

# ETF-Newsletter Wertarbeit Inflation? Stagflation? Konfusion?

Oktober 2021

Neue Perspektiven für mein Geld.

**Deka**  
Investments

## Sehr geehrte Anleger\*innen,

ein Gespenst geht um in den Spalten der Börsenkommentare: Zu den seit einiger Zeit grassierenden Inflations Sorgen tritt die Angst vor der Stagflation. Der Begriff bezeichnet die Kombination aus wirtschaftlicher Stagnation und gleichzeitig hoher Geldentwertung und wurde geprägt in den 70er Jahren. Aktuell liegt die Inflation mit 4,1 Prozent so hoch wie seit 1993 nicht mehr, die Energiepreise erreichen langjährige Höchstmarken. Die Verbindung mit coronabedingten Lieferengpässen bremst die wirtschaftliche Entwicklung empfindlich, erste Wirtschaftsforschungsinstitute haben ihre Konjunkturprognosen deutlich nach unten korrigiert. Deka Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater mahnt dennoch zur Ruhe. Er verweist auf den großen Einfluss der Notenbanken auf die Reaktionen an den Finanzmärkten. Die Notenbanker aber stufen die aktuellen Entwicklungen weiterhin stoisch als vorübergehende Sondereffekte ein, die im kommenden Jahr auslaufen werden.

Dr. Bernhard Jünemann beschäftigt sich in seiner Kolumne mit einem anderen Gespenst: Der Sorge vor unmittelbaren toxischen Auswirkungen eines anstehenden Regierungswechsels für die Börsen erteilt er eine Absage. Anders als in seinem historischen Schnappschuss für vergangene Epochen skizziert, rechnet er für die sich anbahnende Ampel-Koalition unter einem Kanzler Scholz mit einem pragmatischen Kurs – beeinflusst auch durch notwendige Kompromisse mit dem erstarkten Koalitionspartner FDP. Anlegerinnen und Anleger müssen sich also auf unruhige Zeiten mit dem einen oder anderen Aufreger einstellen. Trotz der Schreckgespenster bleibt der Ausblick aber konstruktiv – so unsere Volkswirte.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,  
Leitung Betreuung ETF,  
Deka Investment GmbH



## Interview

# „Langfristiger Werterhalt im Zentrum“

**Anlegen in zinslosen Zeiten ist die Herausforderung für jeden Vermögensverwalter. Guido Sickmann, Asset Manager bei der Attentium Capital Management AG, beschreibt, wie ETFs dabei helfen können.**

### **Was gehört alles zur Attentium AG, und wer sind Ihre Kunden?**

Die Attentium AG ist eine Holding, die auf die ganzheitliche Vermögensbetreuung ausgerichtet ist. Hierzu gehört vor allem das klassische Multi Family Office sowie das Stiftungsmanagement. Ein weiterer Baustein ist die Attentium Capital Management AG, die ich vertrete, und die sich um die individuelle Vermögensverwaltung kümmert. Hinzu kommt noch das Immobilienkontor, das höchstwertige Maklerdienstleistungen und unternehmensspezifische Immobilienlösungen bietet. Zusammen mit einer Schwestergesellschaft verwalten wir ein Volumen von rund 700 Millionen Euro. Unser Schwerpunkt liegt in den Regionen Osnabrück Stadt und Land, das weitere Südniedersachsen und das angrenzende Ostwestfalen.

### **Decken Sie alle Anlageklassen ab, oder was machen Sie nicht?**

Unser Kerngeschäft ist die liquide Vermögensanlage, also salopp gesagt, alles, was mit einer Wertpapierkennnummer versehen ist. Unternehmerische Beteiligungen und Private Equity werden von einigen Family-Office-Mandanten nachgefragt und von uns dort individuell begleitet.

### **Haben Sie eine übergreifende Anlagephilosophie? Denn angesichts der kaum noch vorhandenen Zinsen für Anleihen müssen die Kunden stärker ins Risiko gehen, um überhaupt noch Renditen zu erwirtschaften.**

Unsere Philosophie sind Solidität und Kontinuität in der Vermögensbetreuung. In unserem Investmentkomitee, das von insgesamt zehn Beratern gebildet wird, sind wir zudem sehr global unterwegs. Das war vor zehn Jahren noch ganz anders. Damals beschränkte sich der Fokus auf deutsche und europäische Aktien. Heute verfolgen wir einen globalen Investmentprozess über viele Regionen und Sektoren hin-

weg. Kontinuität bedeutet in diesem Zusammenhang, dass der langfristige Werterhalt im Zentrum steht. Deshalb sind unsere Portfolios möglichst breit diversifiziert. Dabei müssen wir handwerklich sauber arbeiten und trotz erhöhter Risiken möglichst wenig Ausfälle produzieren.

### **Was bedeutet das konkret für das Stiftungsmanagement. Da haben Sie es ja in der Regel mit sehr konservativen Kunden zu tun.**

Eine Stiftung sollte genug Rendite erzielen, um ihren Stiftungszweck erfüllen zu können. Also müssen wir erstens ordentliche und auch außerordentliche Erträge generieren. Zweitens muss die Relation von Erträgen zu Aufwendungen angemessen sein. Darauf schaut die Stiftungsaufsicht besonders. Deshalb müssen wir mit kompetitiven und auch kreativen Preismodellen agieren.

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

Das ist ein außerordentlich wichtiges Thema, nicht nur für Stiftungen, die schon früher mit Ausschlusskriterien agierten, sondern für alle Kundengruppen. Wir haben sukzessive das Anlageuniversum und die Depots auf Nachhaltigkeit umgestellt. Nachhaltigkeit spielt auch in unserer Unternehmensgruppe eine große Rolle. Wir nutzen dabei vor allem den Rat von zwei Nachhaltigkeitsexperten, Michael Dittrich von der Deutschen Bundesstiftung Umwelt, sowie Professor Christian Klein von der Universität Kassel, Spezialist für nachhaltige Finanzwirtschaft.

