

ETF-Newsletter Wertarbeit

Wann ist der Gipfel erreicht?

September 2023

Investieren schafft Zukunft.

Deka
Investments

Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

eine der beliebtesten Metaphern für das Geschehen an den globalen Finanzmärkten ist die Bergwelt: An Berg und Börse gibt es gleichermaßen moderate und steile Anstiege sowie entsprechende Abgänge, es gibt hochgesteckte Ziele, Zwischenstopps, Plateaus und tiefe Täler. Auch auf der Ebene der Akteure passt das Bild: Es gibt rasante Gipfelstürmer genauso wie Auf- und Absteiger. In seiner Kolumne widmet sich Dr. Bernhard Jünemann mit den BRICS-Staaten einer ehemals steilen Aufstiegs Geschichte, von deren wichtigsten Protagonisten einige zuletzt empfindliche Rückschläge einstecken mussten. Da ist China zu nennen, wo der Erfolgspfad von Präsident Xi ein zumindest zwischenzeitliches Ende gefunden zu haben scheint. Da ist Russland, das sich durch den völkerrechtswidrigen Angriffskrieg in der Ukraine auf einen unwegsamen Kurs begeben hat. Und zuletzt Südafrika, das wirtschaftlich auf zunehmend schwierigem Terrain navigiert.

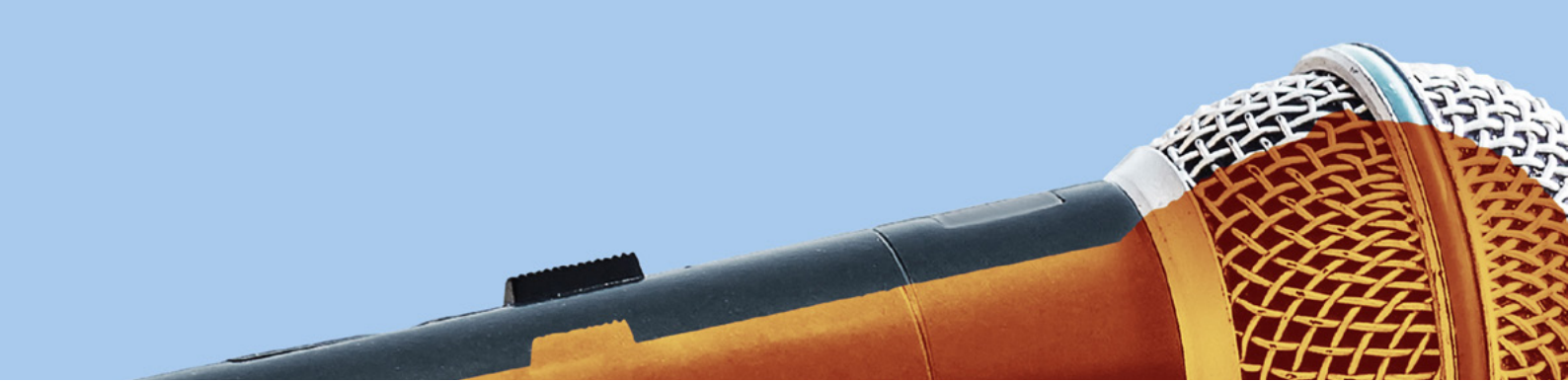
Dr. Ulrich Kater nimmt in seinem Makro Research die Perspektive der Notenbanken ein. Die weiterhin große Unsicherheit über die Wirksamkeit der Inflationsbekämpfung sowie über den richtigen Pfad zur Normalisierung der Geldpolitik führt zu einem kurzfristigen, datengetriebenen Handeln, das sich schwer prognostizieren lässt. Eine mittelfristige Normalisierung von Geldpolitik und Inflationsraten sehen viele Finanzmarktakteure als wahrscheinlich an. Für den weiteren Jahresverlauf indes muss mit anhaltender Unsicherheit darüber gerechnet werden, wann und auf welchem Niveau der Zinsgipfel erreicht sein wird.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,
Leitung Produktmanagement
ETF, Deka Investment GmbH



Interview

„Schnelle Anpassung mit ETFs“

Ulrich Jungbauer ist Head of Portfoliomanagement bei der HanseMerkur Trust AG. Er erläutert, welche Rolle ETFs für die Versicherungsgruppe HanseMerkur und für externe Mandate spielen.

Welche Aufgaben nimmt die HanseMerkur Trust für die gleichnamige Versicherungsgruppe wahr und was ist das Leistungsspektrum?

Wir sind eine hundertprozentige Tochter der HanseMerkur-Gruppe und betreuen über 12 Milliarden Euro überwiegend in deutschen Spezial- und Publikumsfonds. Davon entfallen zehn Milliarden Euro auf die HanseMerkur, zwei Milliarden sind in Spezialfonds für institutionell Investierende sowie in Publikumsfonds investiert. Unsere externen Kundinnen und Kunden sind andere Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, kirchlich Investierende oder Stiftungen. Als mittelgroßer Assetmanager sind wir immer noch sehr schlank aufgestellt und dadurch hochflexibel.

Das Leistungsspektrum umfasst vor allem liquide Anlageklassen. Aber es gibt bei uns auch ein Team, das alternative Anlagen in Private Equity und Private Debt betreut. Immobilien werden von unserer Schwestergesellschaft, der HanseMerkur Grundvermögen, verwaltet. Auf diese Expertise greifen wir im Falle eines Mandats zurück, das eine Immobilienquote fordert. Leitlinie für externe Kundinnen und Kunden ist, dass wir im Prinzip nur in das investieren, was auch in der HanseMerkur-Gruppe investiert ist.

Gibt es für Sie so etwas wie eine übergeordnete Anlagephilosophie?

Unser Investmentansatz, den wir in unserer Unternehmensphilosophie verankert haben, ist auf die Erwirtschaftung einer Zielrendite über dem Geldmarkt hinaus ausgerichtet, verbunden mit dem Schutz des Vermögens, wie er für Versicherungen gefordert ist. Kurzgefasst: Es geht um Absolute-Return- und Wertsicherungsstrategien. Wir wollen große Drawdowns vermeiden. Die verschiedenen Strategien, die wir anbieten, setzen in der Regel auf Diversifi-

kation verschiedener Anlageklassen, die damit eine implizite Absicherung bieten. Es gibt aber auch explizite Wertsicherungskonzepte, die ein klares Ziel haben, zum Beispiel nicht mehr als fünf Prozent im Jahr zu verlieren.

Wie halten Sie es mit der Nachhaltigkeit?

