

ETF-Newsletter Wertarbeit

Rekordjagd oder Konsolidierung?

April 2021

Neue Perspektiven für mein Geld.

Deka
Investments

Sehr geehrte Anleger*innen,

wohin steuern die Märkte? Angesichts der großen Dynamik des vergangenen Jahres stellen sich viele Anleger*innen die Frage, wie lange der Positivtrend sich noch fortsetzen mag. So hat zum Beispiel der DAX seit seinem Corona-bedingten Tiefststand von 8.255 Punkten am 16. März des vergangenen Jahres bis auf über 15.000 Punkte zugelegt. In seinem Makro Research betont Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater, dass diese schwindelerregend erscheinenden Höhen keine Überbewertungen seien, sondern die Aussicht auf kräftig sprudelnde Unternehmensgewinne sowie die aktuelle Konjunkturdynamik widerspiegelten. Mit einer linearen Fortsetzung dieser Dynamik rechnet er allerdings nicht.

Unser Interviewpartner Markus Kaiser ist Geschäftsführer des Greiff Research Institut und Pionier der ETF-Nutzung in Anlagestrategien. Mit seinem Haus steht er für regelbasierte quantitative Trendfolgekonzepte, die sich klassischerweise eher schwer tun, auf plötzliche Umkehrbewegungen im Markt schnell genug zu reagieren. Deshalb haben Kaiser und sein Team begonnen, Risikopositionen zurückzufahren.

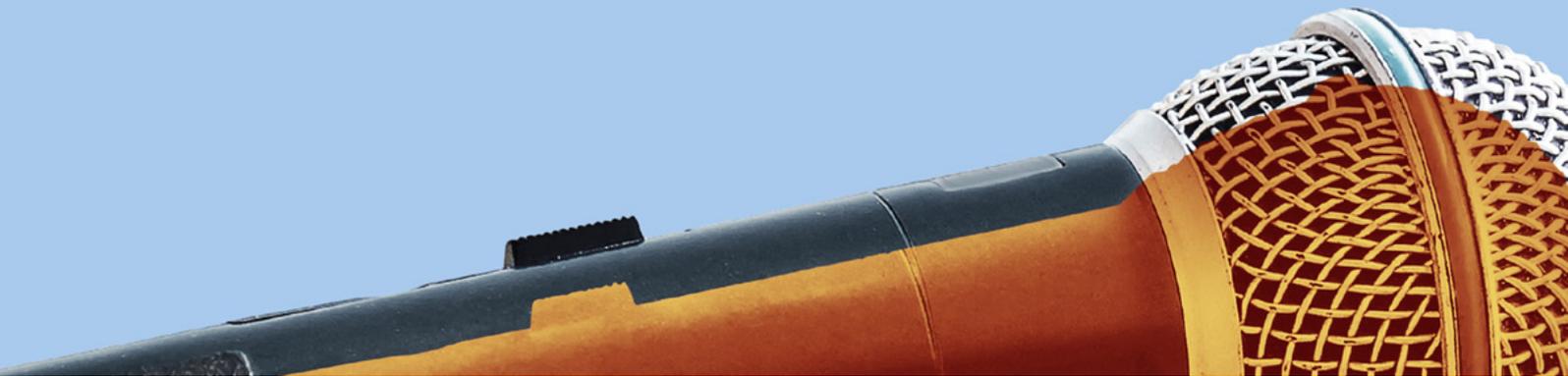
Nach den Growth- und Tech-Rallys der vergangenen Monate bringt unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann auch Dividenden-ETFs wieder ins Spiel – als ein stabilisierendes Element im Portfolio, auch in einem weniger dynamischen Marktumfeld.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,
Leitung Betreuung ETF,
Deka Investment GmbH



Interview

„ETFs sind unentbehrlich geworden“

Die Greiff capital management AG ist für seine Analysen zur Auswahl aktiver Fondsmanager sowie eigener aktiver Fonds bekannt. Markus Kaiser, Pionier der Nutzung von ETFs für Anlagestrategien in Deutschland, fungiert dort nun als Geschäftsführer der Greiff Research Institut GmbH. Er spricht über Trends und Tendenzen der Branche und die Auswirkungen auf die Greiff-Strategien.

Beginnt bei Greiff eine neue Ära mit passiven Instrumenten?

Ja, denn niemand in der Finanzwelt sollte ETFs heute noch ignorieren. Der ETF-Markt wächst überproportional und die Performance der Produkte überzeugt seit Jahren. Für professionelle wie auch private Anleger sind ETFs unentbehrlich geworden. Ich selbst setze ETFs seit mehr als zwanzig Jahren im Management von aktiven Strategien ein. Genau das ist auch der Ansatzpunkt für meinen Einstieg bei Greiff. Ich führe die bestehenden Fonds und Mandate zusammen mit meinem Teamkollegen Andreas Krauss unter dem Dach von Greiff weiter und wir werden das Fonds-Research um unser ETF-Know-how erweitern.

Hilft dieses Know-how auch aktiven Managern?

Ja, davon bin ich überzeugt. Selbst klassische aktive Manager nutzen zunehmend ETF-Bausteine für ihre taktische Allokation. Mit ETFs können sie kurzfristig Märkte abdecken, für die beispielsweise keine Auswahl von Einzelwerten vorgenommen wird. Die passiven Bausteine eignen sich ideal, um die Allokation von Anlageklassen sehr schnell anzupassen. Deshalb sollten sich auch aktive Manager mit ETFs befassen.

Nun gelten ETFs als äußerst transparent und einfach in der Konstruktion. Ist dafür ein eigenes Research nötig?

Der Markt ist inzwischen riesengroß. Allein in Deutschland gibt es mehr als 1500 ETFs, die den Investoren zur Verfügung stehen. Wer sich nicht intensiv mit den Produkten, mit den Indizes und dort enthaltenen Aktien und Anleihen beschäftigt, kann schwerwiegende Fehler machen. Die Frage lautet daher: Welcher ist der richtige ETF für die taktische und strategische Positionierung in einem Portfolio?

Gibt es da noch so große Unterschiede zwischen den Produkten und Anbietern? Man hat oft den Eindruck, das beschränkt sich auf ein paar Basispunkte mehr oder weniger.

