

# ETF-Newsletter Wertarbeit

## Wie investieren im Bärenmarkt?

April 2022

Neue Perspektiven für mein Geld.

**Deka**  
Investments

### Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

die Auswirkungen des Ukraine-Krieges dominieren die Nachrichten – und auch die Beiträge in unserem aktuellen Newsletter. Die Solidarität und Hilfsbereitschaft der Menschen in Deutschland sind groß, ein Blick auf die Folgen der Krise für die Kapitalanlage erscheint dennoch legitim. Unser ETF-Marktbericht für den Monat März diagnostiziert zwar eine Erholung im Bärenmarkt, weist aber deutlich darauf hin, dass diese sich als Zwischenhoch entpuppen könnte und die explosive Mixtur aus Krieg, Inflation und Notenbankaktivitäten noch manch negative Überraschung für Anlegerinnen und Anleger bereithalten dürfte. In seinem Makro Research wirft Dr. Ulrich Kater einen Blick auf die großen Herausforderungen, mit denen sich die amerikanische und die europäische Zentralbank aktuell konfrontiert sehen. Während in Europa sinkende Konjunktur- und steigende Inflationsprognosen zusammentreffen, werden Inflations Sorgen die Fed voraussichtlich zu kräftigen Zinserhöhungen motivieren. Die Gefahren einer Stagflation in Europa sowie einer Anpassungsrezession in den USA hält unser Chefvolkswirt daher für noch nicht gebannt.

Im Interview skizzieren Geschäftsführer Marc Lessenich und Portfoliomanager Thomas Roche von der Vermögensverwaltung Asset Concepts, wie ihnen ETFs helfen, auch in stürmischen Zeiten Kurs zu halten. Wichtig ist für langfristig orientierte Anleger in ihren Augen vor allem, dass sie breit diversifiziert und global investieren. Dr. Bernhard Jünemann schaut in seiner Kolumne auf die Möglichkeiten von Dividenden-ETFs, die mit ihren regelmäßigen Ausschüttungen gerade in unsicheren Marktphasen mehr Verlässlichkeit ins Portfolio bringen können.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH



## Interview

# „Mit ETFs die Nerven behalten“

**Der Ukraine-Krieg, die Inflation und die Zinswende setzen Vermögensverwaltungen unter Druck. Das gilt auch für die Asset Concepts GmbH aus Bad Neuenahr-Ahrweiler. Geschäftsführer Marc Lessenich und Portfoliomanager Thomas Roche erläutern ihre Strategie mit Indexfonds.**

**Asset Concepts bietet ein breites Spektrum von Vermögensbetreuung. Wer sind Ihre Kunden? Und wie viel Vermögen verwalten Sie?**

**Lessenich:** Wir haben einmal große institutionelle Kunden, wie Versicherungen und Pensionskassen. Für die sind wir als ausgelagerte Manager von Spezialfonds tätig. Daneben betreuen wir Depots für private Kunden, Stiftungen und auch Unternehmen. Insgesamt verwalten wir 600 Millionen Euro. Der Löwenanteil entfällt auf das institutionelle Geschäft. Aber das Privatkundengeschäft hat in den vergangenen zwei Jahren stark an Bedeutung gewonnen.

**In Ihrer Region gab es im vergangenen Sommer eine dramatische Flutkatastrophe. Wie hat sich die bei Ihnen ausgewirkt?**

**Lessenich:** Wir haben uns natürlich auch Sorgen um unsere Kunden gemacht. Fast jeder war irgendwie betroffen. Aber die Kunden haben sich auch um uns gesorgt. Unser Firmensitz war zum Glück nicht stark betroffen, aber für mindestens drei Wochen hatten wir keinen Strom und auch kein Internet. Was das in der heutigen digitalen Welt bedeutet, kann sich jeder leicht ausmalen. Wir mussten daher in ein „Notbüro“ umziehen. Und das haben wir letztlich ganz gut gemeistert, so dass wir bereits am Montag nach der Katastrophe wieder voll funktionsfähig waren.

**Verfolgen Sie eine übergreifende Strategie? Es geht ja immer um Rendite und Risiko, was in diesen immer noch weitgehend zinslosen Zeiten schwierig in der Balance zu halten ist.**

**Lessenich:** Wir glauben nicht, das kurzfristiges spekulatives Handeln langfristig Erfolg bringt. Deshalb lautet unsere Philosophie: größtmögliche Streuung der Assets, höchst-

te Kosteneffizienz und striktes Risikomanagement. Klar ist, dass wir was das Verhältnis Rendite und Risiko angeht, auch nicht zaubern können. Wer in dieser Niedrigzinsphase Geld verdienen will, nach Kosten, Steuern und Inflation, muss eine gewisse Risikobereitschaft zeigen. Konkret heißt das für uns, dass 40 Prozent des von uns verwalteten Vermögens auch risikobereit angelegt werden muss, wenn nachher eine positive Netto-Rendite herauskommen soll. Ein konservatives Portfolio bieten wir konsequenterweise zurzeit auch nicht an. Unser Konzept wurde beispielsweise von der Zeitschrift CAPITAL in unabhängigen Vermögensverwaltertests mehrfach ausgezeichnet.

**Viele reden inzwischen bei aller Risikobereitschaft von Nachhaltigkeit. Ist dieses Thema bei Ihren Kunden schon angekommen?**

**Lessenich:** Definitiv ja, bei institutionellen Kunden aber auch bei vielen privaten Kunden. Wir entsprechen diesem Bedürfnis, indem wir auf ETFs setzen, die nach ESG-Regeln gefiltert werden. Allerdings achten wir darauf, dass die ESG-Filter nicht zu einer zu starken Konzentration innerhalb der ETFs führen, dies würde unseren Ansatz der breiten Streuung aushebeln.

