

# ETF-Newsletter Wertarbeit

## Rückkehr der Zinsen – ohne reale Erträge?

August 2022

Neue Perspektiven für mein Geld.

**Deka**  
Investments

### Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

im Juli haben die Märkte eine kleine Sommerrally hingelegt, wie unser ETF-Monitor nachzeichnet. Dem stehen weiterhin triste Konjunkturaussichten gegenüber, befeuert von kriegsbedingter Teuerung, hohen Energiepreisen sowie klimabedingten Hemmnissen z.B. durch Niedrigwasser – mit Negativeffekten für die Lieferketten. Daher mutmaßt Deka Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater, dass die deutsche Volkswirtschaft zumindest um eine technische Inflation nicht herumkommen wird. Für die US-Volkswirtschaft sind die Aussichten moderat positiver, hier rechnet der Ökonom mit einer schwachen Expansion der gesamtwirtschaftlichen Aktivität, aber nicht mit einer spürbaren Rezession.

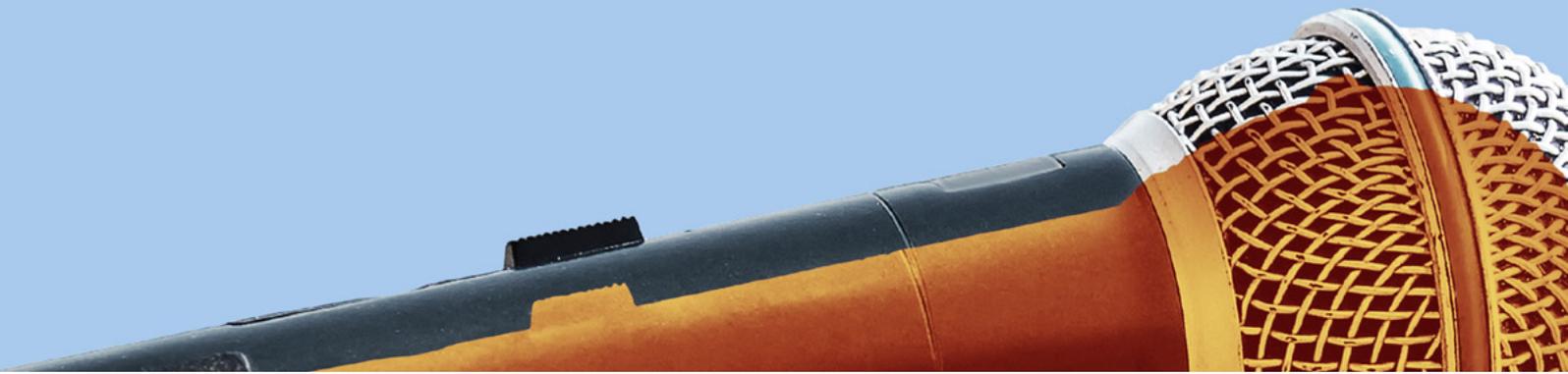
Wie können Anleger in diesem Marktkontext agieren? Dr. Bernhard Jünemann untersucht in seiner Kolumne die vermeintlich gestiegene Attraktivität von Renten-Investments im Zuge der ersten Zinsanhebungen. Dabei lenkt er das Augenmerk auch auf die Gefahren, da die noch immer niedrige Verzinsung die aktuelle Inflation bei weitem nicht ausgleicht. Für wichtiger hält er den Effekt, dass Tagesgeld, Festgeld oder kurzfristige Anleihen wieder Zinsen bieten, was das Parken von Liquidität wieder erleichtert. Im Interview beschreibt Jürgen Böhlen, Fondsmanager bei der zur Lloyds Fonds AG gehörenden MFI Asset Management, die Best-of-Two-Strategie, mittels derer das auf institutionelle Anleger spezialisierte Fondshaus zwei Anlageklassen gegeneinander laufen lässt und jeweils die Klasse mit dem besseren Chance-Risiko-Profil Übergewichtet. Die Strategie setzen Böhlen und Kollegen großteils mit Hilfe von ETFs um. Trotz der weitgehenden Flexibilität mahnt er in der aktuellen Situation zum Abwarten einer Bodenbildung – und bleibt bei Aktien vorläufig untergewichtet.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH



## Interview

# „Renten oder Aktien? – Immer das Beste aus zwei Welten.“

**Die MFI Asset Management GmbH gehört zur Konzernfamilie der Lloyds Fonds AG und konzentriert sich auf institutionelle Kunden. Jürgen Böhlen ist für das Fondsmanagement zuständig. Er erläutert den Einsatz von ETFs für die Best-of-Two-Strategie.**

### **Gibt es für Ihr Asset Management so etwas wie eine übergreifende Philosophie?**

Unsere grundsätzliche Philosophie ist einfach erklärt: Verluste minimieren, Chancen nutzen. Unsere Strategien sollen ein asymmetrisches Risiko-Ertragsprofil verwirklichen. Was heißt das? Der Kunde soll mehr an Kurssteigerungen partizipieren als bei Verlusten effektiv verlieren. Ich vergleiche das gerne mit einem Kletterer oder Wanderer. Wir nehmen mit unseren Kunden immer die sichere Route. Die dauert in der Regel etwas länger, der Ertrag kann auch etwas geringer sein. Aber wir kommen auf jeden Fall sicher ans Ziel. Speed-Klettern, also höchster Ertrag mit höchstem Risiko, ist nicht unsere Sache.

### **Entspricht das genau dem Bedürfnis Ihrer Kunden? Das sind ja überwiegend Institutionelle.**

Unsere Kunden sind Stiftungen, Versorgungswerke, Pensionskassen und Versicherungen. Da gibt es natürlich unterschiedliche Anforderungen, aber für alle gilt, dass die sichere Vorgehensweise für sie höchste Priorität hat. Wir gehen den Weg also gemeinsam und gesichert. Dabei setzen wir immer auf Risikokontrolle.

