. Wenn aber Nachhaltigkeit gefordert ist, können wir liefern. Wir wägen ab, was das beste Instrument ist. Wenn dies ein ETF ist, nehmen wir den ins Portfolio. Im Grunde ist ja auch unser Publikumsfonds ARES mit Fokus auf verantwortungsvolles Unternehmertum ein nachhaltiges Konzept. Auch den bieten wir Mandanten als Alternative. Generell ist es so, dass wir bei der Fondsauswahl primär auf das Risiko-Rendite-Verhältnis der Strategie achten. Wenn es von dieser Strategie eine ESG-Variante gibt, stehen wir dieser gegenüber offen.

## **Betreiben Sie aktives Risikomanagement? Oder heißt es bei Ihnen vor allem Diversifikation mit Buy & Hold?**

Risiko ist für uns vor allem eine qualitative Bewertung. Wir versuchen immer die Strategie des aktiven Managers in der Tiefe zu verstehen und achten darauf, wie der Worst Case für die Strategie aussieht und wie der Manager mit dem Ernstfall umgeht. Ein Track-Record kann sehr solide aussehen, einfach weil sich Risiken, die für die Strategie tödlich sein können, noch nicht materialisiert haben. Eine rein quantitative Analyse würde diese Risiken nicht erkennen. Daher setzen wir voraus, die innerste Mechanik verstehen zu können. Daneben achten wir auch auf die Volatilität, die für uns in einem tragbaren Rahmen bleiben sollte. Hier kann es natürlich in Bezug auf Drawdowns auch Vorgaben der Kunden geben, denen wir entsprechen müssen.

## **Wenn Sie mit ETFs agieren, können Sie ja, wie erwähnt, die Investitionsquoten taktisch schnell ändern. Nutzen Sie das für die Risikosteuerung?**

Die Qualität muss immer auch zur Bewertung in Beziehung gesetzt werden. Wenn die Bewertung in einem Marktsegment sehr hoch ist oder das Risiko-Rendite-Profil aus anderen Gründen einfach nicht stimmig, reduzieren wir auch konsequent die Investitionsquote. Genau deswegen hatten wir lange Zeit überhaupt keine Anleihen investiert und den Anteil von US-Aktien untergewichtet. Das hat uns im vergangenen Jahr sehr geholfen. Jetzt gibt es wieder Zinsen, also sind wir auch wieder in Anleihen engagiert. Wir nutzen aktuell zwei aktive Fonds mit High-Yield und haben dazu den Anteil von Liquid Alternatives dafür leicht reduziert, der uns im vergangenen Jahr ebenfalls sehr geholfen hat, als die Aktien- und Anleihekurse in den Keller gerauscht sind.

## **Wie sind sie aktuell für die nächsten Monate aufgestellt?**

Also wir sind unverändert, wenn auch reduziert, im Bereich Liquid Alternatives engagiert, nutzen aber neben Qualitätsaktien auch wieder Anleihen. In Einzelfällen haben wir auch einen ETF mit kurzlaufenden Staatsanleihen in den Portfolios, den wir als Parkposition betrachten. Das ist Geld, das noch nicht strategisch investiert werden soll, aber wenigstens schon mal einen Zins ohne großes Risiko im Fall von weiteren Zinsanhebungen der Notenbanken erzielen kann. Falls wir strategisch unsere Anleihen-Allokation ausweiten wollen, gibt es aktive Strategien, die nach unserer Einschätzung einen Mehrwert gegenüber dem Markt bieten können. Die würden wir präferieren.



## Kolumne

# Die KI als Börsenguru?



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Künstliche Intelligenz (KI) ist in aller Munde, vor allem seitdem mit ChatGPT ein kostenloses, leicht zugängliches System für jedermann zur Verfügung steht. Jeden Tag gibt es erstaunliche Berichte, was die KI alles kann. In Sekundenschnelle werden Berichte, Referate, Reden erstellt, für die ein Mensch Stunden, ja oft Tage benötigt.

Kein Wunder, dass angesichts dieser Entwicklung im Netz die Hoffnung grassiert, dass mit KI bald bessere Börsenprognosen möglich sind, die den sicheren Gewinn versprechen. Ich habe da jedoch Zweifel, ob das in naher Zukunft oder überhaupt möglich sein wird.

Zunächst ist die Börse selbst ein Informationssystem, das Daten, Motive, Hoffnungen durch Käufe und Verkäufe in Preisdaten bündelt. Diesen Prozess dauerhaft vorherzusagen, hat bisher nicht funktioniert, auch wenn zeitweilig einzelne Prognosen aufgegangen sind. Die Untersuchungen dazu sind ernüchternd. In der Regel kommen sie dazu, dass die Trefferquoten im Durchschnitt um 50 Prozent liegen. Die Laien erreichen diese 50 Prozent, Profis jedoch liegen sogar schlechter. Das ist erstaunlich, weil diese doch mehr Informationen und mehr Computerpower nutzen können. Der Grund für

die Überlegenheit der Laien ist jedoch einfach Statistik. Deren Prognosen sind besonders in solchen Untersuchungen sehr breit gefächert, so dass als Mittelwert eben diese 50 Prozent herauskommen. Im besten Fall sind Prognosen also an der Börse wie der Münzwurf: Kopf oder Zahl?