Zugegeben, der intensive Wettbewerb hat dazu geführt, dass die Unterschiede geringer geworden sind und die Abbildungsqualität ist generell gestiegen. Dennoch gibt es im Vorfeld einer Investition viele Punkte zu prüfen. Nehmen Sie nur die Qualität des zugrundeliegenden Index. Ist der Index diversifiziert oder gibt es Klumpenrisiken? Wie liquide ist der ETF tatsächlich im Handel?

Wann ist der beste Kauf- oder Verkaufszeitpunkt? Da kann es zu erheblichen Unterschieden kommen, je nachdem, ob die Heimatmärkte der Indizes geöffnet oder geschlossen sind.

Kann man also nur dann handeln, wenn zum Beispiel der japanische Markt geöffnet ist? Dann wäre ja morgens bei uns schon Schluss mit dem Kauf von Japan-ETFs?

Nein, ganz so streng ist das nicht. Bei liquiden Märkten wie Japan stehen zum Beispiel Futures zur Verfügung, die den ganzen Tag weltweit gehandelt werden und über die sich die Market Maker hedgen können. Grundsätzlich ist es aber von Vorteil, dann zu handeln, wenn die entsprechenden Märkte geöffnet sind. Dann steigt die Zahl der aktiven Marktteilnehmer und darüber verbessert sich auch die Liquidität. Nordamerika-ETFs handelt man am besten nachmittags, wenn dort die Börsen offen sind.

Zum Thema Kosten: Die sind in den letzten Jahren generell gesunken, und die Managementgebühren haben sich weitgehend angeglichen.

Richtig, allerdings muss man die ausgewiesenen Kosten immer mit der Abbildungsqualität in Beziehung setzen. Und dabei zeigt sich schnell mal, dass ein ETF, der günstig erscheint, nicht unbedingt die erste Wahl sein muss. Deshalb bedürfen die Kennzahlen einer genauen Analyse.

Bei Standardindizes scheinen sich die Abweichungen in Grenzen zu halten. Aber wie sieht es bei Strategie-ETFs, den sogenannten „Smart Beta-Produkten“ aus? Oder bei den Themen-ETFs? Kaum gibt es einen neuen Modetrend, wird schon ein entsprechender ETF aufgelegt. Aber die Indizes sind manchmal so eng, dass das Gebot der Diversifikation leidet.

Viele dieser Produkte sind nicht als Basisanlagen geeignet, sondern nur als Beimischung. Da gilt es – insbesondere bei Themen-ETFs – genauer hinzuschauen und die Chancen und Risiken abzuwägen.

Der neueste Trend heißt Nachhaltigkeit: ESG, SRI, Ausschlusskriterien oder Best-in-Class. Wie gehen Sie damit um?

Ganz klar, beim Thema Nachhaltigkeit und Klimawandel spielt die Musik. Die Zuwächse der letzten zwölf Monate in diesem Segment sind unglaublich. Gerade der Wandel zu nachhaltigeren Produkten bedarf einer genauen Analyse. Neben Unterschieden in den Ansätzen geht es wie immer auch um die Performance im Vergleich zu klassi-

schen Produkten. Gibt es Renditenachteile oder sogar -vorteile? Zuletzt sind viele ESG-ETFs besser gelaufen als die Standardprodukte, kein Wunder bei der anhaltend starken Nachfrage. In einer anderen Marktsituation könnte sich das aber auch wieder ändern.

Und manchmal hat man den Eindruck, dass manche ETFs Greenwashing betreiben. Da steht ESG oder SRI drauf, aber bei genauem Hinsehen gibt es in punkto Nachhaltigkeit Defizite oder sagen wir, eigenwillige Einordnungen.

Daran scheiden sich in der Tat die Geister. Und schon definiert sich ein weiterer Ansatz für Research. Zudem ist das Angebot nachhaltiger ETFs noch überschaubar, so dass rein nachhaltig ausgerichtete Anlagestrategien gewisse Einschränkungen mit sich bringen. Hier heißt es genau hinzusehen. Gleichwohl werden nachhaltige Strategien künftig auch für Greiff ein wichtiger Baustein in der Angebotspalette darstellen.

„Mit Einzelanleihen war man praktisch handlungsunfähig. Mit ETFs hingegen konnte man – wenn auch zum Teil mit großen Spreads – aufgrund der breiten Diversifikation im Fonds jederzeit aktiv handeln.“

In manchen Veröffentlichungen werden ETFs nicht nur als transparent und kostengünstig beschrieben, sondern auch als tendenziell gefährlich und krisenverstärkend. Wie sind Ihre Erfahrungen?

Positiv, denn ETFs haben sich aller Kritik zum Trotz in Krisenzeiten bereits mehrfach bewährt. Grundsätzlich sollten Portfoliomanager in Krisenzeiten kontrolliert agieren. Nehmen wir nur die jüngsten Erfahrungen aus der Corona-Krise im vergangenen Jahr. Zunächst die gute Nachricht: ETFs waren jederzeit handelbar. Doch es gab auch erhebliche Ausreißer nach oben und unten. Einzelne ETFs konnte man zeitweise nur mit einem Aufschlag (auch „Prämie“ genannt) erwerben, bei anderen boten starke Abschläge („Discount“) ideale Kaufgelegenheiten für Schnäppchenjäger. Letztlich sind ETFs immer von der Liquidität der Underlyings abhängig. Steigt die Volatilität, weiten sich die Spreads bei den Underlyings und ETFs aus. Im Falle von Anleihen trocknete der Markt jedoch regelrecht aus. Mit Einzelanleihen war man praktisch handlungsunfähig. Mit ETFs hingegen konnte man – wenn auch zum Teil mit großen Spreads – aufgrund der breiten Diversifikation im Fonds jederzeit aktiv handeln.

Die Corona-Krise, die ja schnell an den Börsen überwunden wurde, hat verstärkt auch Fragen aufgeworfen, wie gut die Strategien mit ETFs sind, die Sie in Ihren Dachfonds verfolgen. Sie nutzen quantitative trendfolgende Konzepte. Die haben aber in den sogenannten V-Formationen – schnell runter und schnell wieder rauf – nicht gut performt. Was nun, Herr Kaiser?

