

# ETF-Newsletter Wertarbeit Von Fantasie und Fundamentaldaten.

Februar 2023

Investieren schafft Zukunft.

**Deka**  
Investments

## Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

von der Börsenlegende André Kostolany wird zur Rolle der Psychologie im Börsengeschehen die Vermutung kolportiert, diese mache 90 Prozent aus. Dies mag hoch angesetzt sein, das immense Gewicht von Stimmungen für die Finanzmärkte bleibt aber unbestritten. Es zieht sich wie ein roter Faden auch durch unseren aktuellen Newsletter. So wirft Dr. Bernhard Jünemann in seiner Kolumne einen Blick auf den polarisierenden Unternehmer Elon Musk und das Verhältnis von (Anleger-)Fantasie zur Fundamentalbewertung börsennotierter Unternehmen. Der öffentlichkeitswirksame Unternehmer und seine oftmals erratische Kommunikation sind dabei Fluch und Segen zugleich: Einerseits helfen sie dabei, die Vorstellungskraft der Investierenden anzuregen und so teils schwindelerregende Börsenbewertungen zu erreichen. Andererseits manövriert der US-Starunternehmer sich und seine Unternehmen immer wieder in Situationen, in denen die zuvor angeheizten Fantasien jäh zerplatzen und seine Aktionäre starke Abschlüge in Kauf nehmen müssen – wie zuletzt die Tesla-Aktionäre mit einer Kurskorrektur um ca. 70%. Als Gegenmittel zum Einzeltitelinvestment mit hohem „Managerrisiko“ empfiehlt unser Kolumnist breit diversifizierte ETFs.

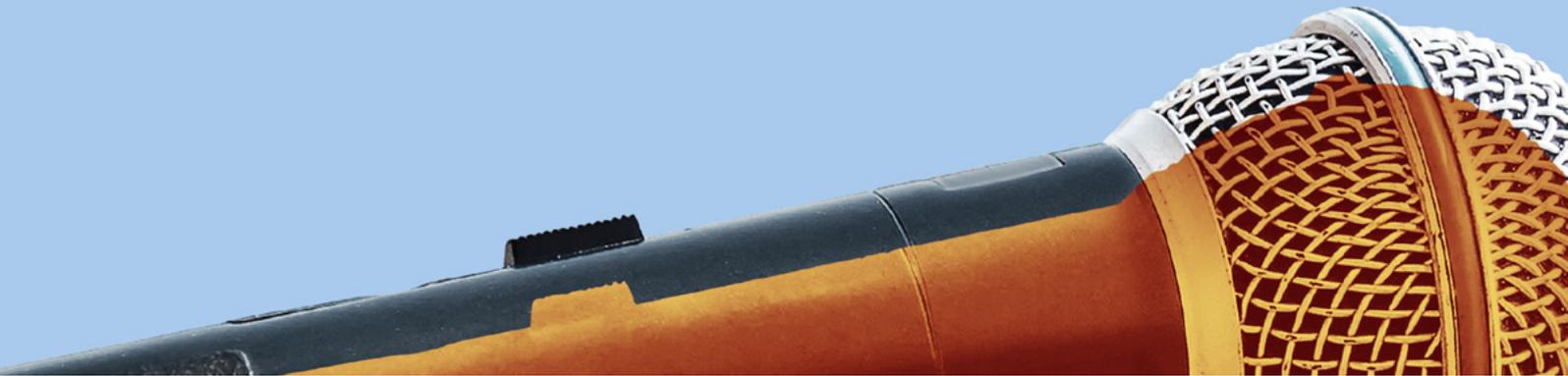
Auch die Notenbanken müssen in ihren Steuerungsbemühungen derzeit mit den Fantasien der Kapitalmärkte umgehen, so Dr. Ulrich Kater in unserem Makro Research. Für die EZB gilt dies umso mehr, als die Dynamiken in den USA und Europa zunehmend auseinanderlaufen. Während jenseits des großen Teichs ein kraftstrotzender Arbeitsmarkt und nachlassende Lohndynamik die Hoffnungen der Anlegerschaft auf zeitnahe Zinssenkungen nähren, scheint die EZB weiterhin geldpolitisch Kurs zu halten, um die Inflationsdynamik einzufangen.