Wir sind zwar nicht der klassische Öko-Pionier, aber wir haben in den letzten Jahren unsere Konzepte zur Integration von Nachhaltigkeit in die Vermögensanlage kontinuierlich weiterentwickelt. Häufig stehen wir mit unseren Kundinnen und Kunden im Dialog zur Entwicklung ihrer individuellen Nachhaltigkeitsziele und deren Implementierung. Je nach Mandat beraten wir und entwickeln entsprechende Portfoliolösungen. Die sind zum Beispiel bei einer kirchlichen Einrichtung sehr viel strenger als bei einem Industrieunternehmen. Aber auch denen können wir Portfoliolösungen bieten, die zum Beispiel zu einer deutlichen CO₂-Reduzierung führen. Unser größter Kunde, die Konzernmutter HanseMerkur, hat sich das Ziel gesetzt bis 2029 die CO₂-Emissionen um 50 Prozent zu reduzieren und bis 2050 sogar die Null zu erreichen. Das verankern wir auch in den ESG-Strategien der Kapitalanlagen.

Wie global sind Ihre Strategien ausgerichtet und wie nutzen Sie die Anlageklassen überwiegend?

Natürlich agieren wir global, präferieren aber eine Ausrichtung auf den Euro. Wir haben zum Beispiel Microsoft-Unternehmensanleihen in den Portfolios, aber eben als Euro-denominierte Variante. Bei der Anlageklasse Aktien setzen wir auf Einzeltitel und auch Indexkonzepte. Wir nutzen Faktorstrategien wie auch Themeninvestments. Bei den Anleihen liegt unser Fokus klar auf Staatsanleihen und Unternehmensanleihen, abgerundet durch Pfandbriefe.

Wir haben auch Cash wieder als Anlageklasse im Blick, die durch die Zinsentwicklung wieder attraktiv geworden ist. Gold zur Diversifikation spielt eine Rolle, aber nicht physisch, sondern als ETCs. Was wie gewichtet wird, hängt immer von den individuellen Anforderungen der Portfolios ab.

Welche Rolle spielen ETFs in diesem Universum?

Das ist vielschichtig. Am klarsten ist es bei unseren Dachfonds und im Bereich der fondsgebundenen Lebensversicherungen. Hier beträgt der Anteil von ETFs bis zu achtzig Prozent. Bei Spezialfondsmandaten können wir bei strikten Nachhaltigkeitskriterien oft keine ETFs finden, welche exakt die individuell gestalteten ESG Kriterien erfüllen. Das gleiche gilt für Faktorstrategien. Über die Direktanlage der HanseMerkur entscheidet ein Investmentkomitee. Bei Aktien kommen ETFs ins Spiel, wenn es um schnelle Anpassungen und kurzfristige Chancen geht. Bei den Anleihen sind die Volumina so groß, dass wir überwiegend auf Einzelinvestments setzen.

Wie wählen Sie die ETFs aus? Es gibt ja meist mehrere Anbieter und Indexkonzepte, unterschiedliche Volumina, Kosten oder Replikationsmethoden.

Das Volumen ist natürlich wichtig. Wenn wir zwei ETFs haben, die weitgehend identisch sind, würden wir immer den mit dem höheren Volumen vorziehen. Aber wir haben keine generelle Mindestgrenzen. Wir würden auch mal ein neues Produkt kaufen, dessen Konzept uns gefällt, das aber noch nicht das große Volumen vorweisen kann. Bei Faktor-ETFs prüfen wir die Methodologie genau. Es gibt ja zum Beispiel viele Value-ETFs, die sich in der Zusammensetzung unterscheiden. Da stellt sich immer die Frage, was wirklich Value ist. Dazu führen wir unsere eigenen Berechnungen durch. Natürlich sind Kosten und Abbildungsqualität wichtig. Bei zwei gleichen Fonds, aber mit unterschiedlicher Replikationsmethode, würden wir immer die physische Variante vorziehen. Gleichwohl gibt es Strategien, die nur synthetisch darstellbar sind. Wenn die für uns passen, nutzen wir auch synthetische Lösungen.

Das Angebot ist in den vergangenen Jahren enorm gewachsen. Fehlen Ihnen noch ETFs?

In der Tat gibt es immer mal wieder Situationen, vor allem taktische, für die wir keine ETFs finden. Vor einiger Zeit fanden wir zum Beispiel Silberproduzenten spannend, die es zum damaligen Zeitpunkt aber nicht als ETFs gab. Bei Anleihen hätten wir gerne beispielsweise ETFs mit einer speziellen Quality-Komponente, die sich vom üblichen Rating absetzen oder es ergänzen. Salopp gesagt: dreifach B, aber mit Quality-Elementen. Interessant fänden wir auch Angebote zu Low Volatility beziehungsweise Low Beta Anleihen ETFs. Aktuell sprechen wir mit Anbietern über mögliche neue Themen ETFs, die wir für uns und andere Investoren für attraktiv erachten, aber aktuell nicht verfügbar sind. Weitere Informationen hierzu wird es im nächsten halben Jahr geben.

Noch mal genauer zum Risikomanagement, das ja für ihre Strategien, die eingangs erwähnt wurden, essenziell sind. Wie gehen Sie vor?

Das ist sehr kundenindividuell. Nehmen wir den Fall eines Kunden, der das Ziel einer Preisuntergrenze bezogen auf den Jahresultimo vorgibt. Da kombinieren wir Absolute-Return-Strategien, die möglichst wenig miteinander korrelieren, und fügen noch einen Tail-Hedge hinzu, um gegen Extremrisiken wie beispielsweise den Ukraine-Krieg gewappnet zu sein. Ohne feste Wertuntergrenze verzichten wir aus Kostengründen auf das Tail-Hedging und agieren mit Diversifikation von unkorrelierten Einzelrisikoprämien. Wir können auch weitgehend marktneutrale Faktorstrategien aufsetzen. Wir haben zum Beispiel einen Publikumsfonds, der zeitweise bis zu 25 unterschiedliche Faktorpremiestrategien im Portfolio hatte und solche Extremrisiken wie den Ukraine-Krieg ziemlich robust überstehen konnte.

Wie sind Sie dann insgesamt über die letzten Jahre, vor allem über 2022 hinweggekommen, als Aktien- und Rentenmärkte kräftig gefallen sind?

Wir konnten unsere Preisuntergrenzen 2022 bis auf wenige Ausnahmen halten. Als der extreme Abverkauf aller Assetklassen einsetzte, haben wir in Einzelfällen Untergrenzen unterschritten. Hierbei waren wir aber stets im engen Austausch mit den Investierenden, um deren Risikotragfähigkeit bei unseren Sicherungsmaßnahmen zu berücksichtigen. In nahezu allen Fällen konnten wir die Unterschreitungen aber allein über Cashpositionen bis zum Jahresende wieder aufholen. Auch Immobilien und Private Debt haben in diesem Jahr für Stabilität in den Portfolios gesorgt.