### **Verluste sind bei Ihrer Philosophie nicht ausgeschlossen. Wie viel Verlust müssen die Kunden bereit sein zu ertragen?**

Das können wir nicht generell festlegen, das ist marktabhängig. Aber wir versprechen, eine Minimierung der Ver-

luste. Zur Umsetzung nutzen wir unsere Best-of-Two-Strategie. Dazu lassen wir zwei Anlageklassen gegeneinander laufen, zum Beispiel Aktien gegen Renten. Wir sind in der Klasse investiert, die auf Sicht einer Periode, in der Regel von einem Jahr, das bessere Chance-Risiko-Profil verspricht, bieten also das Beste aus diesen beiden Welten.

### **Ist das immer so klar zu analysieren? Es gibt ja Marktphasen, in denen praktisch alles fällt.**

Zugegeben, solche Märkte gibt es, und die haben wir auch in den letzten Monaten gehabt, in denen sogar Anleihen bis zu zehn Prozent verloren haben. Entscheidend ist aber, welche der Anlageklassen bezogen auf eine Benchmark besser performt. Unsere Kunden sind in der Regel Benchmark-orientiert. Das gilt auch im fallenden Markt. Im Übrigen können wir bei den Anlageklassen Cash gegen Aktien oder Renten laufen lassen. Und Cash kann eben in bestimmten Marktphasen King sein.

### **Nutzen Sie auch andere Anlageklassen, zum Beispiel Rohstoffe?**

Wir haben die Best-of-Two-Strategie praktisch für alle Anlageklassen durchgerechnet. Da kann man schon sehr differenzieren, also zum Beispiel langfristige gegen kurzfristige Anleihen. Wir haben Gold gegen Aktien, Cash oder Renten laufen lassen. Bei Rohstoffen allgemein funktioniert unsere Strategie nicht so gut, weil Rohstoffe bezogen auf unsere Ein-Jahres-Periode oft zu kurzlebige Trends aufweisen. Ganz im Gegenteil zu Aktien gegen Renten.

### **Setzen Sie diese Strategien mit allen Regionen um?**

Man kann alle Regionen einbeziehen und somit global agieren. Entscheidend ist aber immer, dass es für die Regionen auch die geeigneten Instrumente gibt.

### **Welche Instrumente bevorzugen Sie? Sie können ja mit Einzelinvestments direkt agieren, also auf bestimmte Aktien oder Renten setzen. Sie können Fondslösungen wählen, ob aktiv oder passiv. Und schließlich können sie Strategien auch mit Derivaten abbilden.**

Im Prinzip nutzen wir alles. Am wichtigsten sind aber die Präferenzen der Kunden. Stiftungen zum Beispiel haben bestimmte Kriterien, die einzelne Unternehmen oder Branchen ausschließen. Daran müssen wir uns halten. Manche schließen grundsätzlich Derivate aus. Wo möglich, nutzen wir gerne ETFs. Die sind sehr liquide und erlauben schnelle Anpassung der Quoten von Anlageklassen.

### **Wie hoch ist dann der ETF-Anteil bezogen auf ihre genutzten Instrumente?**

Im Großen und Ganzen entfällt etwa die Hälfte unserer Assets auf ETFs.

### **Wie wählen Sie die ETFs aus? Es gibt ja in der Regel für bestimmte Indizes mehrere Anbieter.**

Auch hier ist zunächst die Präferenz der Kunden wichtig. Manche benötigen für Ihre Zwecke ordentliche Ausschüttungen. Also setzen wir ETFs ein, die diese bieten. Andere präferieren physische Replikation. In so einem Fall meiden wir synthetische ETFs. Für unsere Best-of-Two-Strategien nutzen wir überwiegend reine Indexprodukte, weil wir auch immer genau das Ergebnis unserer Strategie haben möchten.

### **Meiden Sie dann generell Themen-ETFs, zum Beispiel mit Merkmalen wie Value, Growth, Low Volatility oder Dividendenstärke?**

Nein, solche Themen greifen wir auf. Sie müssen aber zu den Benchmarkzielen passen, also dazu beitragen, dass wir diese Ziele auch erreichen.

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

Das ist für uns nichts Neues. Kirchliche Stiftungen zum Beispiel verlangen schon seit langem Nachhaltigkeit. Dazu brauchte es für uns nicht den aktuellen Nachhaltigkeitsboom. Wir richten uns dazu klar auf die Kundenwünsche aus.

### **Lassen Sie uns weitere Auswahlkriterien analysieren. Sie betonen ja, dass man mit ETFs Asset-Quoten gut steuern kann. Also achten Sie vor allem auch auf Volumen und Liquidität der Instrumente.**

Natürlich, Liquidität ist zurzeit in dieser angespannten Marktsituation ein sehr wichtiges Kriterium. Dann geht es um die Abbildungsqualität eines Index. Wir schauen uns die Performance der einzelnen Produkte genau an. Wenn es auffällige Abweichungen gibt, fragen wir: Liegt es an den Gebühren, sind es steuerliche Aspekte oder vielleicht nur Einmal-Effekte? Das wollen wir immer ganz genau wissen.

### **Lassen Sie uns ihr Risikomanagement genauer unter die Lupe nehmen. Ihre Best-of-Two-Strategie ist ja in gewisser Weise weitgehend prognosefrei. Passen Sie also nicht an, wenn sich die Marktsituation ändert?**

Doch, wir agieren marktgerecht. Wir wollen die Anlageklasse mit der besseren Performance. Die Anlageklasse, die schlechter performt, wird reduziert, die mehr verspricht, wird aufgestockt. Das ist ein permanentes Wechselspiel zwischen den Anlageklassen. Daneben haben wir noch eine Aktienstrategie, die wir mit einem permanenten Options-Overlay fahren. Wir kaufen eine Sicherung am Geld und verkaufen gleichzeitig einen Call mit höherer Basis und einen Put mit niedrigerer Basis um die Absicherung zu refinanzieren. Aber das ist nochmal ein eigenes Thema mit einer weiteren erfolgreichen Kern-Strategie unseres Hauses.

### **Wie sind Sie zurzeit aufgestellt mit Krieg, Inflation und Rezessionsgefahren?**

In der Best-of-Two-Strategie ist eine Aktienquote von 0 bis 100 Prozent möglich. Die übliche Benchmark ist 50 Prozent. Zurzeit sind wir mit 20 bis 30 Prozent klar untergewichtet. Eine Ausnahme sind Emerging Markets, die sich im Vergleich zu den großen Märkten relativ gut gehalten haben. Entsprechend sind wir in dieser Kategorie mit rund 60 Prozent übergewichtet.