Ihr Thomas Pohlmann.



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH



## Interview

# „Marktexposures effizient steuern“

**Stefan Ewald leitet den Bereich Multi Assets & Liquid Alternatives Solutions bei der Warburg Invest Kapitalanlagegesellschaft. Er erläutert im Gespräch, welche Rolle ETFs im Asset Management spielen.**

**Die Warburg-Gruppe hat ja vor Kurzem Teile von Warburg Invest verkauft. Können Sie zunächst kurz erklären, welche strategische Ausrichtung damit verfolgt wird?**

Nach den negativen Irritationen wegen der Cum-ex-Affäre ging es darum, sich wieder auf Kernkompetenzen zu fokussieren, dort transparenter, schlanker und schlagkräftiger zu werden. Warburg Invest umfasste bislang zwei Unternehmen: Warburg Invest GmbH in Hamburg und Warburg Invest AG in Hannover. Letztere war die ehemalige KVG der NordLB und spezialisiert auf Administrationsdienstleistung. Diese ist nun an die Züricher Bantleon verkauft worden. Die Warburg-Gruppe konzentriert damit ihre Aktivitäten im institutionellen Asset Management auf die Warburg Invest KAG mbH mit Sitz in Hamburg, die Publikums- und Spezialfonds anbietet.

**Dazu gehört die Abteilung Multi Asset Solutions, die Sie leiten. Multi Asset ist klar, aber was verbirgt sich hinter Solutions?**

Unsere Abteilung ist in der Tat neu. Wir haben unsere Tätigkeit erst Ende 2022 aufgenommen. In dem Team wird der Fokus auf regulatorisch optimierte Kapitalanlagen, liquide alternative Strategien und Multi-Asset-Lösungen mit Wertsicherungskomponenten liegen. Wir arbeiten prognosefrei und steuern unsere Bausteine so, dass wir Stressphasen besser meistern. Risikovorgaben der Kunden werden so effizient genutzt.

**Dann nähern wir uns dem Einsatz von ETFs. Wie nutzen Sie diese?**

Für uns sind ETFs ein sehr effizienter Weg, Marktexposure zu steuern. Wir können die Risikoprämien, die wir für einen gewissen Markt erwarten, einfach abgreifen. Dazu gehören auch Aktien der Industrieländer und der Emerging Markets, sowie die gesamte Rentenwelt. ETFs sind immer breit diversifiziert und liquide. Mit ihnen können wir auch kleinere Portfolios effizient aufbauen, wobei klein für uns Portfolios unter 30 Millionen Euro sind.

**Wie groß ist der Anteil von ETFs? Wann investieren Sie direkt?**

Der Anteil schwankt, je nachdem welche Vorgaben unsere institutionellen Kunden haben. Manche schließen ETFs generell aus, weil sie das Prinzip der Durchschaubarkeit besonders hochhalten. Andere Portfolios bestehen zum größten Teil aus ETFs, weil man mit ihnen sehr schnell verschiedene Regionen abgreifen kann. Generell kann man sagen: Je spezieller die Vorgaben, desto geringer der Anteil an ETFs.

**Wie wählen Sie die ETFs aus? Es gibt ja für einzelne Märkte oft mehrere Indizes und auch verschiedene Anbieter.**

Dabei unterscheiden wir uns nur in Nuancen von der üblichen Vorgehensweise. Der wichtigste Punkt ist natürlich die Auswahl des Index. Dann geht es um das Mindestvo-

lumen der ETFs. Wir brauchen mindestens 100 Millionen Euro, sonst könnte es regulatorisch bedingte Grenzen geben. Wir verfolgen das Konzept der Total Cost of Ownership, zu dem nicht nur die Performance des ETFs gehört, sondern auch zu welchen Kosten wir ein- und wieder aussteigen können. Dazu lassen wir uns immer Quotes der Börsen, aber auch unabhängiger Market Maker geben. Die Abbildungsqualität der einzelnen ETFs vergleichen wir mit einem Scoring-Modell. Schließlich gelten für unsere Kunden gewisse Reporting-Anforderungen. Da sind wir auf die Zusammenarbeit mit den ETF-Anbietern angewiesen, und wer hier allen Anforderungen gerecht wird, erhält am Ende den Auftrag.