**Dann sind wir schon bei den Instrumenten. Sind ETFs generell das Mittel der Wahl?**

**Roche:** Einzelinvestments und aktive Fonds spielen in unseren Portfolios keine Rolle. Wir investieren ausschließlich in ETFs, zum einen aus Gründen der Kosteneffizienz, zum anderen auch aus Gründen der Performance. Es gibt zahlreiche Studien, die immer wieder bestätigen, dass nur wenige aktive Manager es schaffen, die Märkte zu schlagen, und wenn doch, dann meist auch nur für eine begrenzte Zeit. Uns leitet, was der Gründer von Vanguard

John Bogle, immer gepredigt hat: Kluge Investoren versuchen nicht, den Markt zu schlagen, sondern investieren langfristig in breit diversifizierte Indexfonds. Genau diese Anlagephilosophie ist auch die unsere.

**Nun ist aber nicht jeder Indexfonds gleich Indexfonds. Es gibt unterschiedliche Marktdefinitionen, unterschiedliche Anbieter, unterschiedliche Abbildungsqualitäten. Wie wählen Sie aus?**

**Roche:** Ein großer Vorteil ist nach unserer Ansicht, dass wir an kein Produkt oder keinen Anbieter gebunden sind, sondern uns frei aus der gesamten verfügbaren Palette der ETFs bedienen können. Natürlich haben wir unsere Anforderungen. Die Kosten sollten gering, der Tracking Error klein sein. Wichtig ist auch die Größe der Fonds, sie sollte mindestens 100 Millionen Euro oder Dollar umfassen. Das ist vor allem für institutionelle Kunden extrem wichtig, weil dieser Punkt eine gewisse Garantie ist, dass ein so großer Fonds nicht so schnell wieder geschlossen wird wie ein kleiner. Damit verbunden sind die Liquidität und die Handelbarkeit der Produkte. Was geht an den Börsen um? Wie zuverlässig sind die Market Maker? Danach selektieren wir.

**Ist die Replikationsmethode, ob physisch oder synthetisch, dann zweitrangig?**

**Roche:** Im Prinzip ziehen wir aus Risikoaspekten physische den synthetischen Produkten vor. Aber man muss auch immer darauf schauen, um welchen Markt es sich handelt. Nicht jeder lässt sich physisch zu vertretbaren Kosten replizieren oder bietet andere Vorteile synthetischer Produkte. Wir schauen auch darauf, wo die ETFs aufgelegt werden und ob sie über eine Mindestaktienquote verfügen, um eventuell von steuerlichen Aspekten für Privatanleger profitieren zu können.

**Decken Sie mit den ETFs die ganze Palette der Anlageklassen ab, also neben Aktien und Anleihen auch Rohstoffe oder indirekt Immobilien?**

**Roche:** Wir schließen keine Anlageklasse aus die über ETFs investierbar ist. Zum Teil haben institutionelle Kunden ohnehin gewisse Vorgaben, in was man nicht investieren darf. Daran halten wir uns selbstverständlich.

**Lessenich:** Tendenziell haben wir weniger die Immobilien im Fokus, was daran liegt, dass die meisten unserer privaten Kunden ohnehin Immobilienbesitz haben und den nicht noch über ETFs aufstocken möchten.

**Neben den Standardprodukten gibt es Strategie-ETFs, auch gerne als Smart Beta bezeichnet. Nehmen Sie so etwas in die Depots?**

**Roche:** Wir berücksichtigen auch Strategie-ETFs in unserer Asset Allocation, zum Beispiel Faktorinvestments mit Merkmalen wie Small Caps oder Value. Zusätzlich spielen je nach Marktphase auch Themen-ETFs eine Rolle. Das sind dann aber opportunistische Beimischungen, je nachdem, was gerade attraktiv erscheint.

**Märkte können heftig schwanken, ja regelrecht abstürzen, was wir gerade wieder nach dem russischen Überfall auf die Ukraine sehen. Wie gestalten Sie das Risikomanagement?**

**Roche:** Risikomanagement ist fest in unserer Investmentphilosophie verankert. Da wir ausschließlich in ETFs investieren, wird erst einmal das Risiko einzelner Aktien nivelliert. Außerdem vermeiden wir das Manager-Risiko wie bei einem aktiv gemanagten Fonds. Das Marktrisiko insgesamt wird durch die weltweite Streuung abgedeckt. In der aktuellen Situation gerade hat zum Beispiel der amerikanische Aktienmarkt weniger verloren als der europäische. Schnell rein, schnell wieder raus – das ist nicht unsere Investmentphilosophie. Denn die Gefahr dabei ist, dass man zu spät aussteigt und zu spät auch wieder einsteigt. Wir machen unseren Kunden klar, dass sie eine gewisse Risikobereitschaft und -tragfähigkeit mitbringen sollten, um langfristig eine angemessene Rendite zu erwirtschaften. Wenn es Kunden wünschen, bieten wir auch Sicherungsstrategien gemäß CPPI – Constant Proportion Portfolio Insurance an. Damit wird das maximal mögliche Risiko vorgegeben. Entsprechend wird das Portfolio je nach Marktphase angepasst.

*„ Langfristig orientierte Anleger können auch diese Phase überstehen, wenn sie mit ETFs breit diversifiziert und global aufgestellt sind.“*

**Was erwarten Sie nun für 2022? Es gibt den Krieg in der Ukraine, es gibt heftige Inflationstendenzen und Notenbanken, die eine Zinswende einleiten.**

**Roche:** Generell geben wir keine Prognosen ab. Prognosen sind aus unserer Sicht nicht seriös. Aber, Sie haben recht, die genannten Punkte treiben uns um und werden uns auch in den nächsten Monaten umtreiben, ja vielleicht das ganze Jahr. Die Volatilität wird hoch sein. Unsere Botschaft ist: Nerven behalten. Langfristig orientierte Anleger können auch diese Phase überstehen, wenn sie mit ETFs breit diversifiziert und global aufgestellt sind.

## Kolumne

# Die Kraft der Dividenden.



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

„Wer zur Quelle will, muss gegen den Strom schwimmen“, lautet ein chinesisches Sprichwort. Das hat seine Geltung auch in der Welt der Geldanlage. Der Strom der vergangenen Jahre waren die wachstumsstarken Technologiewerte, die hohe Kursgewinne versprachen und zum größten Teil auch lieferten. Wer gegen den Strom mit soliden, substanzstarken Aktien schwamm, musste kämpfen. Diese Value-Titel waren ziemlich out und hinkten dem breiten Markt meist hinterher. Das galt auch für dividendenstarke Aktien und Fonds, die zwar ordentliche Ausschüttungen und damit berechenbare Werte lieferten, aber eben keine überschäumenden Kursgewinne.