### **Wie sind Ihre Erwartungen für die nächsten Monate?**

Allgemein sehen wir eine erhöhte Volatilität. Das gilt für alle risikobehafteten Anlageklassen, nicht nur für Aktien. Das wird in diesem Jahr weiter anhalten. Wir bleiben deshalb erst einmal untergewichtet. Aktien müssen zunächst einen Boden bilden. Aber die Best-of-Two-Strategie ermöglicht uns, auch jederzeit wieder in den Markt einzusteigen, wenn sich die Situation verbessert. Geht es aufwärts, sind wir dabei, wenn auch etwas zeitverzögert. Das entspricht unserer Philosophie des sicheren Weges. Die Best-of-Two Strategie bietet daher gerade für die Ziele von institutionellen Anlegern ein richtig gut passendes Profil aller gewünschten Investmentmerkmale.



## Kolumne

# Zinsen – das Psycho-Rätsel.



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Die EZB hat begonnen, die Leitzinsen anzuheben. Aufatmen der Sparer und Sparerinnen. Die Zeit der Negativzinsen, mit denen die Anlage von großen Summen bestraft wurde, geht zu Ende. Sparen lohnt sich wieder. Nach Jahren des zinslosen Risikos bietet ein risikoloser Zins wieder Sicherheit.

Wirklich? Zinsen haben eine starke psychologische Wirkung auf alle, die sparen. Sie vermitteln Sicherheit. Das Gefühl hilft, etwas für die Zukunft regelmäßig beiseitezulegen und für schwierige Zeiten oder das Alter vorzusorgen. Dieses Bedürfnis ist nicht nur bei privaten Anlegerinnen und Anlegern verbreitet, sondern gilt auch für institutionelle Adressen wie zum Beispiel Stiftungen, die aus den jährlichen Zinszahlungen ihren Stiftungszweck finanzieren müssen.

Die gefühlte Sicherheit gilt allerdings nur für begrenzte Fälle. So ist der risikolose Zins für Adressen definiert, die auch jederzeit in der Lage sind, ihren Verpflichtungen nachzukommen, der Verpflichtung zu regelmäßiger Zinszahlung und Rückzahlung des eingesetzten Kapitals am Ende der Laufzeit. Eine solche Adresse ist vor allem der

deutsche Staat, der eine erstklassige Bonität gewährleistet. Bei italienischen Anleihen, die etwas mehr Rendite bieten, darf man durchaus Zweifel bekommen, auch wenn sich jeder damit beruhigt, dass die EU und die EZB den Ausfall italienischer Staatsanleihen auf jeden Fall verhindern werden. Diese Rolle für die Sicherheit von Geldanlagen wird oft auch dem Internationalen Währungsfonds zugewiesen, der allerdings 2001 die Waffen streckte und die Staatspleite Argentiniens zuließ. Inzwischen laviert das Land schon wieder am Rand der Staatspleite und beunruhigt die Finanzmärkte.

Daran zeigt sich krass, dass jede Rendite über den sogenannten sicheren Zins hinaus zwar einen Mehrertrag bietet, aber zum Preis eines erhöhten Risikos, was schnell in Zahlungsunfähigkeit münden kann. Das hatten zuletzt viele Kämmerer deutscher Kommunen erlebt, als sie in den Jahren 2019/2020 ihre Liquidität in der anglo-australischen Greensill-Bank anlegten, um Negativzinsen zu vermeiden und Extra-Renditen einzufahren. Die deutsche Tochter wurde insolvent. Die Kommunen müssen Millionenverluste verkraften.

Kehren wir zur Sicherheit des risikolosen Zinses zurück. Zurzeit rentieren deutsche Staatspapiere mit zehn Jahren Laufzeit um etwas mehr als ein Prozent. Für die Werthaltigkeit des eingesetzten Geldes ist aber nicht der Nominalzins entscheidend, sondern der Realzins, in den die Inflationsrate einberechnet wird. Bei fast acht Prozent Inflation ist die Realrendite bei minus sieben Prozent. Das ist weitaus schlechter als in den Zeiten der verhassten Negativzinsen, als die Inflationsraten noch unter zwei Prozent lagen. Unter Einbeziehung der Inflation bietet

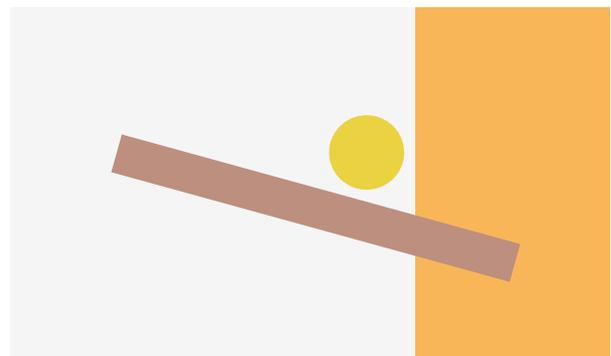
also auch der risikolose Zins keine Wertbeständigkeit. Man kann nur hoffen, dass es der EZB gelingt, die Inflation unter Kontrolle zu bekommen und dass die Geldentwertung zurückgeht.

Dazu muss sie aber wohl die Leitzinsen sukzessive weiter anheben. Es kommen dann höher verzinsten Anleihen auf den Markt. Für bestehende Anleihen bedeutet dies jedoch Kursverluste, um sich an die gestiegenen Renditen anzupassen. Wer nicht bis zu Endfälligkeit warten will – angesichts der aktuellen Verzinsung von einem Prozent und hoher Inflation nicht gerade attraktiv – und jetzt verkauft, muss Kursverluste realisieren. Sicherheit sieht anders aus.

Dies gilt auch in hohem Maße für klassische Renten-ETFs, deren im Portfolio enthaltenen Papiere Kursverluste erleiden und den Kurs des Indexfonds drücken. Erst wer bereit ist, lange investiert zu bleiben, kann davon profitieren, dass die Papiere nach und nach durch höher verzinsten Produkte ersetzt werden. Die Gesamrendite bezogen auf den ursprünglichen Kaufpreis bleibt dadurch erst einmal bescheiden.