### **Ein wichtiges Kriterium ist auch in der institutionellen Welt die Nachhaltigkeit. Wie verfahren Sie damit?**

In der Tat wollen dies inzwischen viele Kunden im Portfolio haben und sei es nur als eine Art Hygienefaktor. Darauf stellen wir uns ein. Warburg Invest hat dazu ein eigenes ESG-Office, mit dessen Hilfe wir die Kunden detailliert beraten und regulatorische Risiken minimieren können. Wir haben eine große Spannweite an Kunden. Wir müssen genau schauen, ob wir ESG-ETFs einsetzen können oder ob der Kunde besser mit direkten Investments klarkommt.

### **Es gibt auch Strategie-ETFs, auch als Smart Beta bekannt. Solche Fonds verfolgen bestimmte Konzepte, zum Beispiel Minimum-Varianz oder Low Volatility. Nutzen Sie so etwas?**

Nein, wir bleiben bei Plain Vanilla. Wir generieren den Mehrwert über dynamische Allokationen und können diese mit den transparenten ETFs in der Regel auch direkt abgreifen.

### **Sehr gut gelaufen sind zeitweise Themen-ETFs, zum Beispiel Cyber Security oder Global Water. Greifen Sie dort zu?**

Für unsere Multi-Asset-Welt spielen Themen-ETFs ebenfalls keine Rolle. Für uns ist entscheidend, welches Risikobudget der Kunde zur Verfügung stellt, wieviel er maximal bereit ist zu verlieren und wie seine Ertragserwartungen sind. In diskretionären Mandaten, die ich auch gemanagt habe, sieht das natürlich anders aus.

### **Damit sind wir auch schon beim Risikomanagement. Wie gestalten sie dies?**

Das hängt auch wieder von den Kunden ab. Manche arbeiten mit Wertuntergrenzen, die wir einhalten sollen. Aber wir wollen das Risikobudget möglichst effizient nutzen. Und das bedeutet, dass es nicht hilft, wenn man mit angezogener Handbremse eine neue Aufwärtsbewegung verpasst. Wenn wir, wie 2020 geschehen, den Investitionsgrad deutlich verringern, aber dann die Gegenbewegung nicht mitmachen, sind die Kunden auch unzufrieden. Man muss Wertsicherung und aktive Portfolioallokation sorgfältig kalibrieren. Dazu beraten wir die Kunden.

### **Was bedeutet das konkret?**

Wir agieren regelbasiert und wissen zu jedem Zeitpunkt, ob wir Risiken reduzieren müssen oder Gas geben sollten. Müssen wir reduzieren, erhöhen wir den Cashanteil, läuft der Markt wieder besser, nutzen wir Cash zum Aufbau neuer Positionen.

*„Wie schon gesagt, wir arbeiten prognosefrei. Wir richten uns dynamisch am Marktumfeld aus.“*

### **Wie ist das bei Ihnen 2022 gelaufen?**

Natürlich haben wir in diesem schwierigen Jahr die Investitionsquoten mehrfach reduziert, aber auch Gegenbewegungen wie im Sommer oder die Rallye zum Jahresende gut genutzt, weil wir genügend Mittel zur Investition zur Verfügung hatten. So ist unser Portfolio zwar auch nach unten gelaufen, aber deutlich gedämpfter im Vergleich zum Markt.

### **Wie sind die Erwartungen 2023?**

Wie schon gesagt, wir arbeiten prognosefrei. Wir richten uns dynamisch am Marktumfeld aus. Wenn es das Umfeld zulässt, stellen wir uns offensiver auf, wenn Stress aufkommt, wenn die Volatilität anspringt, agieren wir defensiver. Anfang des Jahres haben wir die Rallye so gut genutzt und sind jetzt wieder eher neutral aufgestellt.