So mancher Analyst propagierte in diesen Zeiten sogar, dass Dividendenausschüttungen besser in Wachstum investiert sein sollten und so langfristig die Profitabilität eines Unternehmens stärken würden. Die besten Wachstumswerte zeichneten sich eben dadurch aus, dass sie keine Dividenden bieten, dafür aber echte Zukunftschancen.

Das ist nicht von der Hand zu weisen und stimmt auch im Growth-Zyklus. Doch Zyklen an der Börse laufen nicht ewig. Sie können urplötzlich enden, und was gestern noch als unumstößlich galt, löst sich in Luft auf. Wenn

die Unsicherheit an den Märkten zunimmt, schlägt in der Regel wieder die Stunde von Value und Substanz, wie man in diesen schwierigen Zeiten erleben kann.

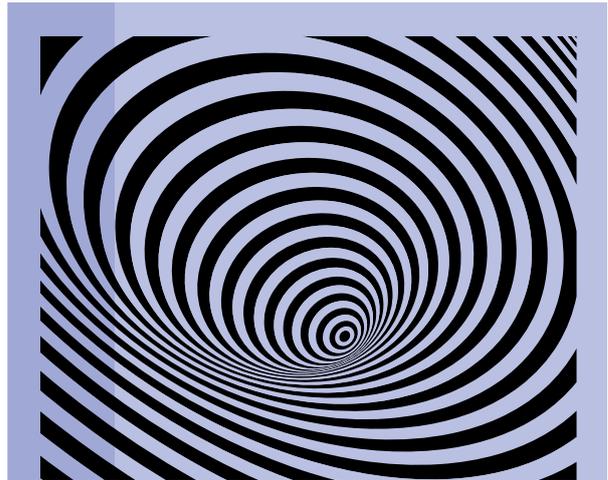
Wohl dem, der frühzeitig seine Strategie antizyklisch ergänzt und wieder Value aufgebaut hat. Denn während die Kurse wackeln, sind Dividendenzahlungen weitgehend sicher. Die 40 DAX-Unternehmen werden in diesem Jahr insgesamt 50,6 Milliarden Euro für das vorangegangene Geschäftsjahr 2021 an ihre Anteilseigner ausschütten, fast 50 Prozent mehr als im Jahr 2021.

Wer von dieser Entwicklung überdurchschnittlich profitieren will, findet im ETF-Markt eine Fülle von speziellen Dividenden-ETFs. Allein 85 solcher Fonds werden in Deutschland angeboten. Als erstes schauen Anleger natürlich auf die Dividendenrendite, die sich aus der Ausschüttung und dem Kaufpreis ergibt. Aber das ist zu kurz gedacht. Wer langfristig investiert, sollte darauf achten, dass die Qualität der Ausschüttungen auch auf Dauer gesichert ist. Dazu gehört, dass Dividenden nicht aus der Substanz bezahlt werden, sondern aus einem ordentlichen Bilanzgewinn. In solchen Fonds sollten zudem Titel sein, die sich durch hohe Dividendenkontinuität auszeichnen, besser noch durch häufige Dividendensteigerungen.

Diese Auswahlkriterien sind in den zugrundeliegenden Dividendenindizes in der Regel berücksichtigt. Dennoch sollte man prüfen, wie die Zusammensetzung im Einzelnen ist und ob sich möglicherweise Klumpenrisiken anbahnen. Das war in der Finanzkrise 2008 für viele solche Fonds fatal, weil dividendenstarke Bankwerte übergewichtet waren.

Mit diesen Vorsichtsmaßnahmen ist es relativ leicht, sich Fonds mit Dividendenstärke zusammenzustellen. Aber sie müssen in eine übergreifende Strategie eingebunden sein. Bewährt ist die Kern- und Satellitenstrategie. Im Kern liegen die soliden und ruhigen Instrumente. Früher waren das vor allem Staatsanleihen mit hoher Bonität und auskömmlichen Renditen. Diese gab es lange nicht mehr, und sie sind auch jetzt erst wieder am Ende des Zinserhöhungszyklus zu erwarten. Deshalb sind zurzeit dividendenstarke ETFs die beste Alternative. Sie werden möglichst lange gehalten. Für Anlegerinnen und Anleger ist vor allem die Dividendenrendite zum Kaufzeitpunkt entscheidend. Dann können die Kurse auch zwischendurch mal abrutschen. Psychologisch tragen die sicheren Ausschüttungen zur Gelassenheit bei.

Zugegeben, Dividendenrenditen von fünf Prozent reichen inzwischen angesichts der Inflationsentwicklung nicht mehr aus, um die Geldentwertung zu kompensieren. Aber auf jeden Fall kräftigen Sie die Rendite eines Depots. Wenn sich die Inflation beruhigt und die Konjunktur einigermaßen robust bleibt, sollten sich auch die Kurse wieder fangen. Dann sollte die Aktienanlage wieder im Durchschnitt acht Prozent Rendite pro Jahr erreichen und ordentlich zum Vermögensaufbau und zur Vermögenssicherung beitragen.



*„Dividendenrenditen von fünf Prozent reichen inzwischen angesichts der Inflationsentwicklung nicht mehr aus, um die Geldentwertung zu kompensieren.“*

# Erholung im Bärenmarkt.

Der Krieg in der Ukraine, explodierende Inflationsdaten, steigende Zinsen, zunehmende Konjunktursorgen – die Märkte mussten im März eine ganze Reihe negativer Faktoren verarbeiten. Trotzdem gab es nach den Kursstürzen im Februar vielfach Gegenbewegungen, so dass der März meist positive Vorzeichen aufwies.