Anlagestrategien mit aktiver Risikobegrenzung, wie wir sie verfolgen, funktionieren sehr gut in längeren Baissephasen, so wie während der Finanzkrise 2008. Damit ließen sich seinerzeit die großen Verluste aktiv vermeiden. Leider weiß man vorher nie, was wirklich passieren wird, wenn sich ein Trendwechsel einstellt, man muss aber konsequent handeln. Die letzten Marktkorrekturen waren immer sehr kurzlebig. Da kamen wir in der Regel rechtzeitig raus aus den Märkten, beim Wiedereinstieg waren wir als Trendfolger aber oft zu spät. Deshalb haben wir eine antizyklische Komponente in unsere Anlagestrategien implementiert. Sie soll einerseits vor plötzlichen Rückschlägen schützen, wenn Märkte euphorisch nach oben überschießen, aber genauso den frühzeitigen Wiedereinstieg ermöglichen, wenn Panik ausbricht und die Kursreaktionen nach unten übertrieben werden, so wie im März letzten Jahres. Die Komponente greift übrigens derzeit, so haben wir nach den starken Kurssteigerungen der vergangenen Wochen damit begonnen, die Risiken aktiv zu reduzieren.

Geschieht das diskretionär? Eigentlich verfolgen Sie doch ein quantitatives Konzept.

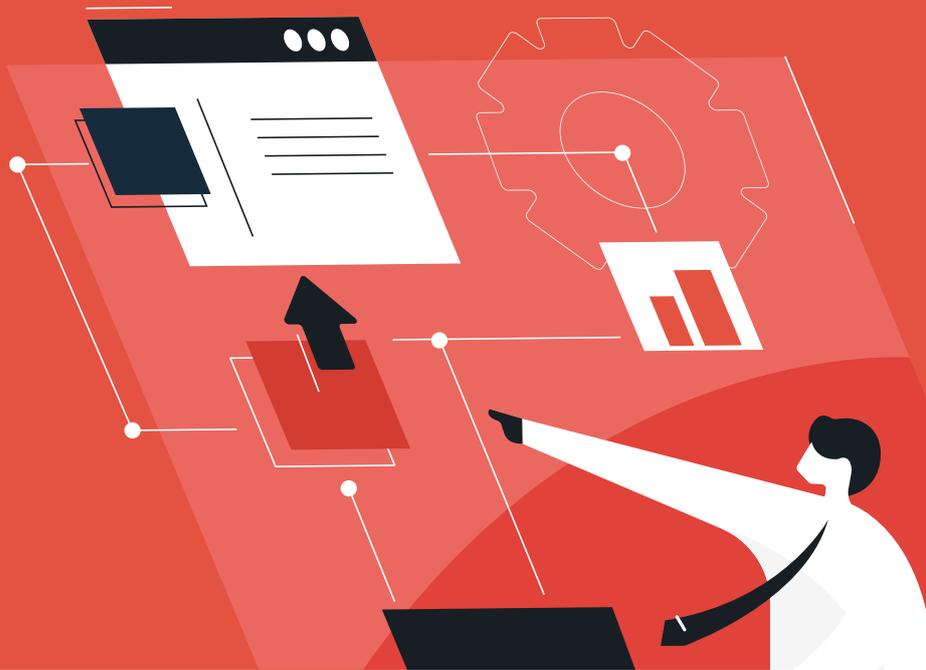
Und dabei bleiben wir auch. Ich stehe mit meinem Team für regelbasiertes Investieren, daher haben wir die antizyklischen Kriterien ebenfalls quantifiziert und auf dieser Grundlage in das Regelwerk integriert.

Was geschieht mit den Stars-Fonds, die Sie bei StarCapital gemanagt haben?

Die Fonds werden in Kürze zur Greiff capital management AG übertragen. Derzeit sind wir noch in der Übergangsphase und arbeiten weiter eng mit StarCapital zusammen.

Wie sieht dann zusammenfassend die ETF-Zukunft bei Greiff aus?

ETFs gewinnen bei institutionellen und privaten Anlegern weiter an Bedeutung. Allein im Krisenjahr 2020 ist das Volumen um 35 Milliarden Euro in Europa gewachsen, überwiegend mit dem Thema Nachhaltigkeit. Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage bei ETFs weiter überproportional zulegen dürfte. Bei Greiff geht es uns jetzt darum, neben dem Research auch neue, innovative Anlagestrategien mit ETFs für unterschiedliche Anlageziele zu entwickeln. Da haben wir einiges vor.



Kolumne

Dividenden wieder gefragt



Dr. Bernhard Jünemann
Finanzjournalist

„Dividenden sind die neuen Zinsen“ – so hieß es nach der Finanzkrise 2009, als die Notenbanken begannen, mit unkonventionellen Maßnahmen und dem Aufkauf von Anleihen das Zinsniveau zu drücken. Für erstklassige Anleihen gab es meist nur noch Negativzinsen. Die „neuen Zinsen“ sind ein schönes Schlagwort, doch mit erheblichen Einschränkungen, die sich in der Coronakrise offenbarten.

An sich sind Dividendenfonds eine feine Sache. Sie konzentrieren sich auf die Auswahl von dividendenstarken Titeln und bieten so dem Investor eine überdurchschnittliche Rendite. Diese macht in der Regel 40 Prozent der Gesamtpformance aus. In einigen Fällen, wie für die Daimler-Aktie über viele Jahre, waren die Dividenden der einzige Performancetreiber. Vor allem Stiftungen nutzten die Dividendenstärke, um so ordentliche Ausschüttungen für Ihren Stiftungszweck zu generieren.

Doch anders als bei Anleihen, bei denen man auf Endfälligkeit hin seinen Einsatz plus Zinsen zurückbekommt, schwanken bekanntlich die Kurse der Dividentitel, teilweise sogar kräftig. Außerdem können Dividenden als ausgeschüttete Gewinne gekürzt werden oder in schwierigen Zeiten sogar ganz ausfallen. Deshalb setzen Dividendenfonds – ob aktiv oder passiv – meist auf Dividendenkontinuität sowie auf regelmäßig steigende Ausschüttungen. In normalen Zeiten sind so die Schwankungen gut zu meistern. Dividendenstarke Titel waren deshalb viele Jahre ein renditestarker Stabilitätsfaktor in den Depots.