### **Dann schauen wir mal in Ihren Instrumentenkasten hinein. Wann nutzen Sie Einzelinvestments, wann Fondslösungen, ob nun aktiv oder passiv?**

Im Prinzip schließen wir nichts aus. Es kommt immer auf die Bedürfnisse der Kunden an, ob wir zu Einzeltiteln oder

Fonds greifen. Für Fonds haben wir einen stringenten Auswahlprozess bei uns installiert. Das Investmentkomitee entscheidet monatlich, welche Regionen und Sektoren aussichtsreich sind. Dazu suchen wir dann die passenden Vehikel. Wir lassen uns von Nachhaltigkeitsfiltern leiten, entweder mit dem nach Artikel 8 SDFR ESG-Filter oder strenger mit dem nach Artikel 9 klassifizierten SRI-Ansatz. Eine gute Ausgewogenheit über alle Instrumente hinweg ist dabei oberstes Gebot.

### **Wie wählen Sie aktive, wie passive Fonds aus?**

Aus Kostengründen versuchen wir möglichst viel über ETFs abzubilden. Aber es gibt immer auch Sektoren und Regionen, in denen aktive Manager besser geeignet sind. Das gilt auch für das Thema Nachhaltigkeit. Zum Beispiel gibt es für Asien relativ wenige passive Fonds, die auch noch Nachhaltigkeitskriterien erfüllen.

### **Wenn Sie ETFs auswählen, können Sie für jeden Index meist unter mehreren Anbietern wählen. Was sind die Kriterien, die Sie anlegen?**

Zunächst geht es um die Auswahl des Index. Dann um die Qualität der Abbildung, die ein Anbieter bieten kann. Die Kostenquote ist wichtig, aber auch Fragen wie die Replikationsmethode, ob physisch oder synthetisch.

### **Trauen Sie sich noch, synthetische Produkte zu kaufen?**

Wie gesagt, wir schließen nichts aus. Wenn man sich die Verkaufsprospekte physisch replizierender Fonds anschaut, dann sieht man oft, dass Wertpapiere verliehen werden. Das bringt zwar unter Umständen mehr Ertrag, aber auch mehr Risiko. Wir müssen das immer ausbalancieren, auch das Emittentenrisiko. Entscheidend ist, wie gut ein Index zu welchen Kosten abgebildet wird.

### **Wenn Sie auf ESG schauen, da kann der Filter dazu führen, dass nur relativ wenige Werte übrigbleiben. Was machen Sie dann?**

Natürlich mögen wir eine möglichst breite Streuung im Index. Aber es kommt auf die Diversifikation des Portfolios insgesamt an. Dann kann es schon sein, dass wir mal einen engen Markt wählen, ohne dass die Streuung im Portfolio zu sehr leidet.

### **Es gibt auch Strategie-ETFs, bekannt als Smart Beta. Nutzen Sie diese, oder bleiben Sie bei Standardprodukten?**

Standard hört sich immer so despektierlich und langweilig an. Aber als konservativer Vermögensverwalter ist uns ein transparentes Standardprodukt lieber als Smart Beta, das im langfristigen Vergleich vielleicht einen Schnaps besser ist. Wir haben keine Smart-Beta-Produkte und auch keine Faktor-ETFs.

### **Aber vielleicht Themen-ETFs wie Cyber Security oder Global Water? Nehmen Sie so etwas in den Blick?**

Unbedingt. Alles, was mit Digitalisierung zu tun hat, ist ein Oberthema. Dazu gehört Cyber Security oder auch digitale Netzinfrastruktur. Und Wasser im Kontext des Klimawandels ist für uns schon seit mehr als zehn Jahren im Fokus.

### **Wie gestalten Sie das Risikomanagement? Passen Sie Investitionsquoten an? Sichern Sie mit Hilfe von Derivaten ab?**

Entscheidend ist zunächst, dass wir mit dem Kunden die Rahmenbedingungen besprechen. Da geht es um Risikobereitschaft und -tragfähigkeit. Wir bieten dem Kunden Anlagestrategien mit unterschiedlicher Risikogewichtung und passen die Investmentquoten je nach Marktentwicklung an. Absicherungen mit Derivaten tätigen wir nicht. Das komplexe Thema verstehen die meisten Kunden nicht, und wenn die Position einmal nicht aufgeht, ist dies nicht förderlich. Risikomanagement gelingt nach unserer Erfahrung auch ohne Derivate.

### **Wie sind Sie denn über das Jahr 2020 mit dem Corona-Crash im März hinweggekommen?**

Wir gingen nach einem sehr guten Jahr 2019 schon vorsichtig in das Jahr 2020 hinein und hatten nicht mehr die höchsten Aktienquoten. Wenn die Märkte dann drehen, können wir auch mal beherzt zugreifen. So haben wir es 2020 gemacht. Wir sind aber keine Momentum-Spieler wie es die Algorithmen so mancher Robo-Advisor als Basisstrategie verwenden. Insgesamt war 2020 dann sehr auskömmlich für unsere Mandanten.

### **Wie sehen Sie denn Eckpunkte für die weitere Strategie an den Märkten?**

Die Herausforderung ist klar. Mittlerweile sind 70 Prozent aller globalen Anleihen negativ oder zwischen null und einem Prozent verzinst. Das ist ein Zustand, der sich in den nächsten sechs Monaten kaum verändern wird. Also benötigen die Kunden ein Risikobudget mit Aktien, Unternehmensbeteiligungen und Sachwerten. Aber wir wollen keinen Kunden in ein Risiko drängen, das er eigentlich nicht verträgt. Hier muss man laufend mit dem Kunden im Gespräch bleiben.

### **Gibt es noch Lücken im ETF-Angebot, die Sie gerne gefüllt haben möchten?**

Man muss feststellen, dass in den letzten zwei Jahren vermeintliche Lücken geschlossen wurden. Da ist eine Menge passiert. Mir sind die Neuheiten inzwischen oft zu kleinteilig, wir wollen uns auf das Wesentliche konzentrieren. Dafür haben wir genug ETFs im Angebot. Uns fehlt nichts, auch wenn wir immer gespannt darauf schauen, was es an Innovation im Fondsmarkt gibt.



## Kolumne

# Alarmstufe rot – alles verkaufen?



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Als ich kurz vor der Bundestagswahl im September mit einem nicht unvermögenden Freund zusammensaß, gestand mir dieser: „Die Roten kommen, die SPD wird mit der Linken regieren. Deshalb habe ich meine deutschen Aktien alle verkauft“. Sein Schreckensszenario ist zwar nicht eingetreten, aber auch die Ampel macht ihm Sorgen. Wie verhält es sich also mit Sozialdemokraten und Börse?