Doch KI ist bekanntlich selbstlernend und die Modelle werden ständig verfeinert. Machen wir einen Versuch mit der Frage, wie sich der DAX im Monat Mai entwickeln wird. Die Antwort von ChatGPT ist korrekt, aber ernüchternd. „Als KI-Sprachmodell habe ich nicht die Fähigkeit die Performance der Börsen vorherzusagen oder finanziellen Rat zu geben.“ ChatGPT verweist dann zu Recht darauf, dass die DAX-Entwicklung von einer komplexen Fülle von Faktoren abhängt.

Nun gibt es aber ständig Weiterentwicklungen der Künstlichen Intelligenz. In den USA hat ein System den Zusammenhang zwischen positiven und negativen Schlagzeilen und der nachfolgenden Kursreaktion von Aktien untersucht. Ergebnis: Positive Schlagzeilen lassen die Kurse am Tag danach steigen, negative fallen. Diese Erkenntnis überrascht nicht. Es gibt viele Analysten, die das Medienecho in ihre Prognosen einbeziehen – also nichts Neues. Außerdem haben wir alle die Erfahrung gemacht, dass die Reaktionen nicht immer so eindeutig sind, geschweige denn nachhaltig. Ein Vorteil ist jedoch, dass solche komplexen Auswertungen dank KI jetzt jedermann zur Verfügung stehen – sozusagen eine Demokratisierung der computergestützten Kursanalysen.

Aus England kommen Berichte, dass ein Portfolio von der KI erstellt, sich deutlich besser entwickelt als Portfolios aktiver Fondsmanager. Nun ist eine solche Momentaufnahme noch wenig aussagekräftig. Entscheidend ist, wie sich eine Methode über mehrere Börsenzyklen hinweg entwickelt. Dieser Test steht noch aus. Wir erinnern uns natürlich an Berichte von Affen, die wahllos Aktien mit dem Wurf von Dartpfeilen ausgewählt haben. Auch solche Portfolios erwiesen sich dann kurzfristig besser als die Konkurrenz. Für langfristige Strategien waren sie untauglich.

Spinnen wir die Entwicklung weiter. Gesetzt den Fall, dass die KI massiv für Kursvoraussagen genutzt wird, dann können diese zur selbsterfüllenden Prophezeiung führen. Je mehr Anlegerinnen und Anleger sich danach richten, desto höher steigt der Kurs über jede fundamentale Begründung hinaus. Desto höher ist dann auch die Wahrscheinlichkeit, dass der Markt diese Übertreibung über kurz oder lang korrigiert. Gut, nun mag man einwenden, dass ja immer mehrere KI-Modelle konkurrieren werden. Aber dann stellt sich die Frage, welches nun das Beste mit der treffsichersten Prognose ist. Und schließlich muss man sich mit der Gefahr befassen, dass solche Systeme auch von sogenannten Börsengurus genutzt werden können, um Kurse in ihrem Sinne besser als bisher zu manipulieren.

Wenn die KI zurzeit noch keine Prognosen abgibt, dann kann sie auf jeden Fall schon helfen, das bisherige Wissen aufzubereiten. Ich habe weitere Fragen gestellt, zum Beispiel wie leistungsfähig die Technische Analyse ist, welches die Vor- und Nachteile von ETFs sind oder was zu einem gut diversifizierten Depot gehört. Die Antworten waren alle vernünftig und entsprachen bewährten Prinzipien der Geldanlage.

Halten wir fest: KI-Modelle sind bisher nicht zu eigenen, treffsicheren Börsenprognosen fähig. Ob sie es dereinst können, ist noch offen. Aber sie können helfen, das Wissen gut aufzubereiten und so die Grundlage für menschliche Investitionsentscheidungen zu bilden. Anlegerinnen und Anleger sollten angeblich todsicheren KI-gestützten Voraussagen mit gehöriger Skepsis begegnen. Man könnte auch mit einer bewährten Weisheit abgewandelt spotten: „Die Börse hat immer Recht – und manchmal auch die KI.“