Durch die Coronakrise wurde die Zeit allerdings alles andere als normal. Zwar verloren Dividenden-ETFs im Crashmonat März 2020 kaum mehr als Standardindizes, mit rund 40 Prozent Verlust. Doch während sich die Märkte generell erstaunlich schnell erholten, blieben Dividendenindizes lange zurück. Dafür gab es zwei Gründe: Zum einen fürchteten die Anleger Dividendenkürzungen und zum anderen spielte nach dem Crash die Musik bei den Growth-Aktien und nicht bei den Value-Titeln, zu denen die dividendenstarken Werte zählen. Diese Krise meisterten nur wenige aktive Dividendenfonds, die flexibel reagieren und den Absturz rechtzeitig durch Umschichtungen in Anleihen und Kasse abmildern konnten. Regelgebundene passive Dividendenfonds erwischte es ziemlich stark, da sie weiter inves-

tiert waren und Indexanpassungen erst nach und nach vorgenommen werden. Ähnliche Schwierigkeiten gab es 2008 in der Finanzkrise, als die bisher renditestarken Bankwerte in den Indizes hochgewichtet waren und damals besonders stark abstürzten.

Allmählich sind Dividendenfonds wieder im Kommen. Die Situation bei den Ausschüttungen beruhigt sich. Fielen diese nach Berechnungen der DZ Bank 2020 in Deutschland noch um 16 Prozent, so dürfte es 2021 nur noch einen Rückgang von drei Prozent geben, was verglichen mit dem Rekordjahr von 2018 immer noch ein Minus von 20 Prozent ergibt. Außerdem sind nach der Growth- und Tech-Rally generell wieder stärker Valuetitel gefragt, was bereits an den Flows entsprechender ETFs ablesbar ist.

So lohnt es sich wieder die rund 60 Dividenden-ETFs, die an der Deutschen Börse gelistet sind, genau unter die Lupe zu nehmen. Generell sind am besten Indizes mit starkem US-Anteil vorangekommen. Sie notieren schon wieder auf dem Vor-Crash-Niveau. Europatitel dagegen tun sich etwas schwerer. Sie brauchen noch acht bis zehn Prozent, um die Verluste seit März auszugleichen. Eine positive Ausnahme ist der Deka DAXplus® Maximum Dividend UCITS ETF, der zweimal im Jahr die Aktien neu auswählt, bei denen Dividendenzahlungen angekündigt sind. Auch er hat das März-Desaster bereits hinter sich gelassen.

Generell sind die Dividendenrenditen von vier bis fünf Prozent nach dem Kursanstieg immer noch attraktiv. So sollten Dividenden-ETFs wieder eine stabilisierende Rolle in den Depots spielen. Denn bis sich das Zinsniveau von Anleihen wieder deutlich steigert, dürfte es nach Aussagen der Notenbanken noch einige Zeit dauern. Außerdem ist dieser Weg zu auskömmlichen Anleiherenditen erst einmal mit Kursverlusten gepflastert.



„Generell sind die Dividendenrenditen von vier bis fünf Prozent nach dem Kursanstieg immer noch attraktiv. So sollten Dividenden-ETFs wieder eine stabilisierende Rolle in den Depots spielen.“

Weiter auf Rekordjagd

Normalerweise zeigt der März nach gutem Jahresauftakt erste Erschöpfungszeichen. Nicht so in diesem Jahr. Ungebrochen ging die Rekordjagd weiter. Grund dafür war vor allem die weiter lockere Geldpolitik der Notenbanken, die auch durch die Diskussion um die Rückkehr der Inflation nicht in Zweifel gezogen wurde. Hinzu kamen die massiven Konjunkturprogramme in den USA, hoffnungsvolle Konjunkturdaten sowie Erfolge von Impfkampagnen.

So schoss der DAX den Vogel ab. Er legte im März fast neun Prozent zu. Ihm folgte der EURO STOXX 50 mit 7,8 Prozent. Die amerikanischen Märkte ließen es ruhiger angehen. Der Dow schaffte 6,6 Prozent und der S&P 500 noch ordentliche 4,2 Prozent. Der Nikkei hinkte mit 0,7 Prozent hinterher. Auch der Nasdaq Composite war mit 0,4 Prozent nicht besonders dynamisch.

Leicht negativ reagierten die Emerging Markets mit minus 1,7 Prozent, zum Teil bedingt durch den Rückwärtsgang der chinesischen Märkte. Der Shanghai Composite verlor fast zwei Prozent. Der chinesische Volkskongress, der den autoritären Kurs der Partei absegnete, aber auch die wirtschaftspolitischen Leitlinien, überzeugte die Investoren nicht.

Europäischer ETP-Markt.



Quelle: Morningstar

Zahlen und Fakten.

2.276

Die ETPs verzeichneten mehr als 60 neue Produkte, ein Plus von 2,9% auf 2.276.