Zunächst muss man darauf hinweisen, dass die Politik ein Faktor unter mehreren ist, die die Börsenkurse beeinflussen. Wichtig sind vor allem die Konjunktur, die Gewinnentwicklung, die Notenbankpolitik und nicht zu vergessen, unerwartete Krisen, die Crashes auslösen können. Betrachtet man die Börse in den zwei Phasen sozialdemokratisch geführter Bundesregierungen, hat unser um sein Vermögen besorgter Zeitgenosse so unrecht nicht.

So war die erste Phase von 1969 bis 1982 vor allem durch zwei Ölpreisschocks 1973 und 1979 geprägt, die

zu Rezessionen führten. Klassische keynesianische Politik, also staatliche Investitionen, sollten gegensteuern. Dafür war die Regierung bereit, die Verschuldung zu steigern und die Inflation zu tolerieren. Legendar ist die Maxime: „Lieber fünf Prozent Inflation als fünf Prozent Arbeitslosigkeit“, die Helmut Schmidt schon 1972 als Wirtschafts- und Finanzminister im Kabinett Brandt verkündete und der er später als Kanzler folgte. Am Ende bekam er jedoch beides: Inflation und Arbeitslosigkeit, und der Begriff der Stagflation war geboren.

In diesen Krisenzeiten schwankten die Börsen heftig. Am Ende kam dann ein Nullsummen-Spiel heraus: Außer Spesen nichts gewesen. 1982 wechselte die FPD den Koalitionspartner, und es folgte eine unionsgeführte Regierung unter Kanzler Helmut Kohl. Es kam zu einem drastischen Politikwechsel mit Deregulierung, mehr Marktwirtschaft und Wettbewerb. Die Börse boomte, unterstützt auch durch eine ähnliche und noch radikalere Politik in Großbritannien unter Margaret Thatcher und den USA unter Ronald Reagan.

Gerhard Schröder regierte mit den Grünen von 1998 bis 2005. Auch in dieser Zeit gab es Krisen, vor allem das Platzen der Internetblase und eine nachfolgende Rezession. Gerhard Schröder, im Grunde ein Pragmatiker, erfüllt bei seinem Amtsantritt zunächst die typischen sozialdemokratischen Erwartungen. Reformen zu Renten- und Kündigungsschutz der Regierung Kohl, wurden flugs zurückgenommen. Sein Finanzminister Oskar

Lafontaine vertrat eine explizit linke Politik mit kräftigen Ausgabenerhöhungen und Regulierung der Märkte, überwarf sich jedoch schon nach wenigen Monaten mit Schröder und trat zurück. Seine Begründung dafür bleibt in Erinnerung: „Das Herz wird noch nicht an der Börse gehandelt. Aber es hat einen Standort: Es schlägt links“.

Hans Eichel folgte als Finanzminister. Die Politik Schröders wurde pragmatischer, was angesichts der Produktivitätsschwächen der Wirtschaft auch dringend nötig war. Denn 2002 galt Deutschland als der kranke Mann Europas. Es folgten Schröders bahnbrechende Reformen der Sozialsysteme gegen den Widerstand vieler in seiner Partei. Sie begünstigten schließlich die wirtschaftliche Wende.

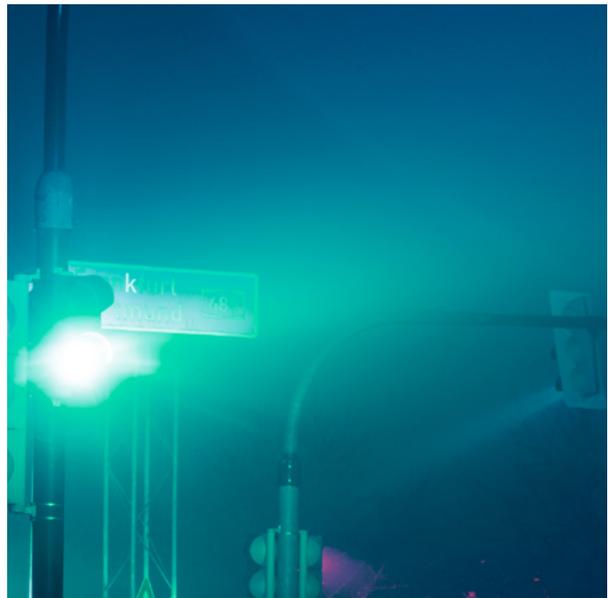
Das beflügelte die Börsen in den Jahren 2003 bis 2005 wieder. Der Internetcrash mit 70 Prozent Verlust beim DAX wurde zwar einigermaßen ausgebügelt, doch verzeichnete Schröders Börsenbilanz ebenfalls nur ein Nullsummen-Spiel. Vergleicht man das mit der Bilanz der Ära Kohl und Merkel, so ist der Unterschied schon frappierend. In der Kohl-Zeit von 1982 bis 1998 gab es für deutsche Aktien mehr als 600 Prozent Gewinn, in der Merkel-Zeit von 2005 bis 2021 waren es immer noch 150 Prozent.

Kein Wunder, dass jetzt angesichts einer Ampel-Koalition bei Anleger\*innen so mache Ängste aufkommen. Aktuell flammt die Erinnerung an die siebziger Jahre auf. Angesichts steigender Energiepreise und steigender Inflation macht das Wort von der Stagflation wieder die Runde. Also doch alles verkaufen?

Gemach. Die sich anbahnende Ampel-Regierung unter einem Kanzler Olaf Scholz verspricht mehr Pragmatismus, als in den Anfangsjahren von Gerhard Schröder herrschte. Denn es muss ein Kompromiss mit der FDP gefunden werden, die vielfach marktwirtschaftliche Lösungen präferiert. Das wird nicht ganz einfach sein. Zwar reden SPD, Grüne und FDP alle von Modernisierung, Digitalisierung, Klimaschutz und Aufbruch. Entscheidend wird sein, wie viele marktwirtschaftliche Elemente in diesem Koalitionskompromiss zur Geltung kommen.

Zudem sind international wirkende Faktoren zu beachten. In einer sich erholenden Weltwirtschaft nach der Pandemie sollten Engpässe allmählich abgebaut werden und sich die Inflation beruhigen. Gelingt das, sollte es durchaus positive Impulse für die Börsen geben. Hinzu kommt, wie die Märkte das Ende der ultralockeren Geldpolitik verarbeiten. Das dürfte immer wieder zu Rückschlägen führen. Anleger\*innen tun gut, sich auf ungemütliche Börsen einzurichten. Aber das ist ja eigentlich der Normalfall.