„Wir denken, dass der Zinsgipfel nahe ist, auch wenn kurzfristig nichts für ein deutlich geringeres Zinsniveau spricht.“

Wie geht es in den nächsten Monaten weiter? Auf welche Parameter muss man besonders achten?

Wir denken, dass der Zinsgipfel nahe ist, auch wenn kurzfristig nichts für ein deutlich geringeres Zinsniveau spricht. Wegen der inversen Zinsstrukturkurve halten wir derzeit vor allem kurze und mittlere Laufzeiten, mischen aber durchaus schon längere bei. Die Spreads in osteuropäischen Ländern halten wir wegen der hohen Risikoauflage für interessant. Bei Unternehmensanleihen präferieren wir klar die kürzeren Laufzeiten, falls es doch – entgegen unseren Erwartungen – zu einer stärkeren konjunkturellen Abschwächung kommt. Erst wenn der Zinsgipfel tatsächlich erreicht ist, dürfte die Anlagesituation wieder deutlich günstiger werden. Für den Aktienmarkt gehen wir aktuell von unruhigen Wochen aus – zum Jahresende erwarten wir höhere Indexstände.



Kolumne

Ernüchternde Bilanz



Dr. Bernhard Jünemann
Finanzjournalist

Eigentlich spricht viel für eine Investition in Emerging Markets. Sie sind dynamisch, aufstrebend, wachstumsstark, wenn auch deutlich volatil als Industrieländer. Ihre Hochzeit erlebten die Schwellenländer am Beginn des neuen Jahrhunderts. Sie hatten damals ihre Schulden im Griff und profitierten von der Globalisierung. Besonders der rasante Aufstieg Chinas war atemberaubend. Das Land hatte die kommunistische Planwirtschaft durch marktwirtschaftlichen Pragmatismus abgelöst. Es trat der Welthandelsorganisation bei und wurde zur exportorientierten Werkbank. Wachstumsraten von acht Prozent pro Jahr versetzten Anlegerinnen und Anleger ins Staunen. Der damalige Chefvolkswirt von Goldman Sachs, Jim O'Neill, kreierte das eingängige Akronym BRIC, aus dem später BRICS wurde und dass die Länder Brasilien, Russland, China, Indien und Südafrika umfasst. Ihnen wurde nur zu gerne eine glanzvolle Zukunft vorausgesagt.

Kein Wunder, dass viele Analysten die Schwellenländer als stabilisierenden Faktor für die Weltwirtschaft lobten. Zugestanden, es gab immer mal wieder Ausreißer. Aber sie trübten kaum das positive Bild der Ländergruppe insgesamt. Für global aufgestellte Portfolios wurde ein erhöhter

Anteil empfohlen. Statt wie früher höchstens fünf Prozent, galten sogar 20 Prozent und mehr als sinnvoll.

Und heute, fast zwanzig Jahre später? Ernüchterung macht sich breit. Der erhoffte Aufschwung der Schwellenländer ist ins Stocken geraten. Der MSCI Emerging Market Index, der 24 Länder und 1400 Aktien umfasst, hat in der jüngsten Krise 2022 mehr verloren als der MSCI World und sich 2023 schwächer erholt als dieser. Längerfristig, bezogen auf fünf Jahre, hat der Index sogar vier Prozent verloren. Nur unter Einbeziehung der gezahlten Dividenden kommt ein kleines Plus von 2,5 Prozent heraus. Der MSCI World, der die Industrieländer repräsentiert, hat in dieser Zeit mit Dividenden 14 Prozent geschafft.

Ein Grund dafür liegt auf der Hand: China. Dessen Aktiengesellschaften haben im MSCI-Index immerhin ein Gewicht von knapp über 30 Prozent. Die Misere hat einen Namen: „Xi's Broken Model“, wie der „Economist“ kürzlich titelte. Die chinesischen Börsen gingen schon vor Corona auf Talfahrt, als Präsident Xi eine Re-Ideologisierung der Wirtschaftspolitik verkündete und die dynamischen Techkonzerne unter Kuratel stellte. Dann kam die rigide Null-Covid-Politik mit drastischen Lockdowns dazu, die das Land stilllegte. Der Aufschwung nach der Pandemie blieb bescheiden. Die chinesischen Immobilienmärkte wanken, die Exporte stottern. Die Jugendarbeitslosigkeit beträgt wohl mehr als 20 Prozent. Hinzu kommen Handelsspannungen mit den USA. Auch rächt sich jetzt, dass Peking die Staatsverschuldung auf Rekordniveau gehievt hat, um jede kleine Wachstumsschwäche sofort auszu-

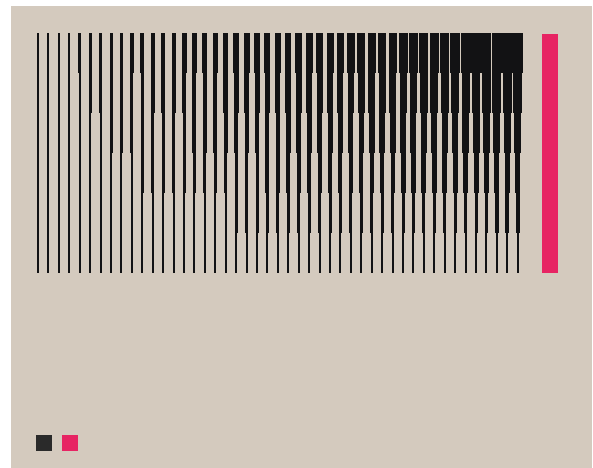
merzen. Kein Wunder, dass MSCI China-ETFs in den letzten fünf Jahren ein Minus von drei Prozent aufweisen.

So hat auch das Akronym „BRICS“ an Glanz verloren, nicht nur wegen China. Russland wurde nach dem Überfall auf die Ukraine sofort aus dem MSCI Emerging Markets Index entfernt. Der Aktienmarkt und die wenigen verbliebenen ETFs sind inzwischen um 50 Prozent abgestürzt. Südafrika wird durch inkompetente ANC-Regierungen mehr und mehr heruntergewirtschaftet. Die Firmen leiden zunehmend unter Stromabschaltungen. ETFs mit südafrikanischen Titeln weisen nach fünf Jahren denn auch eine Minirendite von 0,2 Prozent auf.