*„Die Börse hat immer Recht – und manchmal auch die KI.“*



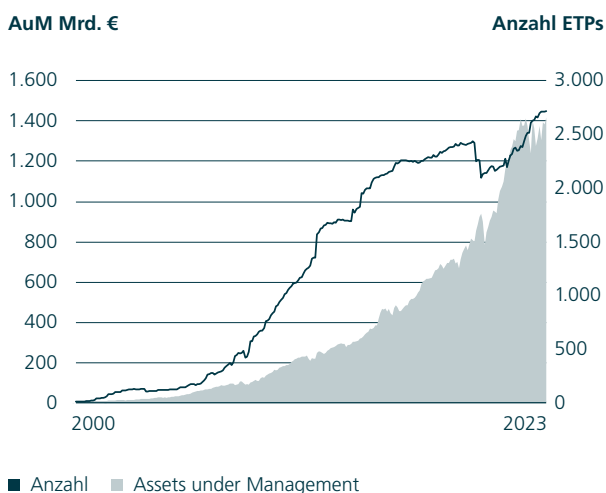
## ETF-Monitor

# Neue Rekorde für das ETF-Volumen

Trotz weiterer Anhebung der Leitzinsen, trotz Sorgen um die Stabilität von Banken, trotz neuer Konjunktursorgen setzten die Märkte die Erholung nach dem Märzschock im April noch weiter fort, aber mit verminderter Kraft. Der Nikkei in Japan schaffte so 2,9 Prozent, der Dow Jones 2,5, der DAX 1,9 und der Euro STOXX 50 1 Prozent. Die Emerging Markets, die sich im März noch kräftig erholt hatten, schwächelten dagegen wieder. China, Korea und die Türkei waren dafür vor allem verantwortlich. Der entsprechende MSCI-Index verlor 1,3 Prozent. Auch Tech-Werte taten sich wieder schwer. Der Nasdaq Composite war aber noch gerade ausgeglichen.

Rohstoffpreise präsentierten sich gemischt. Während der Ölpreis mit minus 0,3 Prozent für die Sorte Brent leicht verlor, reüssierte Gold mit einem Plus von einem Prozent

### Europäischer ETP-Markt.



Quelle: Morningstar

### Zahlen und Fakten.

# 1,43

Ein neuer Rekord für die AuM. Ihr Volumen stieg um 0,8 % auf 1,43 Billionen Euro.

# 2.693

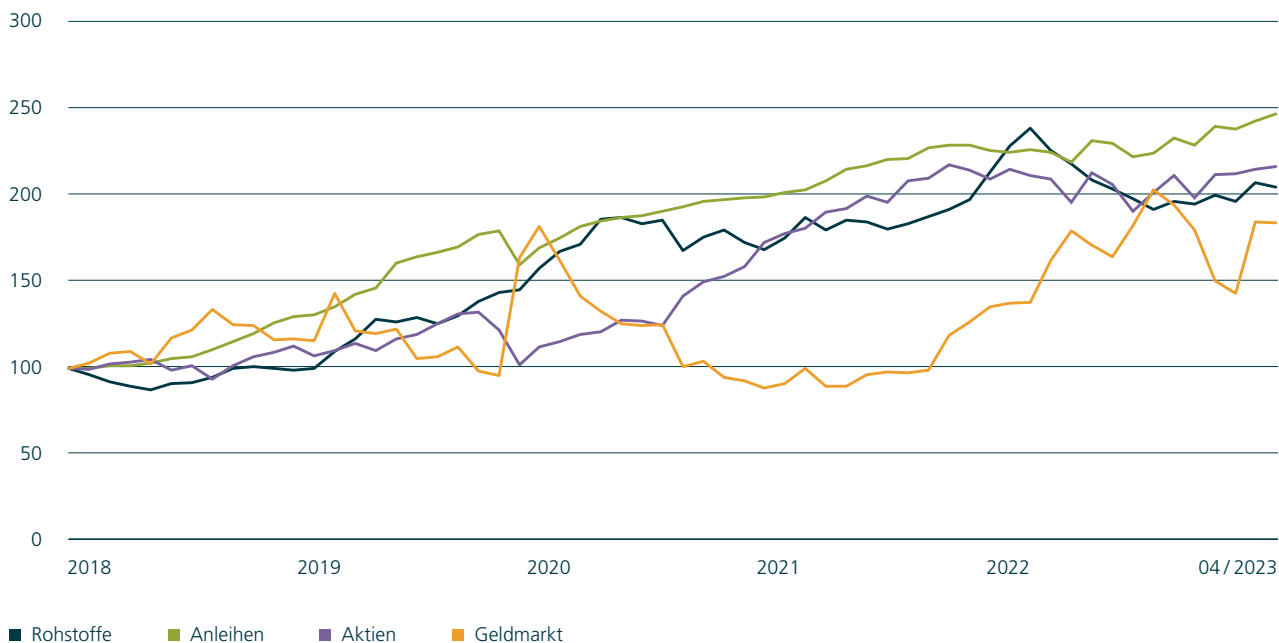
Die Zahl der ETP, also Fonds und Notes, verringerte sich leicht um 0,2 % auf 2.693.

und schob sich wieder an die Marke von 2.000 Dollar je Feinunze heran. Da sich die Zinsentwicklung in den USA und Europa angleicht, profitierte der Euro, der sich um 1,7 Prozent gegenüber dem Dollar verbesserte.