Am stärksten profitierte der Nikkei-Index in Japan mit fast fünf Prozent. Gleich danach probten die US-Märkte die Erholung. 3,6 Prozent schaffte der S&P 500 und 3,4 Prozent der Nasdaq Composite. In Europa konnte der STOXX Europe 50 mit Ländern außerhalb der Eurozone noch 1,9 Prozent zulegen, während der EURO STOXX 50 0,6 Prozent verlor. Der DAX beendet den Monat mit einem kleinen Verlust von 0,3 Prozent. Stärker litten die Schwellenländer, zu denen ja auch Russland zählt. Der MSCI Emerging Markets erzielte so ein Minus von 2,5 Prozent. Größter Verlierer war China mit dem Shanghai Composite und einem Minus von sechs Prozent. Hier machte sich die Null-Covid-Strategie der chinesischen Regierung mit strikten Lockdowns negativ bemerkbar.

## Europäischer ETP-Markt.



Quelle: Morningstar

## Zahlen und Fakten.

# 2.485

Die Zahl der ETPs legte weiter zu, um 2 Prozent auf nunmehr 2.485 Produkte.

# 1,4

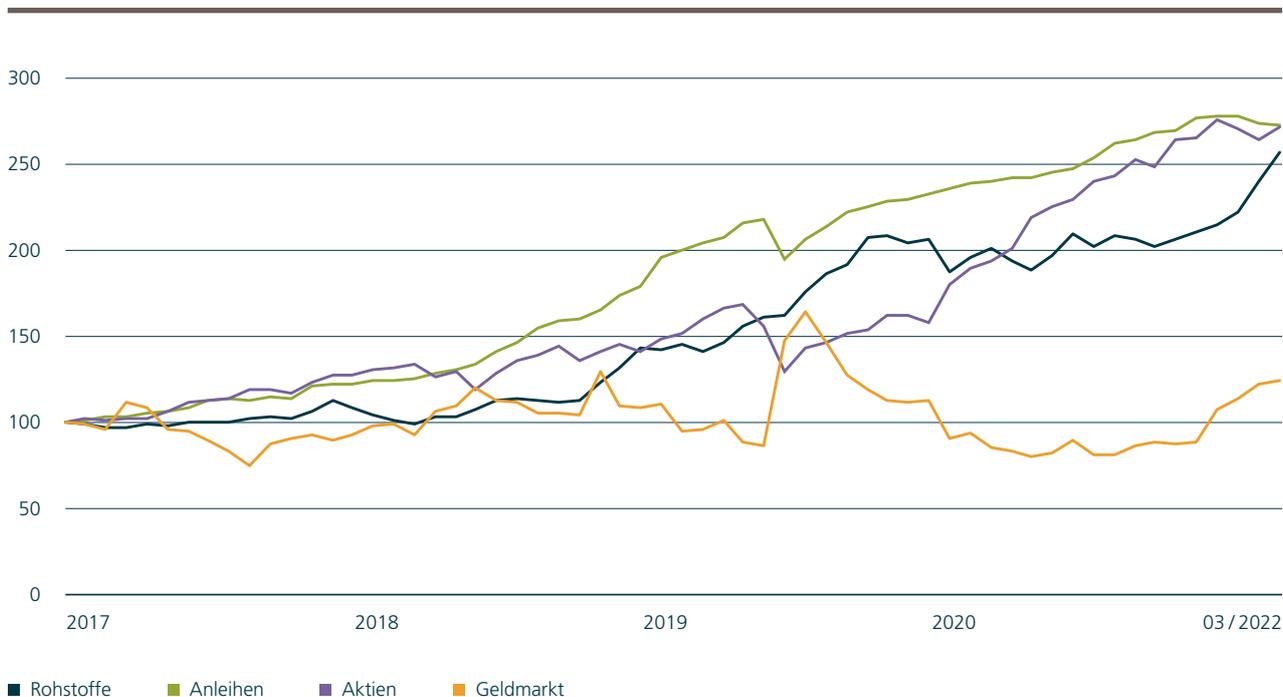
Die AuM legten um 2,5 % zu und schafften mit 1,4 Billionen Euro sogar wieder einen Rekord.

Trotz aller Krisen gewann der Goldpreis mit 1,5 Prozent nur moderat. Bei den Anleiherenditen ging es weiter aufwärts, mit den Kursen entsprechend abwärts. Für zehnjährige Bundesanleihen gab es zuletzt wieder 0,6 Prozent. Der Bundfuture als Maß für den Rentenmarkt verlor fünf Prozent. Der Ölpreis wie auch die meisten anderen Rohstoffe zogen weiter an. Für die Sorte Brent betrug das Plus 6,9 Prozent. Bei den Währungen, mal abgesehen vom Rubel, blieben die Bewegungen in engen Grenzen. Der Dollar befestigte sich gegenüber dem Euro um 1,4 Prozent.

Auf dem Markt für Exchange Traded Products, also Notes und Fonds tummelten sich an der Spitze vor allem einzelne Rohstoffe und Kryptowährungen, die über ETCs – oft gehebelt – abgebildet werden. Bei den klassischen Fonds, also ETFs, waren auch Rohstoffe und Energie die treibenden Faktoren. Breite Körbe mit Minenwerten oder Industriemetallen konnten sich um zwölf Prozent verbessern. Unter den Länder-ETFs ragte die Region Lateinamerika heraus. Hier gab es Gewinne um die 15 Prozent. Auch andere rohstoffreiche Länderindizes profitierten. Zwölf Prozent ging es für Australien und Neuseeland nach oben.

Die Verliererseite war klar durch Russland geprägt. Verschiedene Indizes auf diesen Markt brachen bis zu fünfzig Prozent ein. Moderater ging es bei chinesischen Indizes abwärts. Sie verloren je nach Ausstattung zwischen acht und elf Prozent.

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



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Rohstoffe führten die einzelnen Anlagekategorien an. Edelmetalle attrahierten 4,2 Milliarden Euro. Für US-Standardaktien gab es einen Zufluss von 2,4 Milliarden. 2,1 Milliarden Euro entfielen auf globale Aktienstandard-

werte. US-Staatsanleihen wurden mit 1,3 Milliarden Euro bedacht. Für die globalen Schwellenländer-Anleihen waren es 1,1 Milliarden Euro.