Indien dagegen ist ein Lichtblick, wenn auch nicht ohne Probleme. Die Wirtschaft dort wächst überdurchschnittlich. Entsprechende ETFs weisen im Fünf-Jahres-Zeitraum Renditen von mehr als acht Prozent auf. Auch Brasilien entwickelt sich passabel. Das Fünf-Jahres-Ergebnis für Brasilien beträgt 4,5 Prozent. Natürlich gibt es in den insgesamt 24 Ländern des MSCI-Index weitere positive Beispiele. Ob ihre Entwicklung jedoch die China-Schwäche kompensieren vermag, bleibt abzuwarten.

Wie geht es nun weiter? Bloomberg berichtet, dass sich viele Hedge-Fonds jetzt überdurchschnittlich in Emerging Markets engagieren, weil sie den Boden erreicht sehen und auf massive Maßnahmen zur Belebung der Wirtschaft in China setzen. Das kann kurzfristig helfen, aber die strukturellen Probleme dürften nicht so schnell beseitigt werden, vor allem wenn die kommunistische Partei ihre Kontrolle über die private Wirtschaft weiter ausdehnt. China dürfte so noch einige Enttäuschungen parat haben.

Natürlich gehören Schwellenländer weiter in global ausgerichtete Depots, aber in der Tendenz eher untergewichtet. Als Alternative bieten sich ETFs auf regionale Indizes an, zum Beispiel Asien ex China oder Lateinamerika. Anlegerinnen und Anleger sollten sich bewusst sein, dass die Chancen in den Schwellenländern immer auch mit erheblichen Risiken einhergehen.



„Der Aktienmarkt und die wenigen verbliebenen ETFs sind inzwischen um 50 Prozent abgestürzt.“

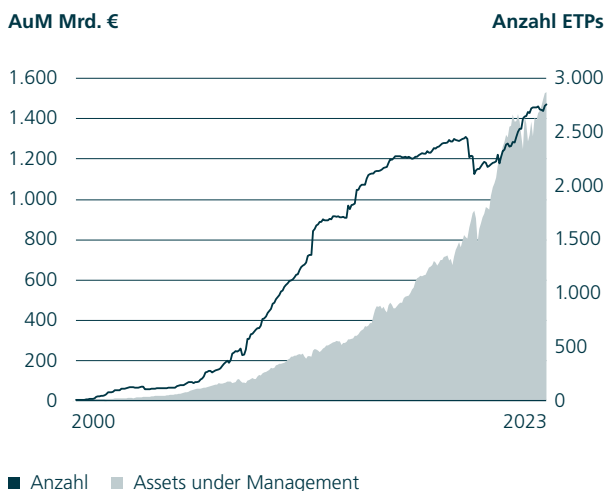
ETF-Monitor

Ein Monat der Minuszeichen

Eigentlich sind die aktuellen Belastungsfaktoren für die Börsen seit Monaten bekannt: hohe Inflation, Schwächetendenzen in vielen Volkswirtschaften, vor allem in China, weitere Zinserhöhungen durch die Notenbanken, der andauernde Abnutzungskrieg in der Ukraine. Doch im Sommer wurden diese Faktoren eher beiseitegeschoben und Hoffnungszeichen betont, zum Beispiel dass der Zinszyklus seinen Höhepunkt erreicht haben könnte. Teilweise gab es sogar neue Rekorde. Das änderte sich wieder im August. Überall dominierten Minuszeichen. Damit wurde der August gemessen an der Saisonalität der Börse seinem schlechten Ruf voll und ganz gerecht.

Am stärksten erwischte es die Schwellenländer. Der MSCI Emerging Markets mit 24 Ländern rutschte 6,4 Prozent ab. China mit dem größten Gewicht im Index und den größten Wirtschaftssorgen litt trotz Ankündigung der Regierung, mit Erleichterungen für die Wirtschaft gegenzusteuern. Der Shanghai Composite verlor 5,2 Prozent. Europa präsentierte sich mit minus 3,9 Prozent beim EURO STOXX 50 und minus 3,0 Prozent beim DAX. Amerika und Japan zeigten sich etwas stabiler. Der S&P 500 gab 1,8 Prozent und der Nikkei 1,7 Prozent ab.

Europäischer ETP-Markt



Quelle: Morningstar

Zahlen und Fakten

1,522 Moderater Rückschlag für die in Europa gehandelten AuM – Minus 0,5% auf 1,522 Bio. Euro.

2.740 Die Zahl der ETPs zog leicht an, um 0,6 Prozent auf aktuell 2.740.

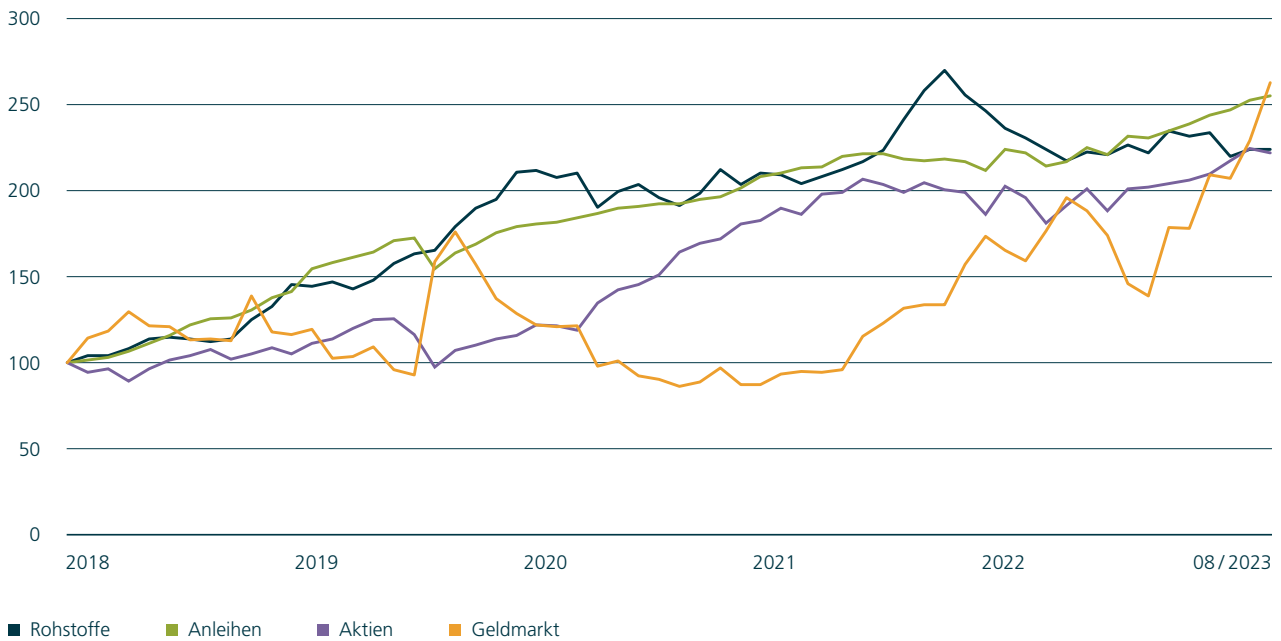
Düster auch die Entwicklung bei den Rohstoffen. Der S&P Global Base Metal-Index verlor sogar 7,4 Prozent. Öl verteuerte sich gegen den Trend um 1,5 Prozent für die Sorte Brent, weil weitere Produktionskürzungen der Opec erwartet wurden. Auch an der Zinsfront gab es keine Entspannung. Die Renditen zogen weiterhin leicht an. Für zehnjährige Bundesanleihen betragen sie 2,5 Prozent. Das Krisenmetall Gold half auch nicht. Die Feinunze verlor 1,3 Prozent. An der Währungsfront herrschte jedoch relative Ruhe. Der US-Dollar profitierte mit 1,4 Prozent gegenüber dem Euro.