Ein Vorteil durch den Wegfall der Negativzinsen bleibt jedoch erhalten. Für Tagesgeldkonten, Festgeld oder kurzfristige Anleihen gibt es wieder positive Zinsen. Das erleichtert das Risikomanagement auf dem Aktienmarkt, für das man immer mal kurzfristig wieder Geld parken muss. Die Folgen der Inflation fällt so weniger stark ins Gewicht.

Zinsen mögen insgesamt etwas mehr Sicherheit als Aktien bieten, die heftig schwanken können. Aber wie diese sind sie kein Rundum-Sorglos Investment und brauchen ständig Aufmerksamkeit. Sonst entpuppt sich die psychologisch gefühlte Sicherheit der Geldanlage letztlich als Illusion.



*„Man kann nur hoffen, dass es der EZB gelingt, die Inflation unter Kontrolle zu bekommen und dass die Geldentwertung zurückgeht.“*

# Sommerrally nach Ausverkauf.

Nach dem Ausverkauf im Juni schalteten die Märkte auf Erholung und legten eine richtige Sommerrally hin. Obwohl sich die fundamentale Lage nicht grundlegend geändert hat. Noch immer droht eine Rezession vor allem in Europa. Aber das entschlossene Handeln der Notenbanken zur Bekämpfung der Inflation, auch endlich durch die EZB, beeindruckte die Märkte und nährte Hoffnung, dass der Höhepunkt der Preissteigerungen erreicht worden sein könnte.

Am stärksten ging es für den technologieorientierten Nasdaq Composite nach oben, gleich um 12,4 Prozent. Mit 9,1 Prozent folgte der S&P 500. Die europäischen Märkte konnten da nicht mithalten. Sie litten unter dem drohenden Gasmangel im Winter, konnten aber trotzdem ganz ordentlich zulegen. Der EURO STOXX 50 schaffte 7,3, der DAX 5,5 Prozent. In Asien glänzte der Nikkei mit 5,3 Prozent, während der Shanghai Composite, der im Juni gegen den Trend positiv war, rund 4,3 Prozent abgab. In China verdichten sich die Anzeichen, dass die Wirtschaft

## Europäischer ETP-Markt.



Quelle: Morningstar

## Zahlen und Fakten.

# 2.628

Die Zahl der ETPs, also Notes und Fonds, stieg um 0,5 % auf 2.628 Titel.

# 1,4

Die AuM stiegen um 6,8 % – so wurde wieder ein Volumen von 1,4 Bio. Euro erreicht.

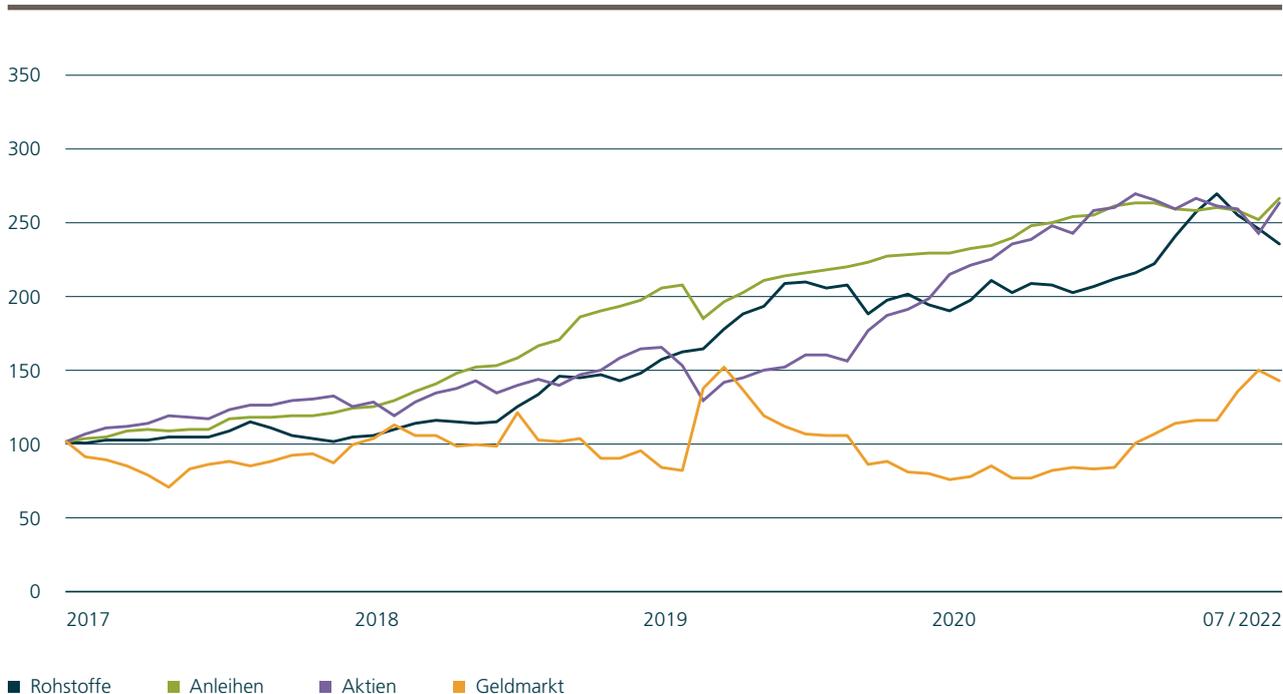
wegen der ständigen Lockdowns deutlich schwächer, als bisher erwartet, abschneiden könnte.

Den Aktien half auch eine Entspannung an den Rohstoffmärkten, abgesehen vom Gas. Der Ölpreis verlor für die Sorte Brent 4,2 Prozent. Auch der Goldpreis als Krisenbarometer ging wieder leicht zurück. Hier ein Minus von 2,3 Prozent. Der Dollar befestigte sich weiter, um 2,6 Prozent gegenüber dem Euro, und er erreichte seit zwanzig Jahren erstmals wieder die Parität.