1,2

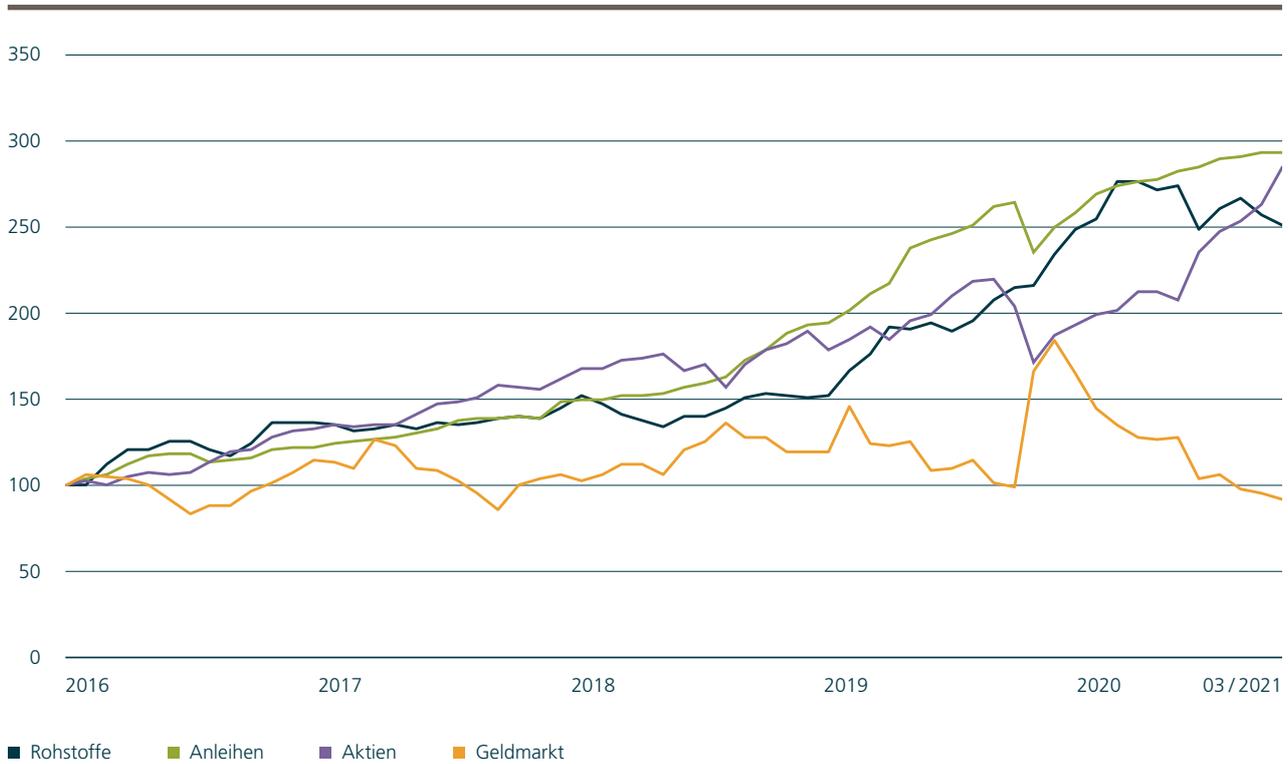
Die AuM legten um 5,5% zu und feierten ein Volumen von rund 1,2 Billionen Euro.

Der Ölpreis machte eine Pause nach der Rally zuvor. Die Sorte Brent verlor 3,9 Prozent. Auch der Goldpreis neigte mit minus 1,5 Prozent weiter zur Schwäche und kämpfte mit der Marke von 1700 Dollar je Feinunze. Deutlicher verlor der Silberpreis, um 8,4 Prozent ging es abwärts. An der Währungsfront drehten sich die Kräfteverhältnisse. Der Dollar konnte dank hoffnungsvoller Konjunkturdaten in den USA gegenüber dem Euro um 2,9 Prozent zulegen.

Bei den ETFs und Notes waren vor allem Fonds und Zertifikate mit Kryptowährungen als Underlying gefragt und konnten sich im Durchschnitt um 20 Prozent verbessern. Aber auch klassische Branchen gewannen. So feierten ETFs die Wiederauferstehung der Automobilbranche und markierten ein Plus von rund 14 Prozent. Gesucht waren auch Versorger in den USA, und sie verzeichneten ebenfalls Gewinne von 14 Prozent. Die Pläne von US-Präsident Biden brachten Infrastruktur-ETFs auf Trab, was einen Schub von rund elf Prozent auslöste. Unter den Länderfonds glänzten Mexiko und die Schweiz mit Gewinnen von zehn Prozent.

Auf der Verliererseite fiel wieder mal die Türkei negativ auf. Entsprechende Fonds verloren rund 13 Prozent. Grund dafür war die eigenwillige Zinspolitik von Präsident Erdogan, der erneut den Notenbankchef geschasst hatte, um niedrige Zinsen trotz hoher Inflation zu erzwingen. Prompt erlitt die türkische Lira einen neuen Schwächeanfall. Auch Modethemen wie Cloud Computing ließen in der allgemeinen Schwäche der Tech-Werte besonders stark Federn. Verluste um sieben Prozent wurden verzeichnet.

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



Quelle: Morningstar

Anlageklassen.

Bei den Flows ist die Dominanz der Aktien noch ausgeprägter. Dieser Anlageklassen flossen im März 19,2 Milliarden Euro Nettomittel zu. Die Anleihen dagegen verloren 2,4 Milliarden – der erste Abfluss seit dem Corona-Crash

vor einem Jahr. Auch die Rohstoffe verloren kräftig. Ihr Nettomittelaufkommen verringerte sich um 1,9 Milliarden Euro. Der Geldmarkt gab um 151,7 Millionen Euro nach.

Zahlen und Fakten.

90,4

Den Rohstoffen fehlt der Glanz des Goldes, entsprechend verloren diese 2,4 % auf 90,4 Mrd. Euro.

776,2

Die Aktien stellen – mit einem Plus von 8,5 % auf 776,2 Mrd. Euro – alles in den Schatten.

272,4

Die Anleihen konnten ihr Volumen lediglich um 0,1 % auf 272,4 Mrd. Euro steigern.

2,8

Der Geldmarkt litt weiter – ein Minus von 4,6 % auf 2,8 Mrd. Euro im März.



Quelle: Morningstar

Nettomittelabflüsse.

Die Verliererseite wurde von Rohstoffen mit Edelmetallbezug angeführt. Sie verbuchten ein Minus von 1,9 Milliarden Euro. Die Diskussion um Inflationsgefahren und der zeitweilige Renditeanstieg vermiestem Anlegern die bisher große Begeisterung für Unternehmensanleihen. Euro- und Dollar-Titel verloren jeweils eine Milliarde Euro. Auch Schwellenländeranleihen in Lokalwährung wurden fallen gelassen, 812 Millionen Euro wurden im März abgezogen. Schließlich litten amerikanische Wachstumsaktien. Ihnen gingen 675,8 Millionen Euro verlustig.

Nettomittelzuflüsse.

Wohin floss das Geld im Einzelnen? Nach Kategorien aufgeschlüsselt profitierten am stärksten die amerikanischen Standardaktien mit einem Zufluss von 3,9 Milliarden Euro. Gefolgt wurden sie von Finanzwerten mit 2,0 Milliarden Euro. An dritter Stelle rangierten die US-Valuetitel, die lange zugunsten von Wachstumstiteln negiert wurden. Sie erhielten ebenfalls rund zwei Milliarden Euro. Danach kamen mit 1,9 Milliarden internationale Standardaktien. Auch Emerging Markets waren gefragt. Sie verbuchten 1,5 Milliarden frisches Geld.