Auch bei den ETFs machte sich die verbesserte Goldnachfrage bemerkbar. Fonds mit Edelmetall-Minen legten bis zu neun Prozent zu. Bei den Länder-ETFs ragte Polen mit zwölf Prozent heraus. Generell waren auch Small-Caps-Indizes in Europa gefragt, die sich bis zu vier Prozent verbessern konnten. Das gelang auch ETFs mit Energiewerten.

Bei den Verlierern fielen Fonds mit Technologieaktien ins Auge, die je nach spezieller Ausrichtung - Cloud Computing, Cybersecurity oder Künstlicher Intelligenz - bis zu zehn Prozent abgaben. Bei den Länderfonds waren es China, die Türkei oder Taiwan, die bis 6 Prozent verloren.

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



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Bei den Flows gab es im Prinzip das gleiche Bild. Die Anleihen waren an der Spitze mit 6,4 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen, die Aktien erzielten 4,1 Milliarden.

Rohstoffe gaben 106,4 Millionen Euro ab. Der Geldmarkt verlor 29,9 Millionen Euro.

## Zahlen und Fakten.

109

Die Rohstoffe gaben 1,2 Prozent ab – auf aktuell 109 Milliarden Euro.

961,3

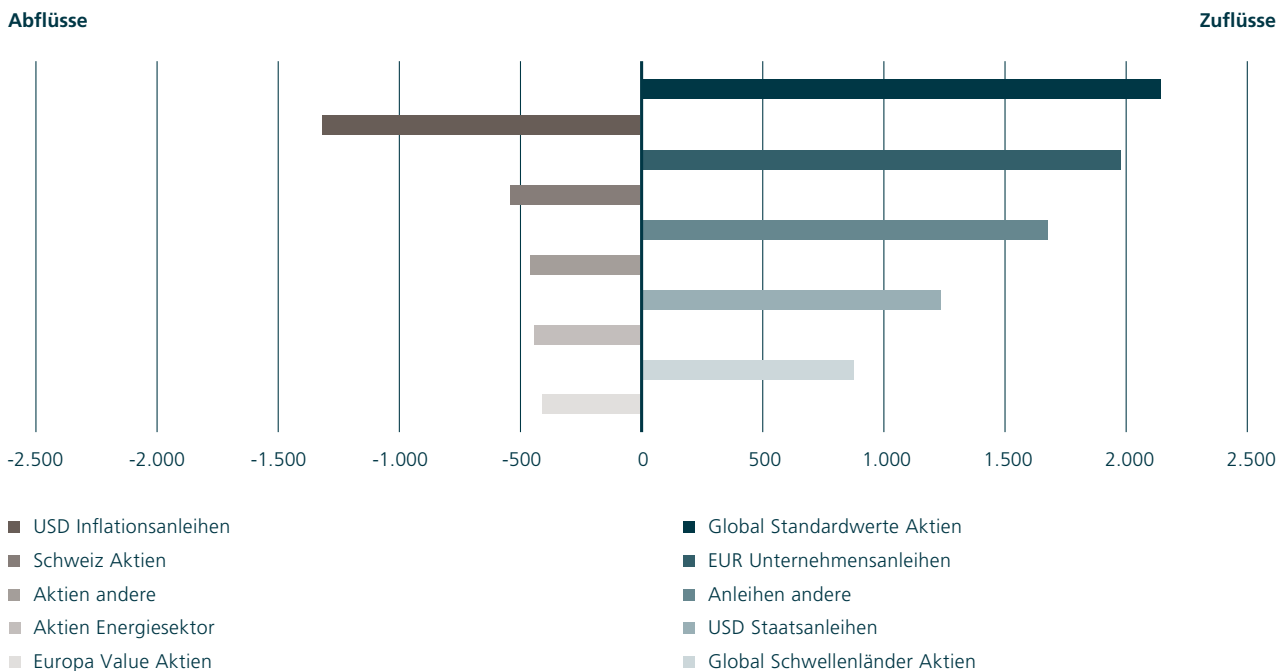
Die Aktien steigerten sich um 0,8 Prozent auf 961,3 Milliarden Euro.

333,5

Die Anleihen haben die Nase vorn – Steigerung um 1,7 Prozent auf 333,5 Milliarden Euro.

5,8

Der Geldmarkt verringerte sein Volumen um 0,4 Prozent auf 5,8 Milliarden Euro.



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Da die Inflation nicht mehr ansteigt, sinkt das Interesse an Inflations-indexierten Anleihen. Entsprechende US-Dollar-Fonds verloren 1,3 Milliarden Euro. Schweizer Aktien waren angesichts der vorerst überstandenen Krise nicht mehr so gefragt, ein Minus von 533,9 Millionen Euro. Aktien außerhalb der Standardindizes gaben 464,9 Millionen Euro ab. Energie-Aktienfonds wurde nach dem starken Anstieg zuvor antizyklisch abgebaut, so dass 435,3 Milliarden Euro abflossen. Schließlich ging das Interesse an europäischen Value-Aktien zurück, was 411,4 Millionen Euro weniger zur Folge hatte.