Vor diesem Hintergrund verzeichneten auch die börsengehandelten Fonds und Notes überwiegend Gewinne. Allen voran profitierten Körbe mit Kryptowährungen, die sich vom Ausverkauf zuvor absetzen konnten. Sie verzeichneten Gewinne um die 40 Prozent. Bei den klassischen ETFs waren es Fonds mit Bezug zu Wasserstoff und Urangewinnung, aber auch Biotechnologie, die mit rund 20 Prozent hervorstachen. Die Knappheit von Halbleitern bescherte entsprechenden ETFs Gewinne von 16 Prozent. Generell waren klassische Wachstumswerte aus dem Technologie-sektor mit einem Aufschlag bis zu 15 Prozent gut vertreten.

Weiter gemieden wurden ETFs mit russischen Aktien, zwischen 20 und 50 Prozent ging es ins Minus. Auch China-Fonds litten und verloren bis zu acht Prozent. ETFs mit Goldminenwerten gaben rund fünf Prozent ab.

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



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Beim Nettomittelaufkommen lagen die Anleihen klar vorn. Ihnen flossen 5,1 Milliarden Euro zu. Bei Aktien hingegen wurden die stark gestiegenen Kurse schon für Gewinnmitnahmen genutzt, ein Minus von 2,1 Milliarden Euro.

den Euro. Noch stärker verlor der Rohstoffsektor, dem 5,5 Milliarden Euro verlustig gingen. Der Geldmarkt büßte 281,1 Millionen Euro ein.

## Zahlen und Fakten.

112,5

Die Rohstoffe verloren weiter – 4,5 Prozent auf 112,5 Milliarden Euro.

950,6

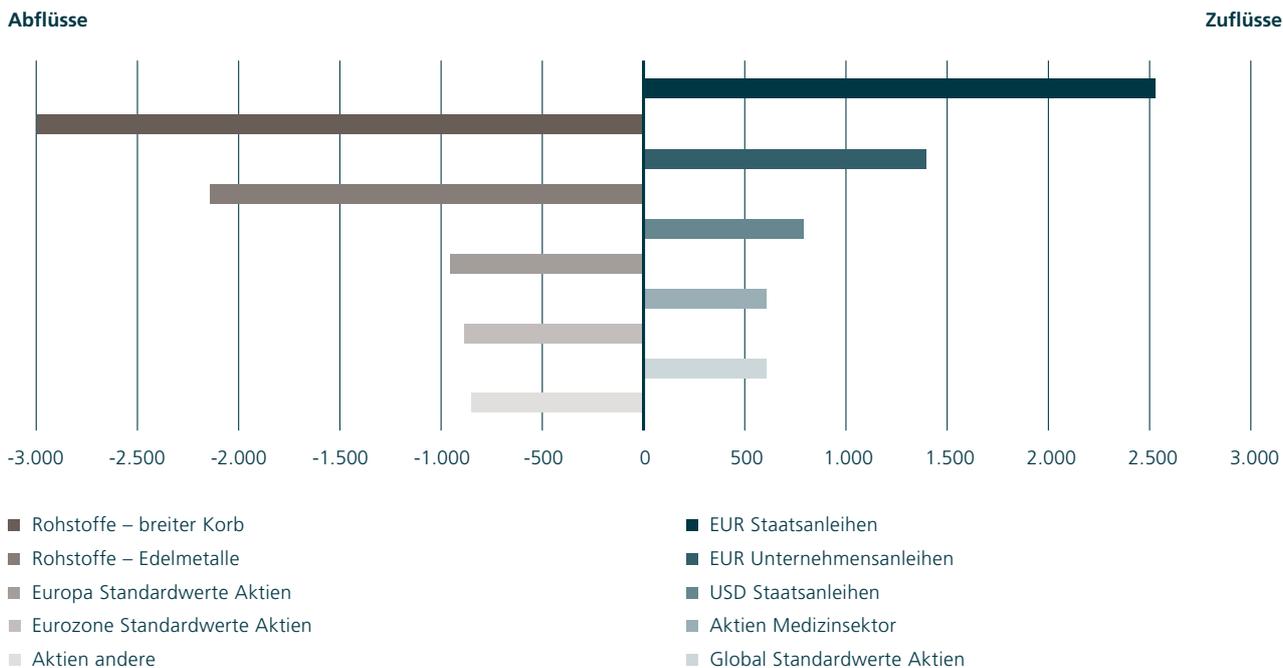
Für die Aktien gab es ein Plus von 8,7 Prozent auf 950,6 Milliarden Euro

313,2

Für Anleihen gab es ein Plus von 5,7 Prozent auf 313,2 Milliarden Euro

5,4

Auch der Geldmarkt ließ Federn – mit einem Minus von 4,6 Prozent auf 5,4 Mrd. Euro.



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Auf der Verliererseite ging es für Rohstoffe zur Sache. Fonds mit breiten Körben verloren rund drei Milliarden, Fonds mit Edelmetallbezug 2,1 Milliarden Euro. Wenig gefragt waren auch europäische Aktien. Europäische Standardwerte, also mit Großbritannien und der Schweiz, gaben 928,7 Millionen Euro ab, für Werte der Eurozone waren es 861,9 Millionen Euro weniger. Auch Aktien außerhalb der Standardindizes litten – ein Minus von 848,2 Millionen Euro.

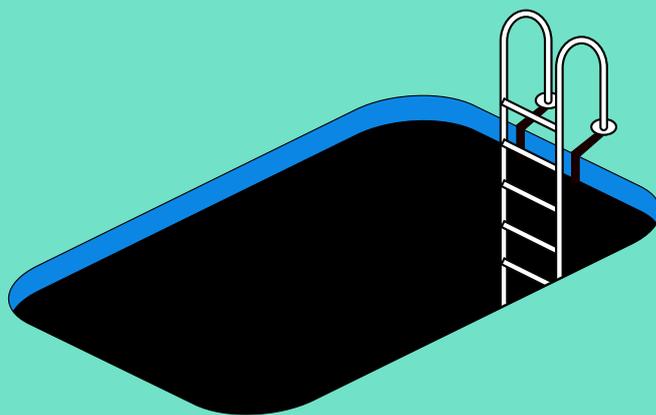
### Nettomittelzuflüsse.