Kein Wunder, dass rund zwei Drittel aller in Europa notierten Fonds und Notes im Minus notierten. Vorher stark gesuchte Modethemen wie Blockchain und Wasserstoff verloren zwischen 18 und 25 Prozent. Generell waren Technologiefonds unter Druck. Spezielle China-Fonds gaben rund neun Prozent ab, für breite China-Fonds waren es immerhin bis zu acht Prozent. Bei anderen Länderfonds ragte Brasilien mit sieben Prozent minus heraus. Korea-Fonds enttäuschten mit minus sechs Prozent.

Wohl dem, der in inversen und gehebelten ETFs investiert war. Er wurde mit dicken zweistelligen Gewinnen belohnt. Bei den Länderfonds überraschte die Türkei mit einem Plus von neun Prozent. Dort stürmten – von der Regierung ermuntert – Kleinanleger die Börse. Energiewerte waren ebenfalls gefragt. Bis zu fünf Prozent ging es aufwärts.

Entwicklung AuM in Assetklassen

in % (indexiert, rollierend 5 Jahre)



Quelle: Morningstar

Anlageklassen

Bei den Flows zeigte sich, dass die gesunkenen Kurse zu Einkäufen genutzt wurden. Aktien erhöhten ihr Nettomittelaufkommen um 6,4 Milliarden Euro. Anleihen flossen

2,9 Milliarden Euro frische Gelder zu. Der Geldmarkt profitierte mit 1,1 Milliarden Euro. Nur die Rohstoffe mussten mit einem Minus von 93,3 Millionen Euro etwas leiden.

Zahlen und Fakten

105,3

Die Rohstoffe stagnierten bei nunmehr 105,3 Milliarden Euro.

1,035

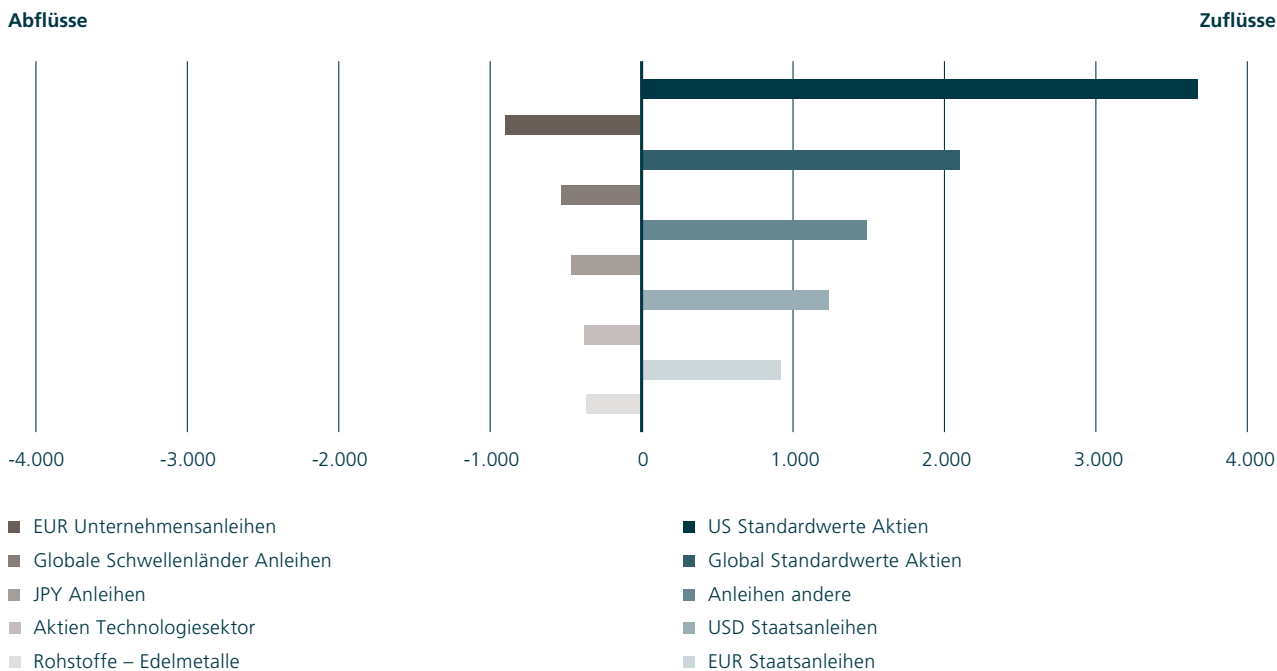
Die Aktien verloren nur 1,2 Prozent auf aktuell 1,035 Billionen Euro.

354,7

Die Anleihen legten sogar zu, um 1,1 Prozent auf 354,7 Milliarden Euro.

8,6

Der Geldmarkt profitierte überdurchschnittlich um 14,9 Prozent auf 8,6 Mrd Euro.



Quelle: Morningstar

Nettomittelabflüsse

Auf der Verliererseite gaben Euro-Unternehmensanleihen 882,9 Millionen Euro ab. Globale Schwellenländeranleihen verloren 523,3 Millionen Euro. Japanische Anleihen erlitten Verluste von 463,4 Millionen Euro. Für Aktien aus dem Technologiesektor ging es um 367,6 Millionen Euro nach unten. Für Rohstoffe mit Edelmetallausrichtungen waren es 352,8 Millionen Euro.