Diese Gemengelage relativiert die Bedeutung der politischen Entwicklung in Deutschland. Wer mit einem global aufgestellten, breit diversifizierten Portfolio agiert, kann darauf bauen, dass eine deutsche Ampel den Verkehr der Finanzmärkte kaum zum Erliegen bringen dürfte.



*„Eine deutsche Ampel wird den Verkehr der Finanzmärkte kaum zum Erliegen bringen.“*

# Die Angst vor der Stagflation

Steigende Energiekosten, zunehmende Inflationstendenzen, Wachstumsschwächen durch Engpässe in den internationalen Lieferketten, Hinweise auf ein Ende der ultralockeren Geldpolitik – da ging die Angst vor dem Gespenst der Stagflation um. Diese Mischung passte den internationalen Investoren ganz und gar nicht. So machten sie den September zu einem Minusmonat.

Besonders stark erwischte es die Technologiewerte, die zuvor lange gestiegen waren. Der Nasdaq Composite verlor 5,3 Prozent. Der breite S&P 500 folgte kaum besser mit minus 4,8 Prozent. Der EuroStoxx 50 gab 3,5 und der DAX 3,6 Prozent ab. Auch die Emerging Markets litten, ein Minus von 4,3 Prozent, obwohl sich China nach kräftigen Verlusten im Juli und August mit 0,7 Prozent plus beim Shanghai Composite stabil präsentierte. Dafür ging Lateinamerika in die Knie. Positiver Ausreißer war Japan. Ein neuer Ministerpräsident weckte Hoffnungen und bescherte dem Nikkei ein Plus von 4,9 Prozent.

Die plötzliche Risikoscheu hätte normalerweise dem Goldpreis zugutekommen müssen. Aber auch er wurde von der allgemein negativen Stimmung geprügelt und gab 3,1

## Zahlen und Fakten.

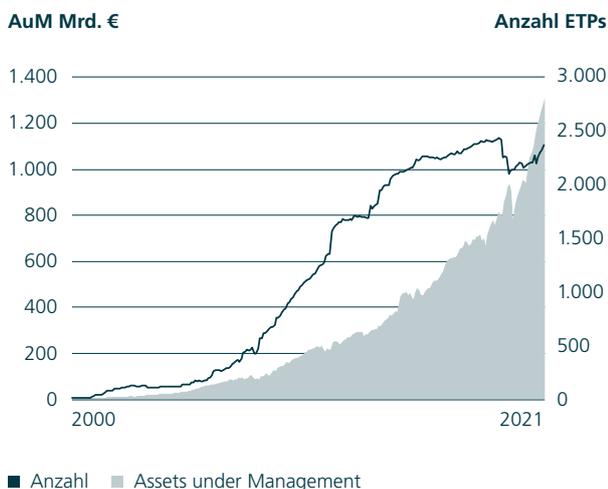
2.380

Die Zahl der ETPs stieg weiter leicht an, um 0,5 % auf nunmehr 2.380 Titel.

1,3

Das Volumen der gehandelten ETFs fiel nur um 0,9 % auf knapp unter 1,3 Bio. Euro.

## Europäischer ETP-Markt.



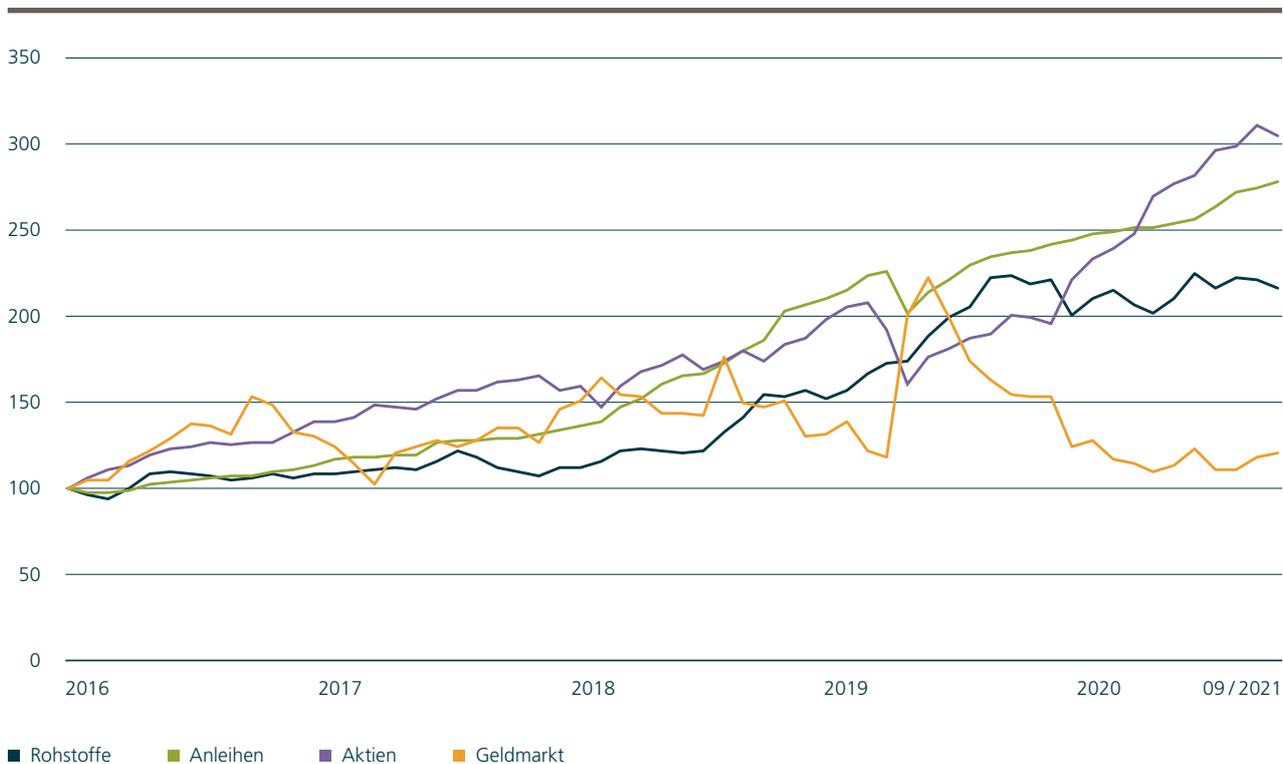
Quelle: Morningstar

Prozent ab, der Silberpreis sogar 7,2 Prozent. Ein sattes Plus von 7,6 Prozent beim Ölpreis der Sorte Brent förderte dagegen die Angst vor der Inflation. Dem US-Dollar bekam das Szenario gut. Er legte rund zwei Prozent gegenüber dem Euro zu.