### Nettomittelzuflüsse.

Aufgeschlüsselt nach einzelnen Kategorien erfreuten sich globale Standardaktien großen Zuspruchs und erhielten netto 2,1 Milliarden Euro frisches Geld. Zwei Milliarden Euro waren es für Euro-Unternehmensanleihen. 1,7 Milliarden Euro entfielen auf Anleihen außerhalb der Standardindizes. 1,2 Milliarden Euro flossen in US-Staatsanleihen. 877,1 Millionen Euro investierten Investoren neu in globale Schwellenländeraktien.

### Marktkommentar: Hoffen auf Sommerrallye

Der April machte deutlich, dass sich der Schwung des Jahresanfangs allmählich verflüchtigt hatte, Zudem nehmen warnende Stimmen zu, dass sich die Konjunktur nicht so gut wie erhofft entwickeln dürfte. Schließlich könnte auch die sogenannte Saisonalität der

Aktienanlage wirken, die in den Monaten bis Herbst zähe Börsen nahelegt. Hat der Börsenspruch: "Sell in May and go away" seine Berechtigung, könnte der neue Monat eher schwierig laufen. Aber wie immer kann es Ausnahmen von der Regel geben und so mancher mag auf eine Sommerrallye hoffen.





## Makro Research

# USA im Fokus.



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

So überraschend es klingen mag: Es läuft zurzeit ganz gut in der Weltwirtschaft. Die befürchtete Rezession konnte bislang trotz der Liste an Risikothemen und der damit verbundenen Unwägbarkeiten für die globale Konjunktur vermieden werden. Die USA als wichtigste Volkswirtschaft stehen hierfür exemplarisch und in vielerlei Hinsicht im Fokus.

Maßgeblich bleibt die erfolgreiche Inflationsbekämpfung. Hier hat die amerikanische Notenbank Fed seit gut einem Jahr starke Zeichen gesetzt. Sie hat die Leitzinsen bis zuletzt in die Höhe getrieben und mit ihrer restriktiven Geldpolitik die Wirtschaft gebremst. Nicht zuletzt dank des robusten Arbeitsmarktes hält sich die Konjunktur indes tapfer. Die Inflationsraten werden Schritt für Schritt moderater, wenngleich die binnenwirtschaftliche Preisdynamik für den Geschmack der Fed weiterhin zu hoch ist. Somit sind Leitzinssenkungen erst im kommenden Jahr zu erwarten. Die geldpolitische Kehrtwende hat offenkundig auch Stress im Bankensektor verursacht. Bei den US-Regionalbanken

grummelt es nach wie vor. Doch bislang konnten die gute Liquiditätsversorgung durch die Fed und das entschiedene Vorgehen der Aufsichtsbehörden eine unkontrollierte Vertrauenskrise im Finanzsektor verhindern.

Die USA stehen überdies mit ihren politischen Risiken im Fokus. Wieder einmal geht es um die Anhebung der Schuldenobergrenze. Da sich Demokraten und Republikaner recht unversöhnlich gegenüberstehen, also ein überparteilicher Kompromiss sich hier schwierig gestaltet, könnte die US-Regierung – und sei es auch nur vorübergehend – in Kürze zahlungsunfähig sein. In den vergangenen Jahrzehnten ist dies noch immer rechtzeitig abgewendet worden. Darauf setzen die Märkte auch jetzt. Doch der Weg zu einer Einigung ist erfahrungsgemäß mit Dramatik gepflastert.

2023 ist ein Jahr der Normalisierung in der Weltwirtschaft nach den extremen Schocks der vergangenen Jahre: Konjunkturschwankungen, Inflation, Zinsanstieg. Die Aktienmärkte sehen gegenwärtig gute Chancen, dass diese Normalisierung gelingt. Dazu tragen auch die überwiegend positiven Unternehmensmeldungen bei. Zudem hilft die Einschätzung, dass die Notenbanken das Ende der Leitzinserhöhungen weitgehend erreicht haben dürften. Nach einer mehrmonatigen Pause locken dann wieder Zinssenkungen am Horizont. Die USA und die Fed sind hier Vorreiter. Wir sehen die größere Wahrscheinlichkeit darin, dass sie der vielfältigen Risiken Herr werden und dass die Konjunktur mit einer sanften Landung den Belastungen trotzen kann. Insbesondere mit Blick auf 2024 nehmen viele Risiken schrittweise ab.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Euroland: Aufwärtsrevision der BIP-Prognosen für 2023 und 2024.
- USA: Abwärtsrevision der BIP-Prognose für 2023.
- Deutschland/Euroland/USA: Abwärtsrevision der Inflationsprognosen.
- EZB: Eine zusätzliche Leitzinserhöhung im Juli 2023.
- DAX: Leichte Aufwärtsrevision der Kursziele.
- Gold: Aufwärtsrevision der Prognose.
- Rohöl: Abwärtsrevision der Prognose.
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognosen für China, Mexiko und Tschechien.