## Zahlen und Fakten.

123,1

Die Rohstoffe steigerten ihre AuM um 7,1 Prozent auf 123,1 Milliarden Euro.

959,3

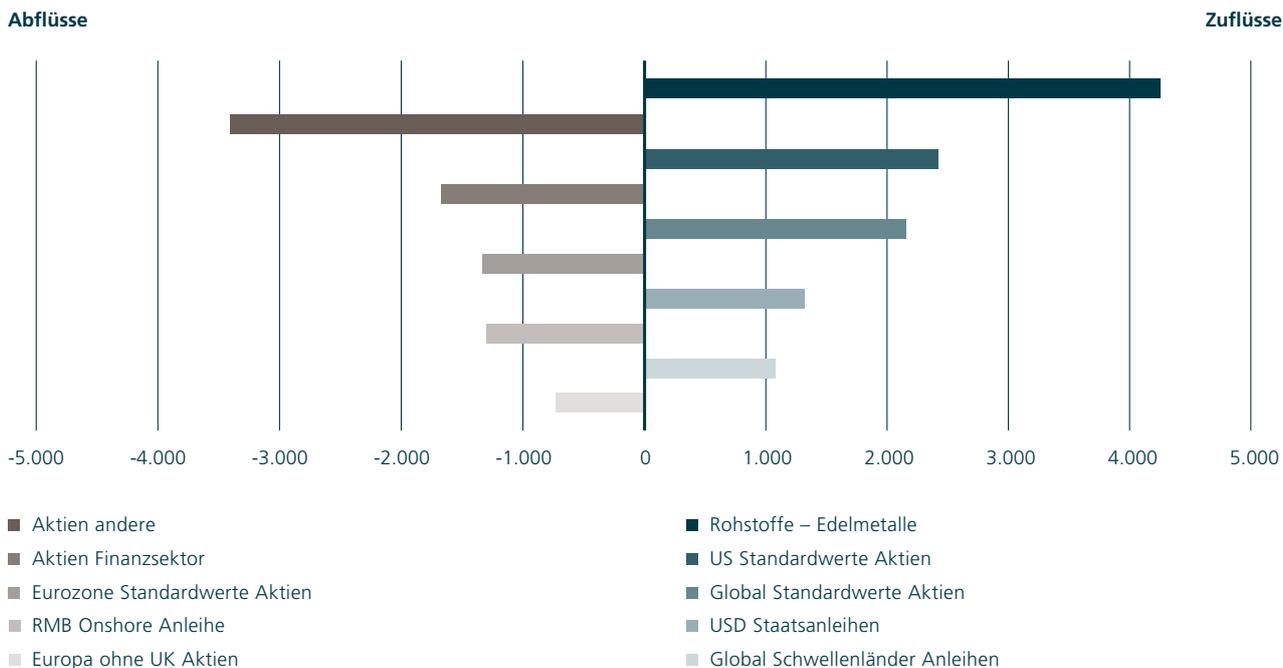
Die Aktien legten nur um 2,7 Prozent auf 959,3 Milliarden Euro zu.

303,9

Die Anleihen verloren 0,4 Prozent auf 303,9 Milliarden Euro.

4,4

Der Geldmarkt verbesserte sich um 1,5 Prozent auf 4,4 Milliarden Euro.



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Die Verliererliste begann mit kleineren Aktien außerhalb der großen Standardindizes. Für sie gab es 3,4 Milliarden Euro Nettomittel weniger. Aktien des Finanzsektors mussten auf 1,7 Milliarden Euro verzichten. Standardaktien der Eurozone verloren 1,3 Milliarden Euro. Ebenfalls 1,3 Milliarden Euro flossen aus chinesischen Inlandsanleihen auf Renminbi ab. Europäische Aktien ohne Großbritannien verringerten ihre Nettomittel um 713,3 Millionen Euro.

### Nettomittelzuflüsse.

Rohstoffe führten die einzelnen Anlagekategorien an. Edelmetalle attrahierten 4,2 Milliarden Euro. Für US-Standardaktien gab es einen Zufluss von 2,4 Milliarden. 2,1 Milliarden Euro entfielen auf globale Aktienstandardwerte. US-Staatsanleihen wurden mit 1,3 Milliarden Euro bedacht. Für die globalen Schwellenländer-Anleihen waren es 1,1 Milliarden Euro.

### Marktkommentar: Vorsicht vor negativen Überraschungen

So sehr auch Anlegerinnen und Anleger in der Erholungsphase Mut zeigten, es steht zu befürchten, dass es sich nur um typische Bärenmarktallies handelte, wie Chartanalysten und -analytinnen solche Bewegungen bezeichnen. Die anfangs identifizierten Ein-

flussfaktoren können jederzeit für neue Kursverluste sorgen. Deshalb heißt es für die Anlagezene generell: Vorsicht, diese Baisse ist noch nicht ausgestanden. Krieg, Inflation und Notenbanken dürften noch manch negative Überraschung parat haben.



## Makro Research

# Tristes Frühjahr.



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Noch ist kein Ende der bedrückenden Kriegsgeschehnisse in der Ukraine in Sicht. Weitere Sanktionen gegen Russland als Reaktion auf die Gräueltaten gegenüber der ukrainischen Zivilbevölkerung sind schon beschlossen. Das Risiko für ein westliches Embargo gegenüber russischen Rohstoffexporten ist gestiegen. Generell lasten viele konjunkturelle, inflationäre und mithin geldpolitische Unsicherheiten auf den Kapitalmärkten. Daher ist nach wie vor von ungewöhnlich starken Kursschwankungen auszugehen. Die Entwicklung neuer belastbarer Trends an den Börsen dürfte wohl noch einige Zeit auf sich warten lassen.

Die konjunkturellen Belastungen betreffen vor allem Europa. Anhand der vorliegenden Befragungsindikatoren zeigt sich eine noch relativ ordentliche Lagebeurteilung der Unternehmen. Immerhin stützen die Lockerungen nach dem Corona-Winter und die daraus resultierende Erholungsbewegung. Die Zukunftserwartungen erlebten in den letzten Wochen freilich zum Teil historische Einbrüche. Hier mischen sich die aktuellen Einschränkungen infolge der Sanktionen gegenüber Russland mit den Sorgen über das mögliche Ende der Rohstofflieferungen, vor allem von Gas. Im Falle der Verhängung eines Gasembargos gegenüber Russland

würde die deutsche Volkswirtschaft im kommenden Winter sicherlich in eine Rezession rutschen.