## Kolumne

# ETFs gegen Manager-Wahnsinn.



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Jedes Jahr kursieren Listen von Aktionärsschützern, die die größten Kapitalvernichter anprangern. 2022 dürfte Elon Musk dazu gehören. Der geniale Unternehmer, der den Elektroautohersteller Tesla wie das Raumfahrtunternehmen Space-X kontrolliert, schaffte es den Wert der Tesla-Aktie um 70 Prozent abstürzen zu lassen – und das vor allem, weil er den Kauf des Kurznachrichtendienstes Twitter großmäulig verkündete, dann davon zurücktreten wollte, aber nicht mehr konnte und schließlich Tesla-Aktien auf den Markt werfen musste, um die Übernahme zu finanzieren.

An Elon Musk scheiden sich die Geister. Die einen finden ihn genial, die anderen impulsiv, unkontrolliert und dem Wahnsinn nahe. Wie auch immer: Elon Musk ist für die von ihm kontrollierten Aktienwerte eine große Chance, aber auch zur gleichen Zeit ein großes Risiko. Da drängt sich die Frage auf: Welche Art von Manager ist nachhaltig gut für Aktienkurse?

Ein Aktienkurs und daran gemessen der Marktwert eines Unternehmens hängt von zwei Faktoren ab: Dem fundamentalen Wert und dem Erwartungswert. Der funda-

mentale Wert ist zu ermitteln, nicht immer leicht, aber für gute Analysten machbar. Da geht es um Kennzahlen für Umsätze, Gewinn oder Cashflow und um gut begründete Wachstumsperspektiven. Der Erwartungswert wird vor allem durch „weiche Faktoren“ beeinflusst: die Aktienstory, die kommunikative Leistung, diese gut zu verkaufen sowie die Kursfantasie, die Anlegerinnen und Anleger hegen. Erwartungswerte bleiben immer im Ungefähren und werden durch Hoffnungen genährt. Dazu kann ein Manager mit seinem Image und Kommunikationstalent durchaus positiv beitragen.

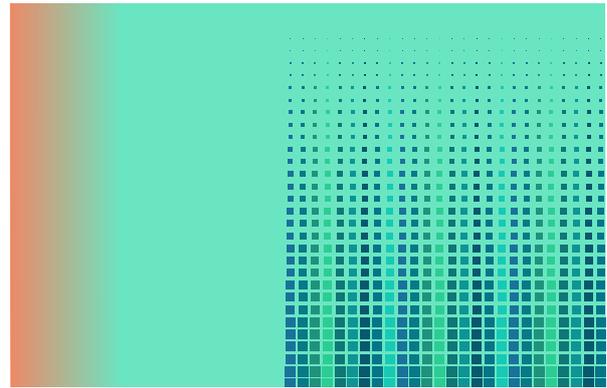
Nach einer Untersuchung der Boston Consulting Group macht das Image eines Managers bis zu 20 Prozent der Aktienkursentwicklung aus, neben der Qualität der Investor-Relations-Arbeit oder der allgemeinen Bekanntheit des Unternehmens. Doch welches Image des Managers ist gefragt? Die Börse liebt vor allem den Manager, der es schafft, konservativ das Geschäft zu kommunizieren, aber ein bisschen mehr als versprochen liefern kann. Beliebte sind somit Aktien eines soliden Unternehmens, das immer wieder die Erwartungen übertrifft, sozusagen Nachhaltigkeit gepaart mit positiven Überraschungen.