Nettomittelzuflüsse

Heruntergebrochen auf einzelne Anlagekategorien wurde diese Tendenz bestätigt. Amerikanische Standardaktien profitierten mit 3,7 Milliarden Euro, für globale Standardwerte gab es 2,1 Milliarden frisches Geld. Anleihen außerhalb der Standardindizes wurden mit 1,5 Milliarden Euro bedacht. Für US-Dollar-Staatsanleihen waren es 1,3 Milliarden und für Euro-Staatsanleihen immerhin noch 929,3 Millionen Euro.

Marktkommentar: Ein Niveau für Gegenreaktionen

Kommen jetzt noch schlimmere Abstürze? Die Angst ist groß. Das Sentiment zeigt negative Extremwerte. Aber genau das ist ein Niveau, dass für Gegenreaktionen spricht, wie auch die Flows im August schon angedeutet haben. Wenn jetzt China beherzte Maßnah-

men gegen die Deflationsgefahren ergreifen sollte, wenn die Inflation sich abschwächen und die Notenbanken Hinweise auf den Zinsgipfel geben, kann sich das Blatt schnell wieder wenden. Wie auch immer: Die Börsenzeiten bleiben interessant, um nicht zu sagen: unruhig.



Makro Research

Wenn es nur so einfach wäre



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Die Weltwirtschaft dürfte in diesem und im kommenden Jahr unserer aktuellen Einschätzung zufolge unverändert um knapp 3 % wachsen. Zum großen Bild gehört, dass die Inflationsraten weiter zurückgehen werden, und zwar vor allem als Ergebnis der beherzten geldpolitischen Straffung, die rund um den Globus stattgefunden hat. Perspektivisch können die Notenbanken ihre restriktive Geldpolitik dann im kommenden Jahr wieder leicht lockern. Mit sinkenden Leitzinsen ergeben sich konstruktive Kapitalmarktperspektiven für Aktien- und Rentenmärkte.

Wenn tatsächlich alles so eindeutig wäre, könnten sich zügig neue belastbare Trends an den Märkten ausbilden. Doch gibt es in den drei großen Wirtschaftsregionen USA, Europa und China derzeit unterschiedliche Entwicklungen bzw. Probleme, die die jeweilige Notenbank nach wie vor sehr herausfordern. Die Geldpolitiker reagieren darauf, indem sie datenabhängig agieren und dies auch immer wieder betonen. Die Unsicherheit hinsichtlich des zeitnahen Erfolges bei der Inflationsbekämpfung, des angemessenen Pfades für die Normalisierung der Geldpolitik und nicht zuletzt der Wirkungsverzögerungen der bisherigen Leitzinserhöhungen ist

anhaltend hoch. Für die USA haben wir die Konjunkturprognosen zuletzt nach oben revidiert: Die Stärke der gesamtwirtschaftlichen Aktivität über den Sommer überraschte, und daher könnte die erwartete sanfte konjunkturelle Landung sogar sehr sanft ausfallen. Demgegenüber herrscht in Europa konjunkturelle Tristesse. Vor allem in Deutschland vermengen sich zyklische Belastungen aus Inflation und Zinsen mit strukturellen Problemen hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit des heimischen Standorts. Asien ist zweifelsohne die treibende Kraft in der Weltwirtschaft. Doch läuft es dort beim Schwergewicht China auch nicht richtig rund, insbesondere wegen des kränkelnden Immobilienmarktes.

Wie immer ist der künftige Verlauf nicht so eindeutig, wie man dies gerne hätte. Und doch sind die Kapitalmärkte trotz manch volatiler Tage insgesamt weiter stabil. Gerade bei den Risikomärkten könnte man sich deutlich mehr Unwohlsein vorstellen. Die Zinsaufschläge bei den Unternehmensanleihen oder Emerging Markets-Anleihen sind recht gering und signalisieren damit eine erstaunlich große Gelassenheit. Auch die Aktienmärkte halten sich wacker, denn einem Großteil der Unternehmen gelingt es, bei Gewinnen und Umsätzen mit den globalen Widrigkeiten umzugehen.

Die Finanzmarktteilnehmer gehen davon aus, dass am Ende eine normalisierte Geldpolitik mit weitgehend zielkonformen Inflationsraten und neutralen (niedrigeren) Leitzinsen stehen wird. Damit sind die Perspektiven für die Aktien- und Rentenmärkte insgesamt gut. Für den weiteren Jahresverlauf wird jedoch mit der anhaltenden Unsicherheit zu leben sein, wann und auf welchem Leitzinsniveau der Zinsgipfel erreicht sein wird. Wenn das heute schon gänzlich geklärt wäre, das wäre dann doch zu einfach gewesen.



Prognoserevisionen und Änderungen

- Deutschland/Euroland: Abwärtsrevisionen beim Bruttoinlandsprodukt; Aufwärtsrevisionen bei der Inflation.
- USA: Aufwärtsrevisionen der BIP-Prognose für 2023 und 2024.
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognose für Brasilien, Russland, Türkei; Abwärtsrevision der BIP-Prognose für China, Polen und Ungarn.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Die Unternehmensumfragen malen ein immer düsteres Konjunkturbild. Die Industrieindikatoren liegen schon auf äußerst niedrigen Werten, und jetzt geben auch noch die Dienstleistungsindikatoren nach. Es zeigt sich ferner, dass Deutschland im Industriebereich immer stärker vom Rest der Eurozone abgehängt wird. Während die konjunkturellen Belastungen durch die Inflation nachlassen, spüren wir derzeit die Auswirkungen der Konjunkturschwäche in China und die Folgen der weltweit restriktiven Geldpolitik. Neben diesen konjunkturellen Belastungen gibt es aber auch eine Reihe längerfristig wirkender struktureller Defizite. Diese sorgen dafür, dass das deutsche Potenzialwachstum nur noch bei 0,8% pro Jahr bzw. 0,2% pro Quartal liegt.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der Bruttoinlandsprodukts- und Aufwärtsrevision der Inflationsprognose.