Auf dem Markt der ETPs – der Exchange Traded Products – zeigten sich wieder einmal bei den Notes auf Krypto-Währungen Rückschläge um die 20 Prozent. Einzelne Rohstoffe wie Palladium mit mehr als 20 Prozent minus stachen ebenfalls negativ heraus, während Fonds mit Gold- und Silberbezug mit minus acht Prozent noch vergleichsweise glimpflich davorkamen. Lateinamerika prägte die Verliererliste der klassischen Länder-ETFs, allen voran Brasilien mit Verlusten von rund zehn Prozent. Europäische Immobilienfonds wurde verstärkt aus den Depots geworfen, was ihnen ein Minus um die acht Prozent bescherte. Fonds mit Schwerpunkt Technologieaktien mussten Verluste um die sieben Prozent hinnehmen.

Auf der Gewinnerseite glänzten ETFs mit Energiewerten, die um die 13 Prozent zulegten. Das half auch den Aktienmärkten rohstoffexportierender Länder wie zum Beispiel Russland. Entsprechende ETFs verbuchten Gewinne bis zu sieben Prozent. Asien-ETFs erholten sich mit stabilen Entwicklungen in China, Indonesienfonds gewannen so rund fünf Prozent.

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



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Die Entwicklung des Nettomittelaufkommens war dagegen überwiegend positiv, sogar bei den Aktien, was unterstreicht, dass die gesunkenen Kurse Schnäppchenjäger auf den Plan riefen. Insgesamt flossen der Anlageklasse Aktien

netto 7,5 Milliarden Euro zu. Für die Anleihen waren es 5,3 Milliarden Euro. Der Geldmarkt verbuchte ein bescheidenes Plus von 46 Millionen Euro. Negativ war dagegen der Flow bei den Rohstoffen, die netto 574,8 Millionen Euro abgaben.

## Zahlen und Fakten.

97,2

Die Rohstoffe verloren erneut, diesmal 2,4 Prozent auf aktuell 97,2 Milliarden Euro.

876,8

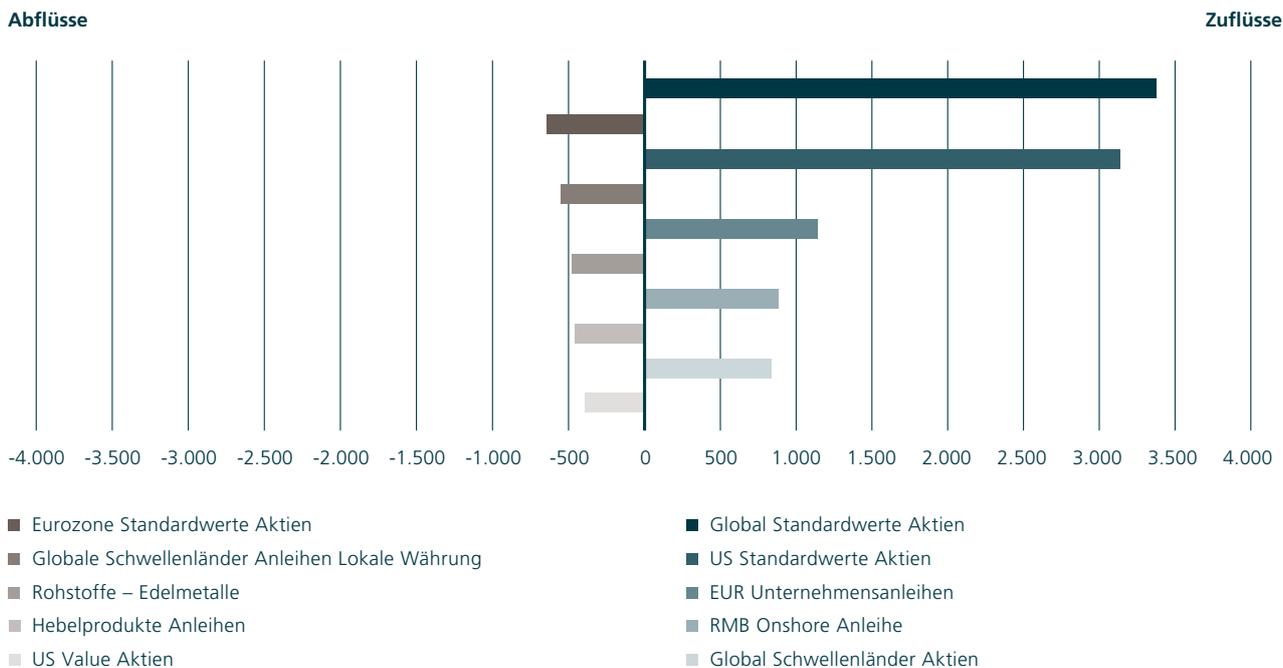
Die Aktien verloren 1,8 Prozent und erreichten ein Volumen von 876,8 Milliarden Euro.

301,7

Anleihen dagegen waren gefragt. Ihr Volumen wuchs um 1,5 Prozent auf 301,7 Mrd. Euro.

3,1

Auch der Geldmarkt profitierte von der Risikoscheu. Er legte 1,7 Prozent auf 3,1 Mrd. Euro zu.



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Verlierer war wieder einmal die Eurozone. Ihre Standardaktien mussten Abflüsse von 646,1 Millionen Euro hinnehmen. Schwellenländer Anleihen bezogen auf Lokalwährungen waren mit Verlusten von 544,2 Millionen Euro dabei. Fonds mit Edelmetallbezug verloren Nettomittel von 483,7 Millionen Euro. Gehebelte Produkte auf Anleihen wurden in den Depots um 457,4 Millionen Euro abgebaut. Schließlich litten US-Valueaktien, die Flows von 385,6 Millionen Euro verloren.