Aufgeschlüsselt nach Anlagekategorien überragten die Anleihen das Nettomittelaufkommen. Euro-Staatsanleihen erhielten 2,5 Milliarden Euro frische Gelder, für Euro-Unternehmensanleihen waren es 1,4 Milliarden Euro. 790,8 Millionen Euro gab es für US-Dollar-Staatsanleihen. Erst dann folgten Aktien, 611,6 Millionen für Aktien des Medizinsektors und 611,3 Millionen für globale Standardtitel.

### Marktkommentar: Rückschläge nicht ausgeschlossen

Eine Sommerrally macht noch kein Börsenjahr. Trotz der kräftigen Erholung herrscht bei Analysten und Vermögensverwaltern weiterhin Vorsicht, wird der Juli vielfach als typische Schwankung in einen Bärenmarkt angesehen. Zudem rücken jetzt Zeiten näher, die statis-

tisch als schwierige Börsenmonate gelten, vor allem der September. Es gibt aber auch mutige Marktteilnehmer, die den Ausverkauf im Juni als Wendemarke betrachten und dazu raten, gute Gelegenheiten wahrzunehmen – auch wenn niemand Rückschläge ausschließt.



## Makro Research

# Triste Konjunkturaussichten.



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Die Weltwirtschaft ist zurzeit nur mit gebremstem Tempo unterwegs, und die Konjunkturaussichten sind ziemlich trist. Das von uns erwartete Plus von 2,75 % beim globalen Bruttoinlandsprodukt in diesem und im kommenden Jahr ist sehr wenig, wenn man bedenkt, dass eigentlich noch einiges nach der Corona-Krise nachzuholen wäre. Die ökonomische wie auch die politische Nachrichtenlage ist sehr diffus, es gibt Risiken zuhauf, und die Kurse an den Kapitalmärkten schwanken ungewöhnlich stark.

So weit, so enttäuschend. Doch es könnte beim Blick in die drei wichtigsten Volkswirtschaften der Welt zweifellos noch viel trister aussehen. In den USA hinterlässt der aggressive Zinserhöhungspfad der Notenbank Fed deutliche Brems Spuren bei der Investitionstätigkeit. Der aus den hohen Inflationsraten resultierende Kaufkraftentzug belastet die privaten Haushalte in ihrem Konsumverhalten. Immerhin ist aber der Benzinpreis zuletzt spürbar gesunken, und der Arbeitsmarkt zeigt sich nach wie vor robust. Insofern gehen wir „nur“ von einer sanften Landung der US-Volkswirtschaft aus, d.h. von einer schwachen Expansion der gesamtwirtschaftlichen Aktivität, aber eben nicht von einer spürbaren Rezession.

In China führen die Belastungen aus der Null-Covid-Strategie und im Immobiliensektor zu einer ungewöhnlich schwachen Inlandsnachfrage. Die Politik nimmt es hin, dass das Wachstumsziel von 5 % in diesem Jahr klar unterschritten wird. Und im Hintergrund schwelen die Spannungen zwischen China und den USA um Taiwan.

In Euroland führen die rasant gestiegenen Energiepreise und die drohenden Versorgungsengpässe bei Gas zu Konsumverzicht bei den privaten Haushalten und zu Investitionszurückhaltung bei den Unternehmen. In Deutschland zeigt sich dies besonders deutlich aufgrund der starken Abhängigkeit von russischem Gas. Als wäre das nicht genug, kommen aktuell auch noch das Niedrigwasser für die Binnenschifffahrt und mangelnde Logistikkapazitäten hinzu, die die Sorgenfalten für die Lieferketten vertiefen und die Produktionstätigkeit belasten. Zumindest um eine milde technische Rezession wird die deutsche Volkswirtschaft nicht umhinkommen.

Die Kapitalmärkte müssen also mit tristen Konjunkturperspektiven und Unwägbarkeiten umgehen. Die Suche nach dem neuen Normal bei den Zinsen geht weiter. Die Notenbanken setzen ihre Leitzinsen dabei forsch herauf. In der Erwartung, dass deren monetäre Straffung nicht überzogen wird, halten sich die Aktienmärkte überraschend tapfer. Aber für klare und stabile Aufwärtstrends ist die Zeit noch nicht reif. Also dürfte es im weiteren Jahresverlauf eher bei den überdurchschnittlichen Kursschwankungen an den Märkten bleiben. Es braucht erst verlässlichere Informationen für den Ausblick von Geldpolitik, Konjunktur und Geopolitik, um die gegenwärtige Tristesse zu überwinden.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Bruttoinlandsprodukt: Deutschland/Euroland: Aufwärtsrevision für 2022, Abwärtsrevision für 2023; USA: Aufwärtsrevision für 2022 und 2023.
- Inflation: Deutschland/Euroland: Aufwärtsrevision für 2022 und 2023; USA: Abwärtsrevision für 2022.
- Abwärtsrevision der Renditeprognosen für Bunds.
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognose für Russland. Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für China, Polen, Ungarn und Südafrika.

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Das Bruttoinlandsprodukt stagnierte im zweiten Quartal 2022, und das, obwohl positive Nachholeffekte nach dem Corona-Lockdown am Wirken waren. Zu stark lastet schon jetzt die hohe Inflation auf den Konsumenten, die zwar ihren Dienstleistungskonsum hochhielten, den Güterkonsum über den Einzelhandel aber stark drosselten. Nach vorne blickend signalisieren die ifo Geschäftserwartungen eine starke Abkühlung der Wirtschaft. In allen Wirtschaftsbereichen sanken die Erwartungen in der Juli-Umfrage dramatisch und befinden sich jetzt auf Rezessionsniveau. Die Lageeinschätzung der Unternehmen ist dagegen noch verhältnismäßig gut.

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

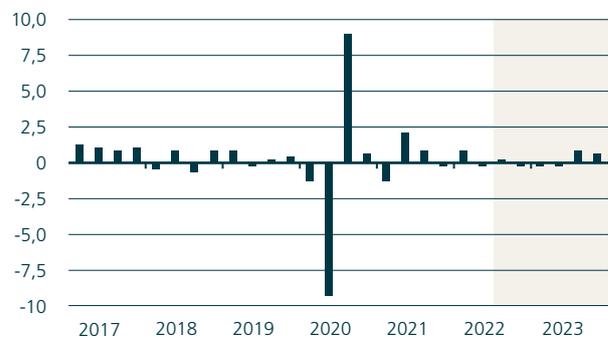
### Euroland.