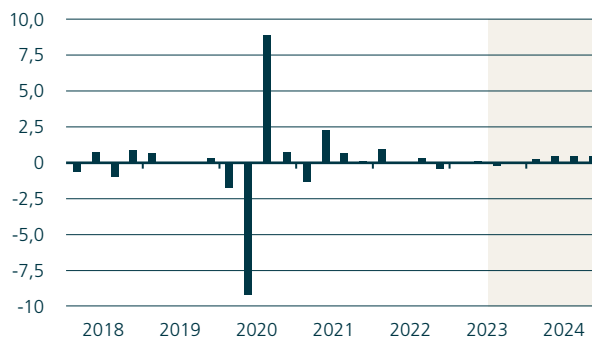
Euroland

Die unerwartete Beschleunigung der europäischen Konjunkturdynamik im zweiten Quartal 2023 dürfte nicht die Wende hin zu einer Verbesserung der Wirtschaftslage in der zweiten Jahreshälfte sein. Vielmehr deuten die Frühindikatoren auf ein schwächeres Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2023 hin. Eine wichtige Stütze für die wirtschaftliche Entwicklung ist der Arbeitsmarkt geblieben. Im Juli verharrte die Arbeitslosenquote in Euroland auf ihrem Allzeittief von 6,4%. Dabei lag die Spannbreite der Arbeitslosenquoten (nach EU-Definition) unter den vier großen EWU-Ländern zwischen 2,9% in Deutschland und 11,6% in Spanien. Dazwischen reihen sich Frankreich (7,4%) und Italien (7,6%) ein.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der BIP-Prognose für 2024; Aufwärtsrevision der Inflationsprognose für 2023 und 2024.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

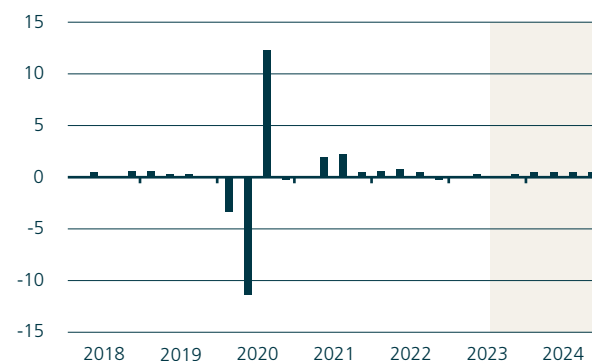
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA

Das Bruttoinlandsprodukt ist nach inoffiziellen Berechnungen im Juli um 0,5 % gegenüber dem Vormonat zum dritten Mal in Folge überaus kräftig angestiegen. Die Resilienz der US-Wirtschaft gegenüber der ausgeprägt restriktiven Geldpolitik ist weiterhin beeindruckend. Insbesondere der Unternehmenssektor überrascht in diesem Zusammenhang auf der oberen Seite. Allerdings stiegen im Juli vor allem die privaten Konsumausgaben gegenüber dem Vormonat sehr deutlich an. Dieser Konsumzuwachs wurde aber nicht von einer ebenso starken Einkommensentwicklung begleitet, sodass in den kommenden Monaten eine schwächere Entwicklung wahrscheinlich ist. Wir gehen daher weiterhin von dem Szenario eines Soft Landings und damit keiner zeitnahen Rezession aus.

Prognoserevision: Aufwärtsrevisionen der BIP-Prognose für 2023 und 2024.

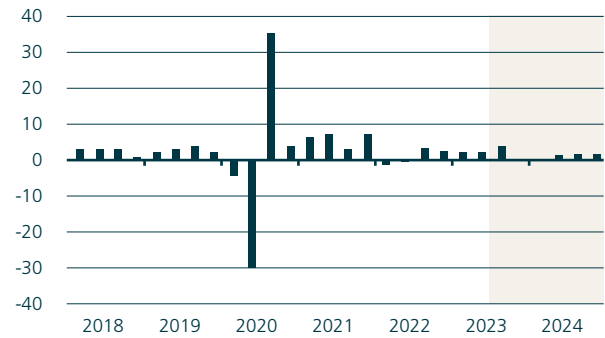
Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Bei der EZB-Ratssitzung am 14. September ist eine kontroverse Diskussion zu erwarten, ob die Geldpolitik weiter gestrafft werden sollte. Die Notenbanker wollen sicherstellen, dass das Inflationsziel von 2 % spätestens im Jahr 2025 erreicht wird. Trotz Verbesserungen in den vergangenen Monaten deuten die Indikatoren der zugrundeliegenden Inflation dies noch nicht an. Wir gehen jedoch davon aus, dass die neuen makroökonomischen Projektionen letztlich den Ausschlag geben werden, die Leitzinsen nicht weiter anzuheben. Dennoch dürfte die EZB noch für geraume Zeit auf die Möglichkeit zusätzlicher Zinserhöhungen hinweisen, falls die Inflation nicht im erwarteten Ausmaß zurückgeht. Mit dem Beginn von Leitzinssenkungen rechnen wir erst in der zweiten Hälfte kommenden Jahres. Die turnusmäßigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB wurden auch in den vergangenen Wochen nur wenig in Anspruch genommen. Der Abbau der Überschussreserven dürfte daher noch weit von einer kritischen Schwelle entfernt sein, ab der mit Auswirkungen auf die Geldmarktsätze zu rechnen ist.

USA: Bruttoinlandsprodukt

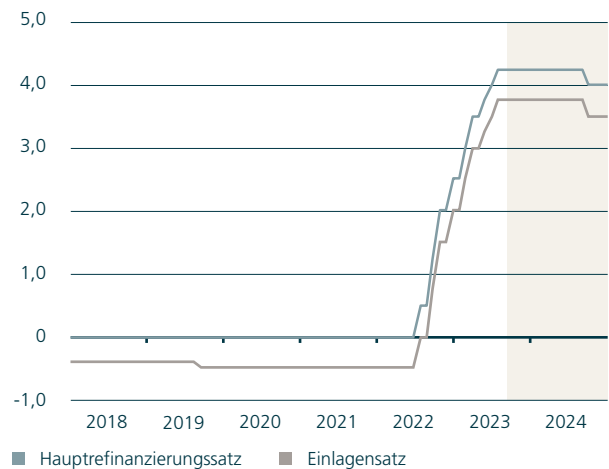
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

EZB: Leitzinsen

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

Rentenmarkt Euroland

In den vergangenen Wochen haben die Marktteilnehmer zum einen ihre Erwartungen bezüglich des Hochpunkts der EZB-Leitzinsen nach unten korrigiert. Zum anderen gehen sie von einer etwas später beginnenden Lockerung der Geldpolitik aus. Beide Anpassungen sollten sich noch etwas weiter fortsetzen und in der Summe zu leicht fallenden Renditen kurzlaufender Bundesanleihen führen. Am langen Ende sind die langfristigen Inflationserwartungen ein wichtiger Ankerpunkt für den Markt, da positive reale Renditen starkes Kaufinteresse von Anlegern generieren. In den kommenden Monaten sollten die rückläufigen Inflationsraten dämpfend auf die Inflationserwartungen und damit auch auf die Renditen langlaufender Bundesanleihen wirken. Zudem sollten die von US-Treasuries ausgehenden Belastungen tendenziell abnehmen.