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Die Stagnation des Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal war nach den guten Konjunkturindikatoren für Januar und Februar eine Enttäuschung. Verantwortlich war ein Kollaps der Konjunkturindikatoren im März. Möglicherweise spielte dabei auch ein jahreszeitlich rekordhoher Krankenstand eine Rolle. Erfreulicherweise deuten die ersten harten Indikatoren für April auf eine Besserung hin. Bei den Stimmungsindikatoren dürfte nach der Aufwärtskorrektur der zu pessimistischen Erwartungen die tatsächliche Konjunktur wieder die entscheidende Rolle spielen, und die ist eher gedämpft.

**Prognoserevision:** Leichte Abwärtsrevision der Inflationsprognose.

### Euroland.

Die Wirtschaft in Euroland hat im ersten Quartal 2023 lediglich um magere 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal zugelegt. Unter den vier großen EWU-Ländern war die Entwicklung uneinheitlich. Italien und Spanien zeigten mit einem Wachstum um jeweils 0,5 % eine starke Dynamik in den ersten drei Monaten des Jahres. Dahinter lag Frankreich mit einem Plus von 0,2 %. Das Schlusslicht unter den vier großen Ländern in Euroland war Deutschland mit einer Stagnation des Bruttoinlandsprodukts. Für das laufende Quartal deutet sich keine Zunahme der europäischen Wachstumsdynamik an. Die hohe Inflation bleibt ein wichtiger Belastungsfaktor für die privaten Haushalte. Die Schnellschätzung der Inflationsrate ergab für den April einen leichten Anstieg von 6,9 % auf 7,0 %.

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

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

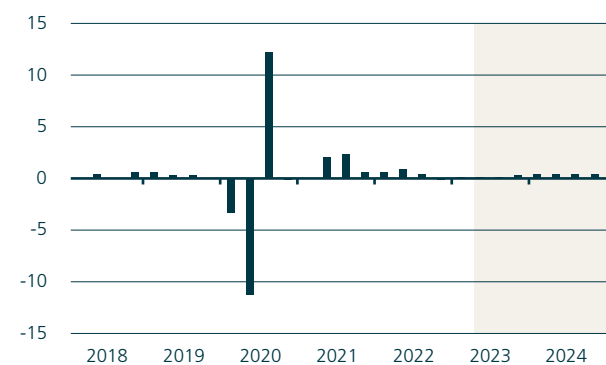
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Das Bruttoinlandsprodukt ist im ersten Quartal mit 1,1 % gegenüber dem Vorquartal auf das Gesamtjahr hochgerechnet schwächer angestiegen als zuletzt erwartet. Insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen haben weiter an Dynamik verloren. Der Volkswirtschaft geht langsam die zyklische Wachstumsluft aus, was geldpolitisch durchaus erwünscht ist. Die Inflationsraten sind zwar in der Tendenz rückläufig, aber noch zu hoch. Weiterhin kräftig entwickelt sich der Arbeitsmarkt dank einer überaus hohen Überschussnachfrage nach Arbeitskräften. Bislang steht die Entwicklung im Einklang mit unserem gedämpften Wachstumsausblick. Aber es gibt schwer einzuschätzende Risiken. Im Bankensystem ist der Stress weiterhin hoch. Das zweite Risikothema ist die noch ausstehende Einigung über eine Anhebung der Schuldengrenze des Staates.

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision der BIP-Prognose für 2023 sowie der Inflationsprognose für 2023 und 2024.

## Märkte Industrieländer.

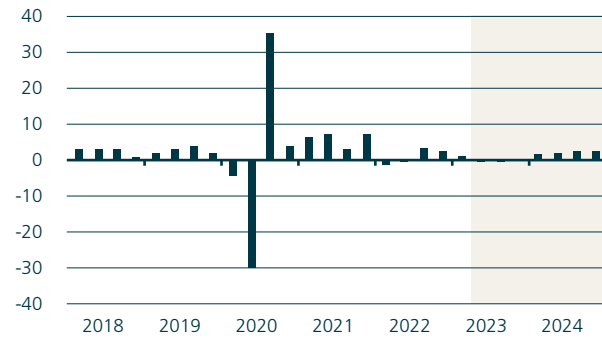
### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Die EZB betrachtet ihre Geldpolitik mittlerweile zwar als restriktiv, hält dies aber noch nicht für ausreichend, um in angemessener Zeit einen Rückgang der Inflation auf 2 % sicherzustellen. Wir erwarten daher erneute Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten im Juni und Juli. Danach dürfte die EZB die allmählich nachlassende Kerninflation und die schwache Kreditvergabe als hinreichende Belege ansehen, dass eine weitere Straffung nicht notwendig ist. Mit dem Beginn von Leitzinssenkungen rechnen wir jedoch erst in der zweiten Jahreshälfte 2024. Die EZB wird den Abbau ihrer Bilanz etwas beschleunigen, indem sie die Wiederanlage von Rückflüssen aus dem Wertpapierkaufprogramm APP ab Juli 2023 vollständig einstellt. Zudem dürfte sie nach dem Abflauen der Probleme im Bankensektor auch keine Überbrückungsmaßnahmen anbieten, um die heranrückenden Fälligkeiten der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III zu glätten. Dennoch werden die Überschussreserven noch für einige Zeit hoch genug bleiben, um die €STR- und EURIBOR-Sätze an den Einlagensatz zu koppeln.