Die Konjunkturdynamik in Euroland hat sich unerwartet beschleunigt. Die vorläufige Schnellschätzung durch Eurostat ergab für das zweite Quartal ein Wirtschaftswachstum von 0,7 % im Vergleich zum Vorquartal. Die Wachstumsraten der einzelnen EWU-Länder liegen in einer Spanne von 1,1 % in Spanien bis 0,0 % in Deutschland. Dazwischen reihten sich Frankreich (0,5 %) und Italien (1,0 %) ein. Die gute konjunkturelle Entwicklung hat allerdings auch dazu beigetragen, dass die EWU-Inflationsrate im Juli auf ein Allzeithoch von 8,9 % angestiegen ist. Wenngleich die Energiepreise mit einem Plus von knapp 40 % hervorstachen, stiegen die Preise jedoch auf einer breiten Basis.

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

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Das Bruttoinlandsprodukt ist im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,9 % auf das Gesamtjahr hochgerechnet geschrumpft. Es war die zweite Schrumpfung in Folge, was gemeinhin als Rezessionskriterium gilt. In den USA werden Rezessionen aber quasi offiziell von einem anerkannten Expertengremium auf Monatsbasis im Nachgang festgelegt, und in deren Überlegungen fließen weitere Informationen ein. Dies gilt bspw. für die Arbeitsmarktdaten, die auch im Juli überraschend stark ausfielen und damit dem Eindruck einer aktuell vorliegenden Rezession eindeutig widersprachen. Angesichts der Aussicht auf eine weitergehende geldpolitische Straffung sind die Rezessionsrisiken allerdings für die kommenden Quartale unverändert hoch.

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

## Märkte Industrieländer.

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Anders als im Vorfeld angekündigt, hat die EZB bei ihrer Ratssitzung am 21. Juli die Leitzinsen nicht um 25, sondern um 50 Basispunkte erhöht und begründete ihr vehementeres Vorgehen mit weiter gestiegenen Aufwärtsrisiken für die Inflation. Zugleich hielt sie jedoch an der Absicht fest, die Leitzinsen mittelfristig lediglich auf ein in etwa neutrales Niveau anzuheben, und betonte ihre Flexibilität bei zukünftigen Entscheidungen. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die EZB bei ihrer nächsten Sitzung am 8. September ihr „Frontloading“ mit einem weiteren Zinsschritt um 50 Basispunkte fortsetzen wird. Zwar mehren sich die Anzeichen für ein nachlassendes Wirtschaftswachstum. Jedoch ist aufgrund der hohen Inflationsraten und der Knappheit an Arbeitskräften die Gefahr von Zweitrundeneffekten derzeit besonders groß. Erst wenn sich im späteren Jahresverlauf abzeichnet, dass die Inflation ihren Zenit überschritten hat, dürfte die EZB das Tempo der Leitzinserhöhungen schrittweise reduzieren. Für Mitte nächsten Jahres erwarten wir weiterhin einen Einlagensatz von 1,50 %.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

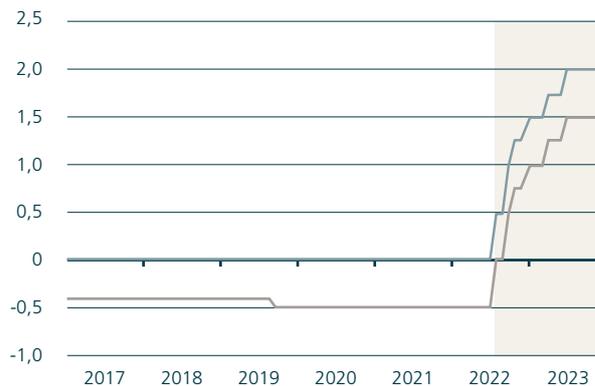
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



■ Hauptrefinanzierungssatz ■ Einlagensatz

Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

## Rentenmarkt Euroland.

Der hohen Inflation stehen zunehmende konjunkturelle Abwärtsrisiken gegenüber. Infolgedessen haben sich die Renditen vor allem kurzlaufender Bundesanleihen weiter von den am Geldmarkt eingepreisten Leitzinserwartungen entkoppelt. Dieser Zustand der erhöhten Risikoaversion dürfte zwar anhalten, solange die Gefahr einer schweren Rezession infolge unterbrochener Erdgaslieferungen aus Russland besteht. Dennoch dürften weitere Leitzinserhöhungen der EZB in den kommenden Monaten für einen vom kurzen Ende ausgehenden Anstieg der Renditen sorgen. Ohne einen schwerwiegenden Konjunkturreinbruch und bei einer ab Herbst allmählich nachlassenden Inflation sollte die Normalisierung der Geldpolitik soweit auf die längeren Laufzeitbereiche ausstrahlen, dass sich die Bundkurve zwar verflacht, jedoch nicht invers wird.

**Prognoserevision:** Absenkung der Renditeprognosen.

## Devisenmarkt: EUR – USD.

Der EUR-USD-Wechselkurs hat sich in den letzten Wochen um die Marke von 1,02 stabilisiert. Nach wie vor sind der straffe Leitzinserhöhungszyklus der Fed mit großen Zinsschritten (zuletzt +75 Basispunkte auf 2,25 % bis 2,50 %) und die entsprechend große Zinsdifferenz zu Euroland ursächlich für die US-Dollar-Stärke gegenüber dem Euro. Immerhin hat die erste Leitzinserhöhung der EZB von 0,00 % auf 0,50 % im Juli dem Wechselkurs etwas Abstand von der Parität verschafft bzw. dem Euro zu einer nachhaltigen Aufwertung auf die Marke von 1,02 EUR-USD verholfen. Zuletzt stützten auch starke US-Arbeitsmarktdaten den US-Dollar, während Euroland sich gegen die Risiken der Energiekrise wappnet und das Wirtschaftsvertrauen sich hierzulande weiter eintrübt. So dürfte sich der EUR-USD-Wechselkurs vorerst weiterhin auf einem niedrigen Niveau bewegen.