### Nettomittelzuflüsse.

Auch bei den einzelnen Kategorien zeigte sich, dass viele Anleger antizyklisch kauften. Gefragt waren vor allem globale Standardwerte bei den Aktien, die einen Zufluss von 3,4 Milliarden Euro verbuchten. 3,1 Milliarden Euro waren es für die amerikanischen Standardaktien. Unternehmensanleihen auf Euro ausgestellt wurden mit 1,1 Milliarden Euro bedacht. 877,6 Milliarden Euro flossen in chinesischen Onshore-Renminbi-Anleihen. Auch die Emerging Markets wurden nicht links liegen gelassen. Sie gewannen für ihre globalen Aktien 837,9 Milliarden Nettomittel hinzu.

### Marktkommentar: Nervenstärke vorteilhaft.

Normale Korrektur oder Trendwende? Bullen und Bären kämpfen um die Vorherrschaft. Bullen, also Optimisten, werten antizyklische Käufe im September als Zeichen, dass der positive Trend der Börsen zwar einen Rückschlag erlitten hat, aber eben noch nicht am Ende ist. Sie verweisen zudem darauf, dass angesichts der immer noch mageren Zinsen Aktien weiterhin die besten Alternativen sind. So haken viele

schon den Oktober einfach mal ab und richten ihre Augen auf eine Jahresendrally ab November. Ob es dazu kommt, da haben die Bären Zweifel. Sie gehen von dauerhaft hoher Inflation aus und befürchten Wachstumsschwächen. Sicher dagegen ist, dass die Volatilität an den Märkten hoch bleiben wird, was Anlegern wie immer Nervenstärke abverlangt.



**Makro Research**

# Inflation: Beruhigung absehbar, aber es lauern Risiken.



**Dr. Ulrich Kater**  
Chefvolkswirt DekaBank

Über viele Jahre hinweg spielte die Entwicklung der Verbraucherpreise kaum eine Rolle in unserem täglichen Leben. Inflation war kein Thema. Dies hat sich zuletzt geändert. Tanken und Heizen sind spürbar teurer geworden, beim Einkauf im Supermarkt werden höhere Beträge fällig, die Bahn passt die Ticketpreise nach oben an – kurzum, in der Öffentlichkeit und in der Politik wird zunehmend mit Sorgenfalten auf die Preisentwicklung geschaut. Stehen wir vor einem beängstigenden Anspringen der Inflation? Müssen wir für den Rest der Zwanzigerjahre mit schmerzhaften Kaufkraftverlusten rechnen?

Die Analysten weisen zwar zunehmend auf die gestiegene Unsicherheit hin. Doch für die Reaktion der Finanzmärkte auf die Inflationssorgen sind weniger die Analysten als vielmehr die Notenbanken und ihre Inflationseinschätzungen maßgeblich. Und diese halten an ihrer Einschätzung fest, dass die aktuell hohen Inflationsraten in erster Linie die Folge von Basis- und Sondereffekten und deshalb vorübergehender Natur sind. Diese Effekte sollten im kommenden Jahr sukzessive auslaufen. Mithin sehen die Notenbanken mittelfristig wieder wesentlich moderatere Preissteigerungen, sodass keinerlei Eile geboten zu sein

scheint, die ultralockere Geldpolitik rasch aufzugeben und die monetären Zügel spürbar zu straffen.

Im Lichte der jüngsten Konjunktur- und Preisdaten gehen wir weiterhin davon aus, dass die aktuelle Welle von höheren Inflationsraten wieder abebben wird, selbst wenn es noch eine Weile dauern könnte. Eine echte Inflationswelle mit dauerhaft hohen Raten erwarten wir nicht. Letzteres steht in unserem Risikoszenario. Für eine Inflationswelle bräuchte es Strukturbrüche, die grundsätzlicher und anhaltender wären, als es die wirtschaftlichen Verwerfungen von Angebot und Nachfrage in Form von Liefer- und Transportengpässen im Zuge der Corona-Pandemie sind. So bedürfte es etwa lang anhaltender Engpässe am Arbeitsmarkt, die wiederholte Lohnanpassungen nach oben nach sich ziehen würden. Auch Preiserhöhungen von Unternehmen müssten regelmäßig stattfinden, um eine Preis-Lohn-Spirale zu nähren – was nur bei deutlich geringer ausgeprägtem globalem Wettbewerb funktionieren würde.

Deutlich wahrscheinlicher ist es aus unserer Sicht, dass in den kommenden Quartalen aufgrund der derzeit zu beobachtenden Preissteigerungen das Angebot stärker ausgeweitet wird und damit die gestiegene Nachfrage wieder bedient werden kann. Sowohl der Wettbewerbsdruck als auch der technische Fortschritt dürften weiterhin dafür sorgen, dass die Finanzmärkte auf eine Moderierung der Inflationsdynamik vertrauen. Vor diesem Hintergrund ändert sich aus Anlegersicht wenig: Die zinsarmen Zeiten bleiben erhalten, wohingegen die günstigen Finanzierungsbedingungen den konjunkturellen Aufholprozess weiter unterstützen. Auch wenn es in den kommenden Wochen an den Märkten ruckeliger werden könnte, bleibt die Perspektive für die Aktienmärkte konstruktiv.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Bruttoinlandsprodukt: Abwärtsrevisionen USA (2021/2022) und Deutschland (2021); Aufwärtsrevisionen Euroland (2021/2022) und Deutschland (2022).
- Inflation Industrieländer: Aufwärtsrevision 2021/2022.
- US-Notenbank Fed: Straffere Reduzierung der monatlichen Anleihekäufe, Leitzinswende schon Ende 2022.
- Etwas höhere Renditen langlaufender Bundesanleihen.
- Abwärtsrevision des EUR-USD-Wechselkurses.
- Abwärtsrevision der Gold-Prognose. Aufwärtsrevision der Rohöl-Prognose.
- Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für China und Indien; Aufwärtsrevisionen für Argentinien, Chile und Südafrika

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Die Liefer- und Transportengpässe schnüren die deutsche Industrie immer stärker ein. Inzwischen berichten fast 80 % aller Industrieunternehmen von daraus resultierenden Produktionsbehinderungen – in der für Deutschland so wichtigen Automobilindustrie sogar 97 %. In vielen Prognosen war lange Zeit noch unterstellt worden, dass sich diese Behinderungen zum Jahresende aufzulösen beginnen. Davon kann nicht mehr die Rede sein. Entsprechend haben die meisten Forschungsinstitute wie auch wir die Prognosen nach unten revidiert. Gleichzeitig nehmen die Chancen für das kommende Jahr zu, denn hohe Auftrags- und geringe Lagerbestände werden zusätzliche Produktionsimpulse geben, sobald sich die Engpässe verringern.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2021 bzw. 2022: 2,6 % bzw. 4,6 % (bisher: 3,2 % bzw. 4,2 %); Inflation 2021 bzw. 2022: 2,9 % bzw. 2,1 % (bisher: 2,8 % bzw. 1,7 %).