**Prognoserevision:** Eine weitere Leitzinserhöhung im Juli.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

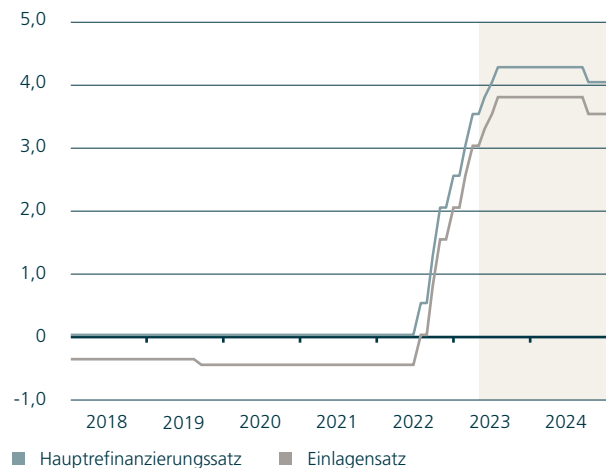
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

## Rentenmarkt Euroland.

Nachdem die akuten Verwerfungen im Bankensystem nachgelassen haben, gehen die Marktteilnehmer zwar wieder davon aus, dass die EZB die Leitzinsen noch etwas weiter anheben wird. Gleichzeitig antizipieren sie aber bereits für das kommende Jahr ausgeprägte Leitzinssenkungen, was sich in einem stark inversen Verlauf am kurzen Ende der Bundkurve im Laufzeitbereich zwischen ein und zwei Jahren niederschlägt. Unseres Erachtens orientieren sich die Marktteilnehmer damit zu stark an den Leitzinserwartungen für die US-Notenbank Fed und unterschätzen die Persistenz der Inflation im Euroraum sowie die Reaktion der EZB hierauf. Ihre Leitzinserhöhungen in den kommenden Monaten und ihre begleitenden Kommentare sollten daher einen Anstieg der Renditen vor allem in den Laufzeitbereichen von zwei bis fünf Jahren zur Folge haben.

## Devisenmarkt: EUR–USD.

Der Wechselkurs hat sich seit Mitte April um die Marke von 1,10 USD je EUR gefestigt. Im Mai hat die US-Notenbank Fed voraussichtlich ihr Leitzinshoch erreicht. Demgegenüber dürfte die EZB noch zwei weitere, kleinere Zins-schritte vornehmen, sodass der US-Zinsvorsprung weiter abschmelzen wird. Die mittelfristigen Perspektiven für den Euro bleiben somit gut. Kurzfristig allerdings kann der US-Dollar noch Unterstützung erfahren, wenn die US-Risikothemen (Streit um die Anhebung der US-Schuldenobergrenze, anhaltende Probleme der US-Regionalbanken) nicht eskalieren. Dann dürfte sich die Markterwartung an die Fed weg von der Leitzinswende in diesem Jahr hin zu unserer Prognose der Leitzinswende ab Anfang 2024 verschieben. Die anhaltend starken US-Makrodaten wie der jüngste Arbeitsmarktbericht sprechen dafür.

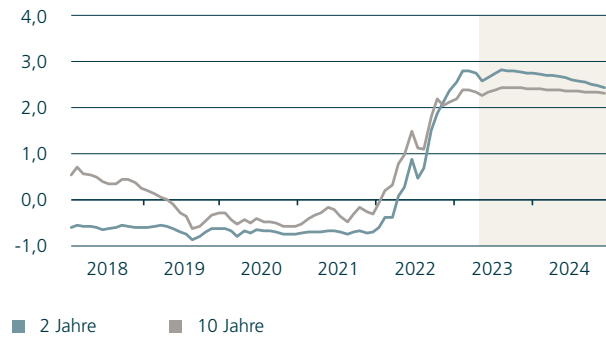
## Aktienmarkt Deutschland.

Die gestiegenen Zinsen bremsen den Aufschwung, ohne ihn abzuwürgen. Dies signalisieren zum einen die zuletzt veröffentlichten Einkaufsmanagerindizes, welche in der Kombination aus verarbeitendem Gewerbe und Dienstleistungen seitwärts tendieren. Zum anderen zeigen die Unternehmen eine hohe Widerstands- und Anpassungsfähigkeit. Dies hat sich in der gerade laufenden Quartalsberichterstattung bestätigt. Die Unternehmen kommen besser mit dem schwierigen Umfeld zurecht als zunächst erwartet worden war. Neben stabilen Unternehmensgewinnperspektiven werden die Kurse von einer nur durchschnittlich hohen Bewertung unterstützt. Dies wird die Märkte in Phasen erhöhter Verunsicherung, beispielsweise durch das Erreichen der US-Schuldenobergrenze oder der Ausweitung des Stresses bei US-Regionalbanken, wirksam stabilisieren. Diese Phasen sollten für Zukäufe genutzt werden, um an den mittel- und langfristigen positiven Perspektiven des Aktienmarktes partizipieren zu können.