Zu all dem kommen noch die hohen Inflationsraten hinzu. Vor allem die Energiepreise haben in Euroland die Inflationsrate im März auf über 7 % getrieben. Für die Europäische Zentralbank (EZB) ist die Kombination von Abwärtsrevisionen bei den Konjunkturprognosen und Aufwärtsrevisionen bei den Inflationsprognosen eine besondere Herausforderung. Die Rentenmärkte haben ihre Botschaft gesendet: Die Zinswende ist im Gange, und negative Renditen deutscher Bundesanleihen gehören der Vergangenheit an. So dürfte die EZB die Anleihekaufprogramme bis zum Herbst wie angekündigt beenden und Ende 2022 eine erste Zinserhöhung vornehmen.

Die Herausforderung für die US-Notenbank Fed ist nicht minder groß. Indes spielen hier maßgeblich binnenwirtschaftliche Faktoren für die Geldpolitik eine Rolle. Die US-Konjunktur ist im Zyklus weiter vorangeschritten, es bestehen erkennbar Anspannungen am Arbeitsmarkt, die zusammen mit der Preisdynamik im Wohnimmobiliensektor die Inflationsgefahren schüren. Somit ist ein forcierter geldpolitischer Straffungskurs angezeigt. Kräftige 50 Basispunkte-Zinserhöhungen stehen auf der unmittelbaren Agenda. Die Fed wird im kommenden Jahr mit Ihrem Leitzins wohl sogar in den leicht restriktiven Bereich vorstoßen.

Ob in der anstehenden geldpolitischen Normalisierung die EZB um ein Stagflationsszenario und die Fed um eine Anpassungsrezession herumkommen, ist noch keine ausgemachte Sache. Sicher erscheint jedoch trotz der zu erwartenden Zinsanstiege, dass die Renditen sicherer, festverzinslicher Geldanlagen nach Abzug der Inflation weiter im Minus liegen werden.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Deutschland: Inflation 2022 bzw. 2023: 6,8 % bzw. 3,3 % (bisher: 5,5 % bzw. 2,5 %) bzw. 2023: 6,3 % bzw. 1,7 % (bisher: 5,8 % bzw. 1,4 %).
- Euroland: BIP 2023: 2,3 % (bisher: 2,4 %); Inflation 2022 bzw. 2023: 6,6 % bzw. 3,2 % (bisher: 5,4 % bzw. 2,5 %).
- USA: BIP 2022 bzw. 2023: 2,8 % bzw. 1,9 % (bisher: 3,0 % bzw. 2,3 %); Inflation 2022
- Euroland: Anhebung der Renditeprognosen.
- USA: Höhere Leitzinsprognosen bis Ende 2023.
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognose China, deutliche Abwärtsrevisionen für Russland und die Ukraine.

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Der deutschen Volkswirtschaft bläst ein Sturm ins Gesicht. Zu den starken Lieferengpässen und den massiven Preisniveausteigerungen tritt nun auch der Krieg in der Ukraine. Dieser verschärft diese Problembereiche weiter. So berichten wieder deutlich mehr Industrie- und Bauunternehmen über Behinderungen durch Materialmangel. Gleichzeitig dämpft die Inflation die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern. In den Stimmungsindikatoren zeigt sich dies in rekordverdächtigen Rückgängen, in den harten Indikatoren, die mit Verzögerung publiziert werden (aktuell Februar), allerdings noch nicht. Die bis einschließlich März vorliegenden hochfrequenten Indikatoren zeigen immerhin noch Konjunkturimpulse durch die auslaufenden Corona-Maßnahmen, die ein Gegengewicht zu den Belastungen bilden.

**Prognoserevision:** Inflation 2022 bzw. 2023: 6,8 % bzw. 3,3 % (bisher: 5,5 % bzw. 2,5 %).

### Euroland.

Mittlerweile liegen die wichtigsten Frühindikatoren für den März vor und damit die ersten Informationen über die Reaktionen der Unternehmen und Haushalte auf den Krieg in der Ukraine. Sie signalisieren eine Verringerung der Konjunkturdynamik, jedoch kein vollständiges Abbremsen, das vergleichbar wäre mit der Situation zu Beginn der Corona-Pandemie im ersten Quartal 2020. Durch den Krieg sind neue Probleme für die Konjunktur entstanden, und bestehende Probleme werden verschärft. Dazu gehört die hohe Inflation. Mit 7,5 % erreichte die EWU-Inflationsrate im März ein Allzeithoch. Hauptverantwortlich war die Energiepreisentwicklung mit einem Plus von 44,7 %.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2023: 2,3 % (bisher: 2,4 %); Inflation 2022 bzw. 2023: 6,6 % bzw. 3,2 % (bisher: 5,4 % bzw. 2,5 %).

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Der Krieg in der Ukraine trifft die US-Wirtschaft nur indirekt und mit geringerer Wucht als Europa. Dennoch sind auch hier die Energiepreise stark angestiegen und zeitverzögert ist mit höheren Nahrungsmittelpreisen zu rechnen. Daher haben wir unsere Inflationsprognose erneut nach oben revidiert. Die Bilanzen der privaten Haushalte sind zwar in guter Verfassung, aber die Sparquote ist relativ niedrig. Daher sorgt der Kaufkraftverlust für eine schwächere Konsumententwicklung. Die Zentralbank hat nach der kürzlich erfolgten Leitzinswende ihre Bereitschaft zu einer noch rascheren geldpolitischen Straffung bekundet. Auch dies dämpft den Wirtschaftsausblick für die zweite Jahreshälfte.

**Prognoserevision:** Bruttoinlandsprodukt 2022 bzw. 2023: 2,8 % bzw. 1,9 % (bisher: 3,0 % bzw. 2,3 %); Inflation 2022 bzw. 2023: 6,3 % bzw. 1,7 % (bisher: 5,8 % bzw. 1,4 %).