## Aktienmarkt Deutschland.

Überraschend gute Fortschritte beim Füllen der Gaslager waren neben einer soliden Berichtssaison ein wichtiger Faktor für die kräftige Erholung beim DAX. Um Rationierungen und Produktionsausfälle und in der Folge eine harte Rezession zu vermeiden, bleibt die Sicherung der Energieversorgung ein zentraler Faktor für den deutschen Aktienmarkt. Bei der Gewinnentwicklung bleibt der deutsche Markt klar hinter dem europäischen Pendant zurück. Grund ist der beim DAX irrelevante Energiesektor, der in Europa der zentrale Treiber des Gewinnwachstums ist. Mit der jüngsten Erholung hat sich das Chance-Risiko-Verhältnis von Aktien etwas eingetrübt. Bewertung, Sentiment und Positionierung sprechen allerdings nicht gegen weitere Kursgewinne. Wir erwarten weiterhin für die zweite Jahreshälfte spürbare Kursschwankungen. Bis der Aktienmarkt wieder in ein stabileres Fahrwasser gerät, gilt es, mit Vorsicht zu agieren und ratierlich in den Markt einzusteigen, bevorzugt bei Kursschwäche.

## Bundesanleihen: Renditen.

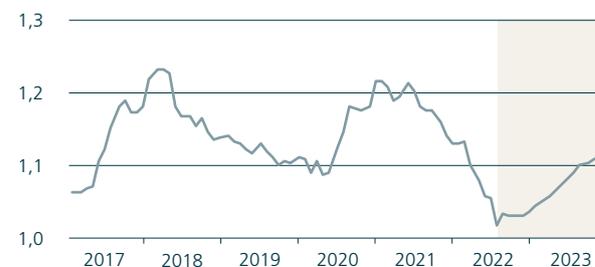
in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	10.08.2022	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	13.700,93	14.500	11.500	14.500
<b>EURO STOXX 50</b>	3.749,35	3.900	3.000	3.900
<b>S&amp;P 500</b>	4.210,24	4.000	3.500	4.400
<b>Topix</b>	1.933,65	1.950	1.800	1.950

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Die Angst vor einer bevorstehenden Rezession, die durch akuten Gasmangel vor allem in Deutschland noch kräftig verschärft werden könnte, hat die Risikoaufschläge in den Sommermonaten nochmals kräftig in die Höhe getrieben. Andererseits hat sich dadurch die Sorge vor allzu starken Leitzinsanhebungen der EZB gelegt, weshalb Renditen und auch Creditspreads wieder deutlich nachgegeben haben. Ebenfalls hilfreich für die Marktstimmung waren überwiegend positive Überraschungen bei den Geschäftsergebnissen zum zweiten Quartal. Trotz aller Beschaffungsprobleme und dramatisch gestiegener Einkaufspreise konnten viele Unternehmen offensichtlich ihre erhöhten Kosten erfolgreich weiterreichen. Die Erwartungen für das Winterhalbjahr müssen allerdings trotzdem kräftig nach unten revidiert werden.

## Emerging Markets.

### Märkte.

Die Stimmung an den globalen Kapitalmärkten hat sich zuletzt gebessert. Eine wichtige Unterstützung war der Rückgang der Rohstoffpreise, der maßgeblich zu sinkenden Inflationserwartungen beigetragen hat. Dies hat auch bei Hart- und Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern zu sinkenden Renditen geführt. Der Ausblick ist von hoher Unsicherheit geprägt. Dies betrifft das Ausmaß und die Geschwindigkeit der US-Zinswende, die Energieversorgung insbesondere Europas sowie die verstärkten Spannungen zwischen China und Taiwan. Die Inflationsraten dürften in der zweiten Jahreshälfte in den meisten Ländern fallen, doch bleibt das Erreichen der Inflationsziele für viele Zentralbanken noch weit entfernt. In China gelingt es gegenwärtig, neue Corona-Ausbrüche lokal zu begrenzen, sodass ein so harter Lockdown wie im April im weiteren Jahresverlauf wohl vermieden werden kann. In Kombination mit einer sehr günstigen Bewertung der Aktienmärkte dürfte die Grundlage für eine mittelfristige Kurserholung gelegt sein. Für Unsicherheit sorgen allerdings die Spannungen zwischen China und Taiwan.

## iTraxx Europe.

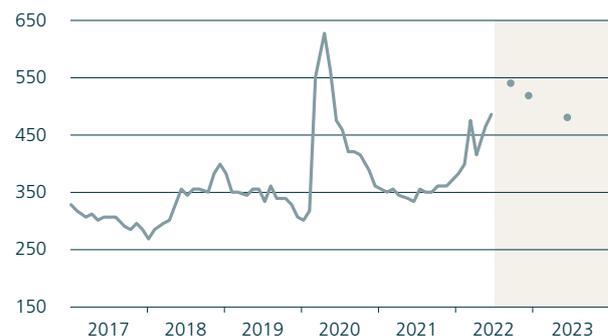
### Basispunkte



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: 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.
- Steigende Zinsen und hohe Inflationsraten führen zu geringerem Wachstumstempo der US-Wirtschaft.
- Notenbanken straffen ihre Geldpolitik, um dauerhaft höhere Inflationsraten zu verhindern, und nehmen dabei nach Möglichkeit Rücksicht auf die fragile Konjunktur.
- 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 bleiben zunächst wegen kurzfristigem Wachstumsrückgang und Verunsicherung durch Krieg sehr schwankungsanfällig. Mittelfristig profitieren sie von globalem Wachstum und hoher Profitabilität der Unternehmen. Gesamtertrags Erwartungen für Rentenanlagen bleiben begrenzt.
- Zinsen dürften nur noch moderat steigen. Kaufkraft der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 30 %)

- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs mit Ausweitung auf weitere Länder. Anhaltende 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 nicht nur das Wachstum bremst, sondern sogar eine spürbare Rezession auslöst.
- Lang anhaltende deutliche 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 einem erneuten Infragestellen der Währungsunion.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 5 %)

- 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.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu deutlichen Aktienkursanstiegen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

#### **Disclaimer.**

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



#### **Deka Investment GmbH**

Lyoner Straße 13  
60528 Frankfurt

Postanschrift:  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

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