### Euroland.

Das europäische Bruttoinlandsprodukt hat im zweiten Quartal um 2,2 % im Vergleich zum Vorquartal kräftig zugelegt. Die spürbare Erholung dürfte sich im dritten Quartal fortgesetzt haben. Darauf weisen die Stimmungsindikatoren der vergangenen drei Monate hin. Die bestehenden Probleme wie Lieferketteneinschränkungen und hohe Energiepreise werden erst im vierten Quartal zu einer spürbaren Verlangsamung der Konjunkturdynamik beitragen. Der Aufschwung wird begleitet von einer steigenden Inflationsdynamik. Die Inflationsrate in Euroland lag im September bei 3,4 %. Unter den vier großen EWU-Ländern bewegte sich die Inflationsrate zwischen 4,1 % in Deutschland und 2,7 % in Frankreich. Dazwischen lagen Spanien und Italien mit 4,0 % bzw. 3,0 %.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2021 bzw. 2022: 4,9 % bzw. 4,0 % (bisher: 4,8 % bzw. 3,9 %); Inflation 2021 bzw. 2022: 2,3 % bzw. 2,0 % (bisher: 2,1 % bzw. 1,6 %).

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Die gesamtwirtschaftliche Aktivität hat im August überaus kräftig um 1,0 % gegenüber dem Vormonat (mom) zugenommen. Allerdings wurde der Vormonatswert von +0,2 % auf -0,5 % mom erheblich nach unten revidiert. Seit April dieses Jahres ist das monatliche Bruttoinlandsprodukt im Durchschnitt lediglich um knapp 0,3 % pro Monat angestiegen und damit wesentlich schwächer als gemeinhin erwartet worden war. Zwei Gründe sind hierfür verantwortlich: Die Dynamik der Abkühlung nach den erheblichen Fiskalschüben von Januar und März dieses Jahres wurde unterschätzt. Hinzu kam ein Preisschub in einigen wenigen Produktbereichen, der die reale Wachstumsdynamik spürbar verringert hat. Immerhin, dieser transitorische Preiseffekt ist schon am Abebben.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2021 bzw. 2022: 5,6 % bzw. 3,8 % (bisher: 5,7 % bzw. 3,9 %); Inflation 2021 bzw. 2022: 4,2 % bzw. 1,8 % (bisher: 3,9 % bzw. 1,7 %).

## Märkte Industrieländer.

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Durch den negativen Einlagensatz und die hohen Überschussreserven werden die EONIA- und EURIBOR-Sätze weiterhin auf niedrigen Niveaus verankert. Jedoch deuten Geldmarkt-Futures einen etwas schnelleren Anstieg dieser Sätze in den kommenden Jahren an. Infolge der erhöhten Inflationsraten haben Marktteilnehmer neben ihren langfristigen Inflationserwartungen auch ihre Erwartungen über die zukünftigen Leitzinsen nach oben korrigiert. Wir halten das weitere Potenzial dieser Bewegung jedoch für begrenzt. Die nur geringe Reduktion der Wertpapierkäufe des PEPP seit der Ratssitzung im September unterstreicht die grundsätzlich langsame Anpassung der Geldpolitik. Zudem dürften die Ratsmitglieder weiterhin betonen, dass sie nach dem Auslaufen des PEPP noch für einige Zeit niedrige Leitzinsen und Wertpapierkäufe im APP als notwendig erachten. Im kommenden Jahr sollten geringere Inflationsraten die Glaubwürdigkeit dieser Aussage wieder verstärken. Wir rechnen daher mit einem langsameren Anstieg der Geldmarktsätze, als derzeit von den Futures angezeigt wird.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

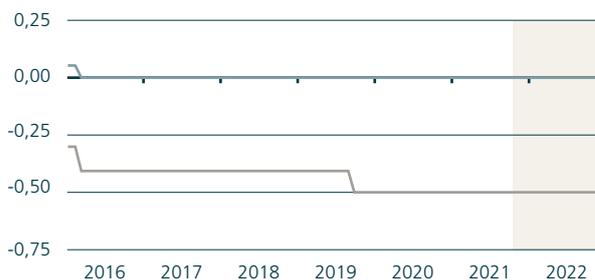
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



■ Hauptrefinanzierungssatz ■ Einlagensatz

Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

## Rentenmarkt Euroland.

Die an den Kapitalmärkten eingepreisten langfristigen Inflationserwartungen haben weiter zugenommen und strahlen mittlerweile auch auf die Leitzinserwartungen der Marktteilnehmer aus. Die daraus resultierende Versteile- rung der Bundkurve dürfte sich zwar fortsetzen, dabei allerdings von zwei Faktoren gebremst werden. Erstens ist für das kommende Jahr mit wieder niedrigeren Inflations- raten zu rechnen, sodass sich die Aufwärtsbewegung der Inflationserwartungen verlangsamt. Zweitens dürfte die EZB weiterhin ihre Toleranz gegenüber einer temporär erhöhten Inflation hervorheben. Indem sie mittelfristig von Raten wieder unter 2 % ausgeht, hält sie auch die Markterwartungen über zukünftige Leitzinserhöhungen in Grenzen. Zudem unterstreicht sie mit der langsamen Reduktion der Wertpapierkäufe des PEPP ihre vorsichtige Vorgehensweise.

**Prognoserevision:** Etwas höhere Renditen langlaufender Bundesanleihen.

## Devisenmarkt: EUR–USD.

Die US-Notenbank Fed überraschte bei ihrem Zinsent- scheid im September mit der Aussicht, ihre Geldpolitik stärker zu straffen als es von den Marktteilnehmern zuvor erwartet worden war. Wir erwarten nunmehr eine schnel- lere Reduktion der Anleihekäufe (ab Dezember 2021 bis Juli 2022) sowie mehr Leitzinserhöhungen bis Ende 2024. Angesichts der unverändert dovishen EZB stellt sich der EUR-USD-Wechselkurs nun auf eine größere Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen im Prognosezeit- raum ein. Seit dem letzten Fed-Zinsentscheid hat der US-Dollar von 1,17 auf 1,16 EUR-USD aufgewertet. Die Dollar-Aufwertung dürfte noch etwas weitergehen. Aller- dings bekommt der Euro mit der zunehmenden wirt- schaftlichen Stabilisierung Eurolands Rückenwind. So dürfte die Delle im EUR-USD-Prognoseverlauf nicht allzu tief ausfallen.