## Märkte Industrieländer.

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Vor dem Hintergrund sehr hoher und zuletzt unerwartet stark gestiegener Inflationsraten bekräftigt die EZB ihre Absicht einer schrittweisen Normalisierung ihrer Geldpolitik. Angesichts der derzeit erhöhten Unsicherheit will sie über das Tempo dieser Anpassungen jedoch erst im Zeitablauf und in Abhängigkeit von der makroökonomischen Datenlage entscheiden. Ihre Rhetorik deutet darauf hin, dass eine breite Mehrheit der Ratsmitglieder eine möglichst baldige Einstellung der Nettoanleihekäufe befürwortet. Dies dürfte jedoch noch nicht zu einer signifikanten Abnahme der Überschussliquidität am Geldmarkt führen, da die EZB Rückflüsse aus fällig werdenden Anleihen weiterhin wiederanlegt. Demgegenüber werden zukünftige Leitzinserhöhungen im EZB-Rat kontroverser diskutiert, sodass sich die hervorgehobene Optionalität der Geldpolitik vor allem an dieser Stelle auswirken dürfte. Wir gehen von Zinsschritten in größeren zeitlichen Abständen aus und rechnen daher mit einem langsameren Anstieg der €STR- und EURIBOR-Sätze, als derzeit von den Geldmarktfutures vorgezeichnet wird.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

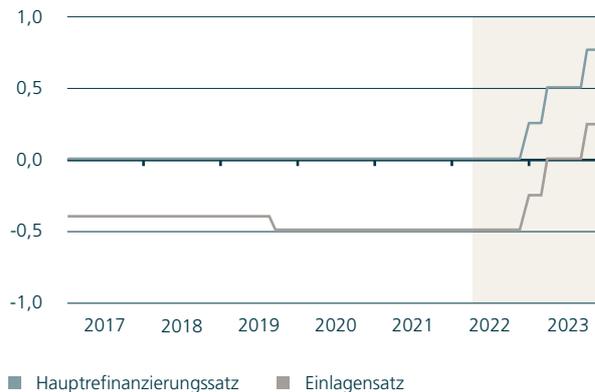
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

## Rentenmarkt Euroland.

Der Anstieg der Renditen von Bundesanleihen in den vergangenen Wochen ging vor allem von den kurzen Laufzeitbereichen aus, weil die Marktteilnehmer ihre Erwartungen über bevorstehende Leitzinserhöhungen der EZB nach oben korrigiert haben. Unseres Erachtens gehen sie für die nächsten ein bis zwei Jahre mittlerweile jedoch von einer zu schnellen Straffung aus. Insofern sollte der Renditeanstieg kurzlaufender Bundesanleihen zwischenzeitlich zum Halten kommen. Demgegenüber hat sich das lange Ende der Bundkurve noch nicht ausreichend an die höheren Inflationserwartungen sowie die Aussicht auf eine steigende Staatsverschuldung und wegfallende Nettoanleihekäufe der EZB angepasst. Wir sehen hier daher weiteres Aufwärtspotenzial für die Renditen, sobald die vom Krieg in der Ukraine ausgehende Flucht in Qualität nachlässt.

**Prognoserevision:** Anhebung der Renditeprognosen.

## Devisenmarkt: EUR – USD.

Seit Anfang März bewegt sich der EUR-USD-Wechselkurs zwischen 1,09 und 1,11 und dürfte vorerst auf diesem tiefen Niveau verbleiben. Der US-Dollar profitiert vom zunehmenden Zinsvorsprung der USA angesichts der Erwartung eines straffen Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank Fed. Denn auch die jüngsten, starken US-Arbeitsmarktdaten untermauern die mittelfristigen Inflationsrisiken in den USA und lassen für den Leitzins der Fed bereits Anfang 2023 mit 2,50-2,75 % ein leicht restriktives Niveau erwarten. Für die EZB rechnen wir dagegen ab Ende 2022 mit deutlich moderateren Leitzinserhöhungen. Schließlich lastet auch die mit dem Russland-Ukraine-Krieg verbundene hohe Unsicherheit stark auf dem Euro. Insofern scheint eine Euro-freundlichere Perspektive erst mittelfristig möglich.

## Aktienmarkt Deutschland.

Die deutschen Unternehmen leiden unter den Folgen des Russland-Ukraine-Kriegs. Das aktuelle Geschäftsumfeld hat sich zwar nur moderat eingetrübt, dafür sind die Geschäftsaussichten unsicherer geworden. Es belasten die stark gestiegenen Preise für Rohstoffe und Vorprodukte sowie die schwieriger werdende Versorgungslage, welche sich – je nach Sanktionsentwicklung – vor allem für die in Deutschland produzierenden Unternehmen nochmals erheblich verschärfen könnte. Dass sich der DAX dennoch sehr dynamisch erholen konnte, liegt vor allem an den ausreichend stabilen globalen Wachstumsperspektiven, einer – aller Belastungen zum Trotz – weitgehend stabilen Unternehmensgewinnentwicklung sowie der weiterhin moderaten Bewertung. Angesichts der geopolitischen Unwägbarkeiten und der bereits starken Kurs-erholung im März ist das Kurspotenzial begrenzt. Es gilt weiter, mit Vorsicht zu agieren und auf hohe Kursschwankungen vorbereitet zu sein.