Marktkommentar: Vorsicht trotz Optimismus.

Kann das so weiterlaufen? Kann die Rekordjagd gut gehen? So mancher Vermögensverwalter wird vorsichtig und baut Positionen eher ab, obwohl offiziell weiter Optimismus propagiert wird. Auch den Notenbanken macht der Boom als unerwünschte Nebenwirkung der extrem niedrigen Zinsen Sorgen. Einen Greenspan-Put so wie in den neunziger Jahren des vorigen Jahrhunderts, als die Notenbanken den Zusammenbruch des Aktienmarktes her-

auspaukten, werde es nicht geben, äußerte sich unlängst Jens Weidmann, Präsident der Bundesbank. Auch Isabel Schnabel, Mitglied im Direktorium der EZB warnt vor Überspekulation und betrachtet den Zusammenbruch des Hedgefonds Archegos als Warnsignal. Deshalb halten viele Anlagestrategen mehr Konsolidierung und eine längere Seitwärtsbewegung der Kurse für erwünscht. Nur so könne der Aufschwung gesund weitergehen, hörte man oft am Markt.



Makro Research

DAX auf Klettertour.



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Der Deutsche Aktienindex DAX hat in den letzten 15 Monaten eine beachtliche Klettertour hingelegt. Im Würgegriff der beginnenden Corona-Pandemie erreichte er im Handelsverlauf des 16. März 2020 einen Tiefstand von 8.255 Punkten. Inmitten der dritten Corona-Welle hat der DAX in diesem Monat nun Höchststände von über 15.000 Punkten erreicht. Doch diese vermeintlich schwindelerregenden Höhen sind keine Überbewertungen. Vielmehr spiegeln die Börsen die anziehende Konjunkturdynamik und die Aussicht auf kräftig steigende Unternehmensgewinne wider. Für das zweite Quartal wurden schon erste, vielfach positiv überraschende Konjunkturdaten veröffentlicht. Überdies dürfte die anstehende Berichtssaison der Unternehmen freundlich ausfallen, sodass der DAX fundamental gut unterstützt bleibt. Die positive Entwicklung dürfte über das Frühjahr hinweg anhalten.

Dabei kommen in den nächsten Wochen mehrere Faktoren günstig zusammen: Die Corona-Impfkampagnen nehmen auch in Kontinentaleuropa an Fahrt auf. Das nunmehr sechste Hilfspaket in den USA greift bereits den amerikanischen Konsumenten aktiv unter die Arme, und für das US-Wirtschaftswachstum werden die Prognosen

nach oben revidiert. Die im Vergleich zum Corona-Tief vor einem Jahr deutlich gestiegenen Rohstoffpreise haben zu anziehenden Inflationsraten weltweit beigetragen. Doch sind die Reaktionen seitens der amerikanischen Notenbank Fed und der Europäischen Zentralbank nach wie vor recht gelassen. Eine sich beschleunigende und dauerhaft höhere Inflationsdynamik ist wenig wahrscheinlich. Die bisherigen Anstiege bei den Kapitalmarktrenditen werden hingenommen, und eine baldige Abkehr von der aktuellen Nullzinspolitik und den Anleihekäufen steht nicht an. Mithin bleiben die Geld- und die Finanzpolitik unterstützend für die Finanzmärkte. Dies trägt dazu bei, dass kleine Kursrücksetzer von den Finanzmarktteilnehmern rasch wieder als Kaufgelegenheiten wahrgenommen werden.

So weit, so – wirklich – gut. Es wäre aber vermessen, diese Börsenentwicklung linear fortzuschreiben. Bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung mögen sich die Erwartungen in den konjunkturellen Aufschwung durchaus erfüllen. Doch schon in der zweiten Jahreshälfte werden positive Überraschungen schwieriger, wenn die Corona-Restriktionen weitestgehend überwunden sind und die Konjunktur keine neuen Impulse bekommt. Dann rücken auch unangenehme Inflationsdiskussionen, die ersten Straffungsschritte der US-Notenbank Fed, das Abflauen der Fiskalimpulse in den Industrieländern und mögliche geopolitische Spannungen wieder stärker ins Bewusstsein der Märkte. Dass es in diesem Umfeld zu kurzzeitigen Korrekturen an den Aktienmärkten kommen wird, erscheint so normal, wie es in den vergangenen Jahrzehnten immer gewesen ist. Langfristig hat der Aktienmarkt trotz der gegenwärtig als hoch empfundenen Börsenkurse aber weiteres Potenzial. Deshalb bleiben Aktien ein wichtiger Bestandteil der Vermögensanlage.



Prognoserevisionen und Änderungen.

- Deutschland: BIP 2022: 3,7 % (bisher: 3,2 %).
- Euroland: BIP 2021 bzw. 2022: 4,1 % (bisher: 4,5 %) bzw. 3,8 % (bisher: 3,5 %).
- USA: BIP 2021 bzw. 2022: 6,4 % bzw. 3,2 % (bisher: 6,0 % bzw. 2,6 %); Inflation 2021: 2,9 % (bisher: 2,5 %).
- DAX: Aufwärtsrevision der 3- und 12-Monatsprognosen, Abwärtsrevision der 6-Monatsprognose.
- Euro: Abwärtsrevision der EUR-USD-Prognosen.
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognosen für Russland, Argentinien und Chile; Abwärtsrevision für Ungarn und Polen.

Konjunktur Industrieländer.

Deutschland.

Das Coronavirus hat Deutschland weiterhin fest im Griff. Die dritte Welle droht sogar, die zweite zu übertreffen, weil die Politik sich nicht auf eine konsequente Bekämpfung einigen kann. Umfängliche Lockerungen des Lockdowns müssen daher weiter in die Zukunft verschoben werden, Verschärfungen sind wahrscheinlich. Kurzfristig überwiegen deshalb die Risiken. Gleichzeitig läuft die Welt- und damit auch die Industriekonjunktur prächtig. Doch aufgrund von Liefer- und Transportengpässen können die Aufträge nicht abgearbeitet werden: Es türmen sich die Auftragsbestände, und Fertigwarenlager werden geleert. Auf mittlere Sicht führt das Abarbeiten der Auftragsbestände und das Befüllen der Lager zu zusätzlichen Impulsen.

Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2022: 3,7 % (bisher: 3,2 %)

Euroland.

Die ungünstige Corona-Entwicklung verzögert die wirtschaftliche Erholung in Euroland. Nach der Schrumpfung der Wirtschaft im vierten Quartal 2020 ist für das erste Quartal 2021 ein erneuter Rückgang des Bruttoinlandsprodukts zu erwarten. Die Lockdown-Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie hinterlassen vor allem im Dienstleistungssektor spürbare wirtschaftliche Bremsspurten. Die hervorragende Entwicklung in der europäischen Industrie bewahrt die Wirtschaft jedoch vor einem schweren Einbruch. Am Arbeitsmarkt verdeckt die niedrige EWU-Arbeitslosenquote von 8,3 % eine hohe Heterogenität unter den vier großen EWU-Ländern. Die Arbeitslosenquoten liegen dort zwischen 4,5 % in Deutschland und 16,1 % in Spanien. Dazwischen sind Frankreich (8,0 %) und Italien (10,2 %).

Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2021 bzw. 2022: 4,1 % (bisher: 4,5 %) bzw. 3,8 % (bisher: 3,5 %).

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA.

Wir haben unseren Wachstumsausblick erneut nach oben revidiert. Die vom jüngst verabschiedeten 6. Konjunkturpaket ausgehenden Wachstumsimpulse werden früher als von uns bislang erwartet wirken. Zudem hat der Arbeitsmarktbericht für März gezeigt, dass der Rückgang der Corona-bedingten Restriktionen für einen starken Beschäftigungsaufbau sorgt. Wir gehen daher davon aus, dass sich die US-Wirtschaft bis Ende kommenden Jahres nahezu vollständig von der Corona-Krise erholt haben wird. Die jüngste Energiepreisentwicklung sowie die verringerten Corona-Restriktionen sorgten für eine weitere Aufwärtsrevision unserer Inflationsprognose.

Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2021 bzw. 2022: 6,4 % bzw. 3,2 % (bisher: 6,0 % bzw. 2,6 %); Inflation 2021: 2,9 % (bisher: 2,5 %).

Märkte Industrieländer.

Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Um dem Anstieg der Renditen langlaufender Staatsanleihen entgegenzuwirken, hat die EZB auf ihrer Sitzung im März beschlossen, die Wertpapierkäufe des PEPP vorübergehend zu beschleunigen, das Gesamtvolumen dieses Programms jedoch unverändert zu lassen. Mit diesem Schritt hat sich die EZB etwas Zeit erkaufte, um den wirtschaftlichen Ausblick und seine Anfälligkeit für steigende Zinsen besser beurteilen zu können. Mit deutlicheren Signalen über ihren zukünftigen Kurs ist daher erst in der zweiten Jahreshälfte zu rechnen. Die dann fortgeschrittene wirtschaftliche Erholung und geringere Risiken im Zusammenhang mit der Pandemie dürften einerseits einen Konsens unter den Ratsmitgliedern erleichtern, das PEPP und die TLTROs auslaufen zu lassen. Andererseits dürften die Notenbanker nach wie vor davon ausgehen, dass der Anstieg der Inflation temporärer Natur ist, und deshalb noch für längere Zeit an den niedrigen Leitzinsen und am Wertpapierkaufprogramm APP festhalten. Signifikant höhere Geldmarktsätze sind daher für die nächsten Jahre weiterhin nicht in Sicht.

USA: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



■ Hauptrefinanzierungssatz ■ Einlagensatz

Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

Rentenmarkt Euroland.

Die Renditen langlaufender Bundesanleihen sind in den vergangenen Wochen nicht mehr wesentlich gestiegen, da der von den USA ausgehende Aufwärtsdruck nachließ und die EZB die Wertpapierkäufe des PEPP beschleunigte. Die Konjunktur- und Inflationsdaten der nächsten Monate dürften weiterhin belastend für risikoarme Staatsanleihen ausfallen, und das mögliche Ende des PEPP im Frühjahr 2022 rückt zunehmend in das Bewusstsein der Marktteilnehmer. Dennoch rechnen wir mit einem nur moderaten Anstieg der Renditen, sofern es der EZB gelingt, die Erwartungen über den geldpolitischen Ausstieg unter Kontrolle zu halten. Hierfür muss sie glaubhaft machen, dass sie auch für die kommenden Jahre von tendenziell niedrigen Inflationsraten ausgeht und dass das Auslaufen des PEPP nicht automatisch weitere Straffungen nach sich zieht.

Devisenmarkt: EUR–USD.

Der Euro hat in den vergangenen Wochen gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Der EUR-USD-Wechselkurs ist seit Anfang März von 1,21 auf 1,19 in der zweiten Aprilwoche gefallen. Dabei war der Euro gegenüber dem US-Dollar durch Nachrichten aus Europa und den USA unter Druck geraten. In den USA konnten die Konjunkturdaten positiv überraschen. Nicht zuletzt ist der US-Beschäftigungszuwachs im März weit höher als erwartet ausgefallen. In Euroland hingegen hat sich der Wirtschaftsausblick wieder etwas eingetrübt. Denn die Corona-Entwicklung ist in vielen Ländern der EWU in den vergangenen Wochen wieder schlechter geworden. Neue Lockdown-Maßnahmen wurden ergriffen bzw. alte Maßnahmen wurden verlängert oder verschärft.

Prognoserevision: Abwärtsrevision über alle Prognosehorizonte.

Aktienmarkt Deutschland.

Die schleppende Pandemiebekämpfung in Deutschland verzögert die Erholung der heimischen Wirtschaft. Die im DAX notierten Unternehmen sind hiervon aber nur bedingt betroffen. Sie profitieren von einer überraschend starken Erholung der globalen Wirtschaft. Dies trifft vor allem für die Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe zu. Diese berichten von einer hohen Kapazitätsauslastung, hohen Auftragsbeständen, niedrigen Lagerbeständen und zunehmenden Lieferengpässen. Aber auch die Lage der global agierenden Dienstleistungsunternehmen hat sich zuletzt verbessert. Die Unternehmensgewinne des ersten Quartals werden dies bestätigen und die Erwartungen übertreffen. Somit ist die Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt weiterhin fundamental gut unterstützt. Erst wenn das gute Umfeld vollumfänglich in den Erwartungen eingepreist ist, wird es für den Markt zwischenzeitlich schwieriger werden.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der 3- und 12-Monatsprognosen, Abwärtsrevision der 6-Monatsprognose.