Devisenmarkt: EUR–USD

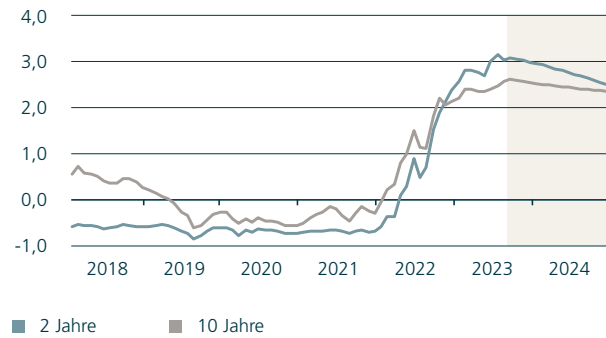
Der EUR-USD-Wechselkurs ist in den vergangenen vier Wochen weiter gesunken. Der Rückenwind für den US-Dollar lässt somit noch nicht nach. Zum einen wurde die Erwartung, dass die US-Notenbank höhere Leitzinsen für längere Zeit anstrebt, unter den Marktteilnehmern zunehmend zum Konsens. Zum anderen bekommt der US-Dollar von Seiten einer überraschend hohen Wachstumsdynamik der US-Wirtschaft Unterstützung. Diese dürfte allerdings zum Jahreswechsel hin mit zunehmender Wirksamkeit der restriktiven Geldpolitik nachlassen. Anzeichen dafür bot auch der jüngste US-Arbeitsmarktbericht. Schließlich erwarten wir einen deutlichen Rückgang der US-Renditen und somit eine Einengung der derzeit noch hohen Renditedifferenz zu den Bundesanleihen. So dürfte der Wind in den kommenden Monaten zugunsten des Euro drehen.

Aktienmarkt Deutschland

Die Einkaufsmanagerindizes signalisieren, von sehr niedrigen Niveaus aus kommend, eine leichte Verbesserung der Stimmung im verarbeitenden Gewerbe. Dafür beginnen sich die Dienstleistungsbereiche jetzt etwas abzuschwächen. Der Konjunktur fehlen die positiven Impulse. Eine weitere spürbare Eintrübung zeichnet sich allerdings nicht ab. Die Unternehmen kommen mit dem niedrigen Wachstum bislang gut zurecht, und für die kommenden Quartale ist mit einem leichten Anstieg in den Ergebniszahlen zu rechnen. Die Bewertung der DAX-Unternehmen liegt unterhalb langjähriger Durchschnittswerte, was das Ausmaß von etwaigen Kurskorrekturen begrenzt halten sollte. Gleichzeitig bildet die Bewertung eine solide Ausgangsbasis für wieder steigende Kurse. Hinzu kommt, dass die Inflation im vierten Quartal zurückgehen wird und der Zinsgipfel in Sichtweite bzw. schon erreicht ist. In dieser Kombination ist zwar weiter mit Schwankungen, mittelfristig aber mit steigenden Notierungen zu rechnen.

Bundesanleihen: Renditen

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarktprognose

	12.09.2023	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	15.741,37	16.500	17.000	17.500
EURO STOXX 50	4.238,26	4.400	4.500	4.600
S&P 500	4.465,48	4.600	4.500	4.800
Topix	2.392,53	2.300	2.300	2.450

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen handeln in Anbetracht der nur schwachen Wirtschaftslage auf erstaunlich niedrigem Niveau. Die Neuemissionspause während der Sommerferien hat die Spreads am Kassamarkt zusätzlich unterstützt. Vor allem aber sind die Geschäftsergebnisse großer europäischer Unternehmen zum zweiten Quartal überwiegend recht gut ausgefallen, und einige Firmen haben trotz einbrechender Stimmungsindikatoren ihre Prognosen für die zweite Jahreshälfte sogar etwas angehoben. Die Wiederaufnahme des Neuemissionsmarktes nach der Sommerpause hat bisher gut funktioniert. Die meisten Anleihen sind kräftig gezeichnet worden und konnten auch im Sekundärmarkt gut performen. Das absolute hohe Renditeniveau lässt Unternehmensanleihen weiterhin attraktiv erscheinen.

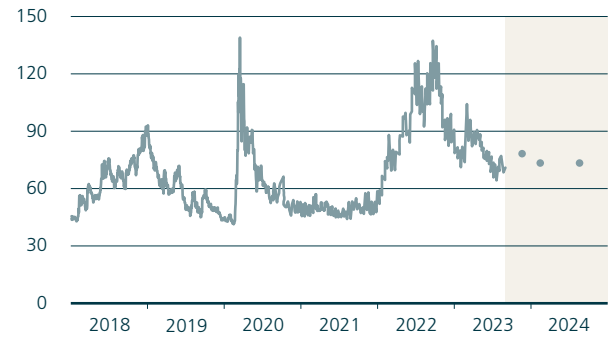
Emerging Markets

Märkte

Der Anstieg der US-Renditen führte in den vergangenen Wochen bei EM-Hartwährungsanleihen zu leichten Kursverlusten. EM-Lokalwährungsanleihen wurden dagegen von der Aussicht auf weitere Leitzinssenkungen in den Schwellenländern gestützt, nachdem in Brasilien der Zinssenkungszyklus eingeleitet worden ist. Auch die Euro-Schwäche unterstützte die Performance dieser Anlageklasse. Chinesische Aktien korrigierten im August aufgrund des überraschend schwachen Wachstums sowie der Sorgen um den wichtigen Immobilienmarkt. Nach zahlreichen, wenngleich vom Umfang begrenzten, Stimulusmaßnahmen der Regierung konnten sich CSI 300 und Hang Seng etwas erholen. Insgesamt setzte sich die Underperformance von EM-Aktien fort, und das Umfeld bleibt angesichts der Wirtschaftsprobleme in China schwierig. In den kommenden Monaten sehen wir aber für die Rentensegmente ein anhaltend gutes Umfeld, weil der Zinssenkungszyklus in weiteren Schwellenländern aufgenommen werden sollte und die Risiken eines dauerhaft zu hohen Inflationsdrucks in den USA nach unserer Einschätzung abgenommen haben.

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 angepasst, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten jedoch unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken haben ihren Leitzinsanhebungszyklus weitgehend abgeschlossen und agieren mit aufmerksamem Blick auf die Datenlage. 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 die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom 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: 20 %)

- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen für lange Zeit zu deutlich höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer extrem restriktiven Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Belastungen durch spürbar gestiegene Zinsen lösen eine globale Bankenkrise aus.
- 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 Infraustellen 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
www.deka-etf.de