**Prognoserevision:** Leichte Aufwärtsrevision der Kursziele.

## Bundesanleihen: Renditen.

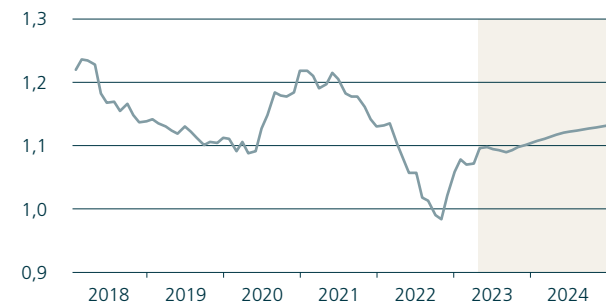
in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	12.05.2023	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	15.896,23	16.000	16.500	17.000
<b>EURO STOXX 50</b>	4.306,76	4.100	4.300	4.500
<b>S&amp;P 500</b>	4.137,64	3.900	4.000	4.150
<b>Topix</b>	2.085,91	2.050	2.150	2.200

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Unternehmensanleihen haben, ähnlich wie die Aktienmärkte auch, die Schockwellen aus dem Bankensystem schnell wieder abgeschüttelt. Die Spreads für Financials sind allerdings noch leicht erhöht, und vor allem Nachranganleihen leiden unter der überraschenden kompletten Auslöschung der AT1-Anleihen der Credit Suisse. Eine kleine Überraschung lieferte die EZB bei ihrem jüngsten Zinsentscheid mit der Ankündigung, die bereits teilweise eingeschränkte Wiederanlage fälliger Wertpapierbestände aus dem Kaufprogramm APP ab der zweiten Jahreshälfte komplett einzustellen. Da aber ohnehin mit einer Verringerung der Käufe gerechnet worden war, hat sich die Meldung kaum mehr ausgewirkt. Die Spreads werden zudem von bisher recht erfreulichen Geschäftsberichten zum ersten Quartal unterstützt, wenn auch die Aussicht trüber wird.

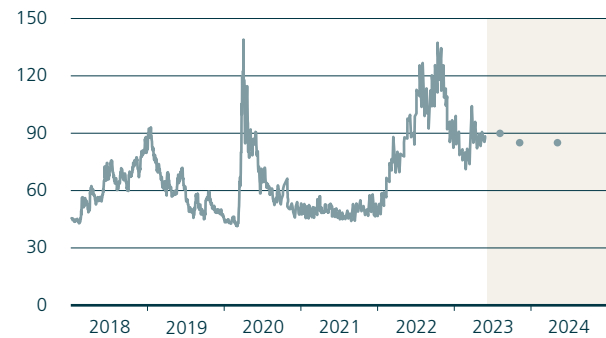
## Emerging Markets.

### Märkte.

Vor dem Hintergrund des hohen Renditevorsprungs gegenüber den Euro-Rentenmärkten bauten vor allem mitteleuropäische und lateinamerikanische Währungen ihre Jahresgewinne gegenüber dem Euro aus. Dies führte dazu, dass sich Lokalwährungsanleihen in den vergangenen Wochen und im bisherigen Jahresverlauf besser entwickelt haben als Hartwährungsanleihen und Aktien. EM-Aktien konnten dagegen nicht nachhaltig von der Aufhebung der Corona-Restriktionen in China profitieren. Ein wichtiger Belastungsfaktor bleibt die Sorge vor einer weiteren Zunahme der geopolitischen Spannungen zwischen China und den USA, wobei auch die Europäische Union ihre Kritik an China verstärkt. In den kommenden Monaten dürften Schwellenländeranleihen von hohen Renditen und der Aussicht auf eine Zinswende gestützt bleiben. Bei Schwellenländeraktien erwarten wir dagegen zunächst eine weiterhin abwartende Haltung der Investoren. In den kommenden Wochen kommt die Auseinandersetzung um die Anhebung der US-Schuldengrenze als ein Risikofaktor für die globalen Kapitalmärkte hinzu.

## 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 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken erhöhen Leitzinsen bzw. halten sie auf hohem Niveau, bis Rückgang der Inflationsraten hinreichend weit vorangeschritten ist. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst ab 2024 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 %)

- Zu späte Einigung auf Anhebung der US-Schuldengrenze führt zu partiellem Zahlungsausfall von US-Staatsanleihen mit schwer kalkulierbaren Folgen für die globalen Kapitalmärkte.
- Belastungen durch spürbar gestiegene Zinsen lösen 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.
- 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.
- 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 Infragestellten der Währungsunion.

### 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)