Bundesanleihen: Renditen.

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarktprognose

	14.04.2021	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	15.209,15	16.000	14.500	16.300
EURO STOXX 50	3.976,28	4.150	3.700	4.150
S&P 500	4.124,66	4.200	3.800	4.250
Topix	1.952,18	2.050	1.900	2.100

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Unternehmensanleihen haben bisher den Renditeanstieg seit Jahresbeginn gut verkraftet. Die Risikoaufschläge im Investmentgrade-Bereich sind weitgehend stabil geblieben, und Anleihen mit einem High Yield-Rating konnten sich im Spread sogar spürbar verbessern. Dank der massiven Hilfen durch die Rettungsprogramme der Regierungen und der Notenbanken sind die Ausfallraten besonders gefährdeter Unternehmen weit unter den Befürchtungen geblieben. Sehr hilfreich ist weiterhin die EZB, die nun bei Unternehmensanleihen verstärkt zugreift, zuletzt auch im PEPP. Darauf aufbauend ist die Nachfrage internationaler Investoren bei Neuemissionen ungebrochen groß. Die Unternehmensberichte für das erste Quartal dürften ebenfalls zum positiven Umfeld beitragen. Es ist mit deutlich gestiegenen Gewinnen zu rechnen.

Emerging Markets.

Märkte.

Nach dem deutlichen Renditeanstieg an den globalen Rentenmärkten zwischen Mitte Februar und Mitte März ist es nun zu einer Konsolidierung gekommen. EM-Hartwährungsanleihen haben von Spread-Einengungen profitiert und konnten einen Teil der Verluste wettmachen. EM-Aktien haben etwas verloren, liegen aber seit Jahresbeginn nach dem starken Start noch immer im Plus. Wir erwarten, dass sich der Anstieg der US-Renditen fortsetzt, der größte Teil der Bewegung jedoch bereits hinter uns liegt. EM-Aktien dürften von der Erholung der Weltwirtschaft gestützt bleiben, und die Unternehmensgewinne dürften tendenziell die Erwartungen übertreffen. Das größte Risiko für die Märkte ist eine verfrühte Diskussion über eine Straffung der Geldpolitik in den USA. Die neue US-Regierung hat bereits in einer frühen Phase ihrer Amtszeit die Spannungen mit China und Russland verschärft. Die Sanktionen gegen China und Russland könnten weiter verschärft werden. Die Verlegung russischer Truppen an die ukrainische Grenze stufen wir zwar nur als Drohgebärde ein, doch sie führt zu neuen Unsicherheiten.

iTraxx Europe.

Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread.

Basispunkte



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

Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien leicht überarbeitet, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten jedoch unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70%)

- Weltwirtschaft wird Corona-Pandemie Schritt für Schritt hinter sich lassen und 2021 wieder auf ihren Wachstumspfad zurückfinden.
- Corona-Krise hat bisher schon zu beobachtende Trends verstärkt: langanhaltende Niedrigzinsphase, Digitalisierung, Globalisierung mit ausgeprägterem regionalem Fokus.
- **Euroland:** Nach-Corona-Aufschwung wird gebremst durch gestiegene Staatsverschuldung, technologischen Strukturwandel und Brexit. EU-Wiederaufbaufonds stützt krisengeschüttelte südeuropäische Staaten.
- **USA:** Geld- und Finanzpolitik unterstützen Wirtschaft und Märkte auf dem Weg aus der Corona-Krise. Regierungswechsel bringt wenig Änderung mit Blick auf restriktive Handelspolitik.
- **Inflation:** Nach der Corona-bedingt sehr geringen Teuerung im Jahr 2020 erfährt Euroland 2021 aufgrund von Sondereffekten einen temporären Inflationschub. Die Annäherung an das Inflationsziel bleibt aber grundsätzlich langsam. In den USA nimmt der Inflationsdruck moderat zu.
- **Geldpolitik:** Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und fahren ihre Notfallmaßnahmen vorerst noch nicht zurück, um die Konjunktur weiter zu stützen.
- **Finanzmärkte:** Aktienmärkte konzentrieren sich auf den beginnenden Aufschwung. An Anleihemärkten weitere Verringerung der Risikoprämien, vor allem in Hochzinsbereichen positive Gesamtertrags Erwartungen.
- **Zinsen:** Dauer der Niedrigzinsphase wird durch Corona-Krise nochmals verlängert. Kaufkraftherhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch bei Wertpapieren, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 15%)

- Zentralbanken verlieren Balance: Eine zu späte Reaktion der Zentralbanken bei unterschätzter wie auch eine Überreaktion bei überschätzter Inflationsgefahr könnte über stark steigende Renditen und rückläufige Vermögenspreise eine Rezession auslösen.
- Wirkung der Impfungen verpufft wegen resistenter Coronavirus-Mutationen. Langanhaltende globale Pandemie verursacht wiederkehrende großflächige Stillstände. Globale Produktionsketten werden nachhaltig gestört. Vertrauensverlust führt zu Abwärtsspirale an den Finanzmärkten.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst globale bzw. regionale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Emerging Markets-Finanzkrise bzw. in Euroland einer erneuten Infragestellung der Währungsunion.
- Globale Ausbreitung von Protektionismus und Nationalismus reduziert den Grad der internationalen Arbeitsteilung in spürbar wachstumsbremsender Form.
- Dauerhafte Wachstumsabschwächung in China.

Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 15%)

- Corona-Pandemie ebbt dank zügiger Durchimpfung großer Teile der Weltbevölkerung schnell ab. Produktion und Konsum können wieder ungehindert wachsen.
- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz zunehmender Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank Verschuldungsabbau schreitet die Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu deutlichen Aktienkursanstiegen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Reformprozess in Euroland stabilisiert Finanzsektoren der Krisenländer und setzt damit stärkere Wachstumspotenziale frei.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

Disclaimer.

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und/oder Steuer-) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Die Einschätzung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.



Deka Investment GmbH
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt

Postanschrift:
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 652
Telefax: (0 69) 71 47 - 11 43
E-Mail: service@deka.de
www.deka-etf.de