## Bundesanleihen: Renditen.

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	06.04.2022	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	14.151,69	15.000	14.500	15.500
<b>EURO STOXX 50</b>	3.824,69	4.050	4.000	4.100
<b>S&amp;P 500</b>	4.481,15	4.400	4.450	4.400
<b>Topix</b>	1.922,91	1.950	1.900	2.050

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Die Risikoaufschläge an den Kreditmärkten sind Anfang April wieder auf das Niveau von vor dem Kriegsausbruch zurückgefallen. Das ist bemerkenswert, da sich durch Konjunkturabschwächung, Materialengpässe und teils drastisch gestiegene Einkaufspreise als Kriegsfolge die Geschäftsaussichten für viele Unternehmen vor allem in Europa deutlich eingetrübt haben sollten. Allerdings waren die Spreads zuvor schon kräftig angestiegen, nachdem die sehr hohen Inflationsraten und Inflationserwartungen die Notenbanken zur Änderung ihrer sehr expansiven Kurse gezwungen hatten. Zusammen mit dem allgemeinen Zinsanstieg weisen Unternehmensanleihen im bisherigen Jahresverlauf daher deutliche Total Return-Verluste aus. Auf dem spürbar erhöhten Renditeniveau gibt es aber wieder Kaufinteresse, vor allem Neuemissionen sind stark gefragt.

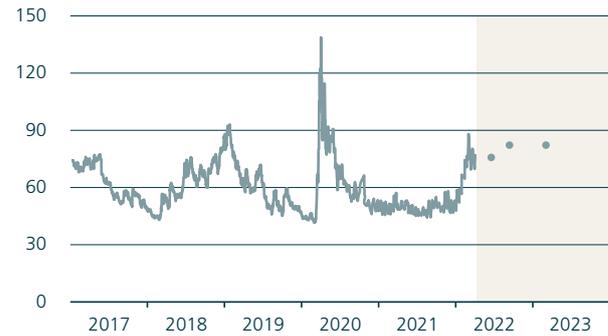
## Emerging Markets.

### Märkte.

Schwellenländeranlagen waren in den vergangenen Monaten mit dem massiven Anstieg der US-Renditen und dem Angriff Russlands einer doppelten Belastung ausgesetzt. Der Einbruch russischer Staatsanleihen und des Rubels haben vor allem in den Rentensegmenten zu Verlusten geführt, die nach dem Ausschluss Russlands aus den Indizes auch nicht mehr aufgeholt werden können. Insgesamt haben sich EM-Anlagen aber zuletzt weitgehend stabil gezeigt. Die meisten anderen Währungen konnten sich gegenüber dem US-Dollar sogar etwas befestigen, die Spreads von Hartwährungsanleihen sind gesunken und die Renditen von Inlandswährungsanleihen sind viel weniger stark gestiegen als die von US-Staatsanleihen. Hier spiegelt sich wider, dass viele Schwellenländer im Leitzinsanhebungszyklus bereits weit fortgeschritten sind. Zudem profitieren einige Schwellenländer von gestiegenen Rohstoffpreisen. Die moderate Kursbewegung an den Aktienmärkten der Schwellenländer unterstreicht, dass die Bewertungen der Märkte mittlerweile auf niedrigen Niveaus angekommen sind. Gleichzeitig stellen sich die Gewinnperspektiven weiterhin gut dar.

## iTraxx Europe.

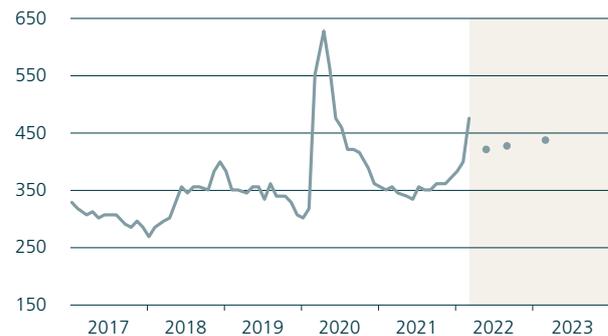
### Basispunkte



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 Positivszenarios erhöht.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Globales Wachstum wird durch geopolitische Entwicklung und geldpolitische Normalisierung gedämpft.
- Russland-Ukraine-Krieg bzw. die daraus resultierenden wirtschaftlichen Sanktionen führen vor allem in Europa zu verstärkten Lieferkettenproblemen und Rohstoffknappheit, insbesondere bei Energierohstoffen.
- Anhaltend hohe Energiepreise, Produktionsstopps und Verunsicherung bremsen spürbar die konjunkturelle Dynamik in Euroland. Erholung im Verlauf von 2023.
- US-Wirtschaft wächst robust. Steigende Zinsen und hohe Energiepreise führen zu etwas geringerem Wachstumstempo.
- Notenbanken beginnen mit der Straffung ihrer Geldpolitik, um dauerhaft höhere Inflationsraten zu verhindern, nehmen dabei jedoch auf die fragile Konjunktur Rücksicht
- Staatliche Mehrausgaben für Verteidigung, Investitionen zur Klimawende und Digitalisierung lassen öffentliche Verschuldung weiter steigen.
- Verstärkte staatliche Regulierung in China geht zulasten des privaten Sektors. Wachstum pendelt sich bei knapp 5 % ein.
- Inflationsraten gehen nur mit Verzögerung wieder zurück und bleiben danach im Bereich der bzw. leicht oberhalb der Inflationsziele der Notenbanken.
- Aktienmärkte zunächst wegen Verunsicherung durch Krieg und kurzfristigem Wachstumsrückgang sehr schwankungsanfällig. Mittelfristig profitieren sie von globalem Wachstum und hoher Profitabilität der Unternehmen. Gesamtertragserwartungen für Rentenanlagen bleiben begrenzt, lediglich risikoreichere Segmente sind attraktiv.
- Zinsanstieg wird langsam verlaufen. Kaufkraftherhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch bei breit gestreuter Wertpapieranlage, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Ausweitung des Russland-Ukraine-Kriegs auf weitere Länder. Ost-West-Konfrontation verringert positive Wachstumswirkung der Globalisierung.
- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen zu anhaltend höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer restriktiven Geldpolitik gezwungen, die das Wachstum ausbremst und im Extremfall sogar eine Rezession auslöst.
- Spürbare, lang anhaltende Wachstumsabschwächung in China, bspw. ausgelöst durch eine nationale Immobilienkrise.
- Wirkung der Impfungen verpufft wegen resistenter Coronavirus-Mutationen. Langanhaltende globale Pandemie verursacht wiederkehrende großflächige Stillstände. 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.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Einfrieren des Russland-Ukraine-Konflikts führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Corona-Pandemie ebbt 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 dauerhaft höhere 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.
- 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)