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision des EUR-USD-Wech- selkurses.

## Aktienmarkt Deutschland.

Die Wirtschaft leidet nach wie vor unter den Lieferkettenpro- blemen, was sich zunehmend belastend auf die Stimmung der Unternehmen niederschlägt. Die Engpässe bei den Vor- produkten dürften sich in der ab Ende Oktober startenden Unternehmensberichterstattung zum abgelaufenen dritten Quartal bremsend ausgewirkt haben und sicherlich auch die Ausblicke für das vierte Quartal dämpfen. Allerdings findet durch die Engpasssituation keine Trendumkehr in der Ge- schäftstätigkeit statt, es handelt sich vielmehr um eine zeitliche Verschiebung in das Jahr 2022 hinein. Somit können die Unternehmen aktuell trotz der Stimmungsdelle recht ent- spannt sein, zumal das Preis- und damit auch das Profitabili- tätsumfeld aufgrund der aufgestauten Nachfrage sehr gut ist. Die Gewinnperspektiven für das Jahr 2022 sind stabil aufwärtsgerichtet, der fundamentale Pfeiler für die Aktien- marktbeziehung bleibt intakt und tragend. Kurzfristige Stim- mungsstörungen können somit gut aufgefangen werden.

## Bundesanleihen: Renditen.

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	06.10.2021	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	14.973,33	16.000	16.500	17.000
<b>EURO STOXX 50</b>	4.012,65	4.250	4.350	4.450
<b>S&amp;P 500</b>	4.363,55	4.400	4.300	4.350
<b>Topix</b>	1.941,91	2.100	2.100	2.200

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Der drohende Zahlungsausfall des riesigen Immobilienentwicklers China Evergrande könnte die größte Pleite des Jahres werden. Aus Sorge vor den Folgekosten sind auch die hiesigen Corporate-Märkte kurz ins Straucheln geraten. Als sich jedoch abzeichnete, dass die Verschuldung von gut 300 Mrd. USD fast ausschließlich das Inland betrifft, beruhigten sich die Märkte schnell wieder. Ebenso entspannt wurde der von US-Treasuries ausgehende Anstieg der Renditen am Kreditmarkt abgehakt. Da die Aussichten für Unternehmensgewinne weiterhin sehr gut sind, wenngleich die aktuellen Produktionshemmnisse zwischenzeitliche Rückschläge bedeuten, bleiben die Spreads auf niedrigem Niveau. Das insgesamt leicht gestiegene absolute Renditeniveau lockt sogar wieder neue Käufer an. Vor allem Neuemissionen laufen weiterhin hervorragend.

## Emerging Markets.

### Märkte.

Die US-Notenbank hat sich zuletzt mit Blick auf mögliche Inflationsrisiken etwas besorgter gezeigt, was zu einem Anstieg der US-Renditen geführt hat. Diesem Trend zu steigenden Renditen konnten sich EM-Anleihen nicht entziehen und die Kursverluste haben dazu geführt, dass die bislang in diesem Jahr erzielten Gewinne abgegeben werden mussten und die Märkte ins Minus rutschten. Wir erwarten für die kommenden Monate einen weiteren Anstieg der US-Renditen, der bei Hartwährungsanleihen zu moderat steigenden Spreads führen dürfte. Bei EM-Aktien ist die Marktrichtung nach wie vor stark durch die chinesischen Aktien bestimmt, wo neben den einschneidenden Regulierungsvorstößen in unterschiedlichen Branchen vor allem der Immobiliensektor und die Risiken der Abwicklung des Immobilienentwicklers Evergrande belasten. Hinzu kommen zuletzt noch generelle Wachstumssorgen durch die auch in China knappen Energieressourcen. Die Risikoprämie für den Markt ist allerdings bereits deutlich angestiegen und sowohl Wachstums- als auch Gewinnausblick sprechen grundsätzlich für den EM-Aktienmarkt.

## iTraxx Europe.

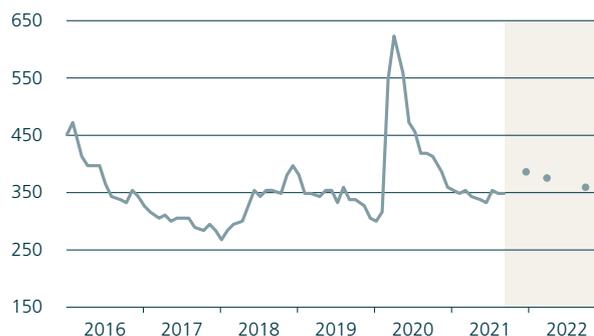
### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## EMBIG Diversified-Spread.

### Basispunkte



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

## Szenarien.

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

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Weltwirtschaft lässt Corona-Pandemie Schritt für Schritt hinter sich und findet wieder auf ihren alten Wachstumspfad zurück.
- 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.
- **Inflation:** Nach der Corona-bedingt sehr geringen Teuerung im Jahr 2020 kommt es aufgrund von Sondereffekten zu einem temporären Inflationsschub. Annäherung der ab 2022 wieder z.T. deutlich niedrigeren Inflationsraten an die Inflationsziele der Notenbanken erfolgt nur langsam.
- **Geldpolitik:** Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und fahren ihre Notfallmaßnahmen äußerst vorsichtig zurück, um die Konjunktur weiter zu stützen.
- **Finanzmärkte:** Aktienmärkte konzentrieren sich auf den Aufschwung. An Anleihemärkten weitere Verringerung der Risikoprämien, vor allem in Hochzinsbereichen positive Gesamtertragserwartungen.
- **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: 20 %)

- 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. Potenzieller Auslöser für mittelfristig höhere Inflationsraten könnte u.a. der Strukturwandel hin zu einem nachhaltigeren Wirtschaften sein.
- Dauerhafte Wachstumsabschwächung in China, bspw. ausgelöst durch eine nationale Immobilienkrise.
- 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.

### 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](mailto:service@deka.de)  
[www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)