Wer glaubt, Aktien gründlich beurteilen zu können, muss also immer die Qualität des Managements mit in den Blick nehmen. Der flamboyante Chef ist zwar unterhaltsam, aber oft auch ein zusätzliches Risiko, weil er zur Selbstüberschätzung neigt. Diese Gefahr sollte man nicht geringerschätzen. Mir sind in meinem Berufsleben immer wieder Unternehmenschefs begegnet, die erst

zum Manager des Jahres gekürt wurden und schon nach zwei Jahren und ein paar Fehlern in der Versenkung verschwunden sind – manchmal sogar zusammen mit ihrem Unternehmen. Mir ist da vor allem die Frankfurter Metallgesellschaft in Erinnerung, die vom unkonventionellen Manager Heinz Schimmelbusch auf rasante Expansion getrimmt wurde. Dann lief eine Ölwette komplett aus dem Ruder. Das Unternehmen geriet in Existenznot, wurde von der Deutschen Bank erst gerettet und dann zerlegt.

Wer mit einem solchen Managerrisiko nicht umgehen kann oder will, der investiert statt in Einzelaktien lieber mit ETFs in Indizes. Damit profitiert er zwar nur begrenzt von einem genialen Manager, leidet aber auch nicht zu sehr darunter, wenn dieser dem Wahnsinn verfällt. Im Normalfall gibt es immer genug andere Firmen mit soliden Managern, die die Verluste kompensieren können.

So gesehen kann der Kauf eines Elektroautos ein besserer Deal sein als der Kauf einer Aktie eines Elektroautoherstellers wie Tesla. Na ja, mal abgesehen von möglichen Qualitätsproblemen ausgelieferter Fahrzeuge wie sie bei Tesla zurzeit kursieren. Aber das ist eine andere Geschichte.



*„Wer mit einem solchen Managerrisiko nicht umgehen kann oder will, der investiert statt in Einzelaktien lieber mit ETFs in Indizes.“*

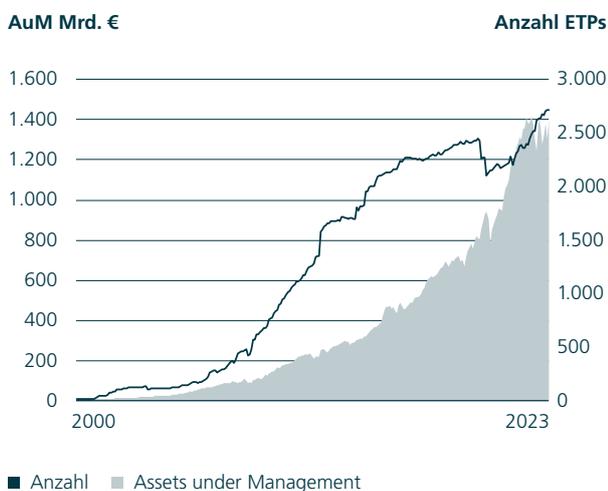
## ETF-Monitor

# Auftakt nach Maß.

Nach überwiegend hohen Verlusten im Jahr 2022 begann das neue Jahr mit einem ordentlichen Stimmungsumschwung und Kurssteigerungen. Zwar signalisierten die Notenbanken, dass wegen der hohen Inflation weiterhin steigende Zinsen nötig sein dürften, doch wertete der Markt neue Wirtschaftsdaten positiv, dass eine tiefe Rezession vermeidbar sei.

So gab es bei allen großen Indizes grüne Vorzeichen. Am stärksten erholten sich vorher arg gebeutelte Techwerte, wie sie vor allem an der Nasdaq gehandelt werden. Der Nasdaq Composite schaffte denn auch ein Plus von 10,7 Prozent. Kurz danach folgten schon der EURO STOXX 50 mit 9,8 und der DAX mit 8,7 Prozent Plus. Kleinere Werte machten ebenfalls Boden mehr als gut. Der SDAX schaffte 9,5 und der MDAX sogar 14,7 Prozent. Die Schwellenländer ließen sich nicht abhängen, und der MSCI Emerging Markets verbuchte Gewinne von 7,8 Prozent. In den USA glänzte der breite S&P 500 mit 6,2 Prozent, während sich Japan mit 4,8 Prozent bescheiden musste.

### Europäischer ETP-Markt.



Quelle: Morningstar

### Zahlen und Fakten.

# 1,4

Die AuMs bekamen einen kräftigen Schub von 5,9 Prozent auf fast 1,4 Bio. Euro.

# 2.712

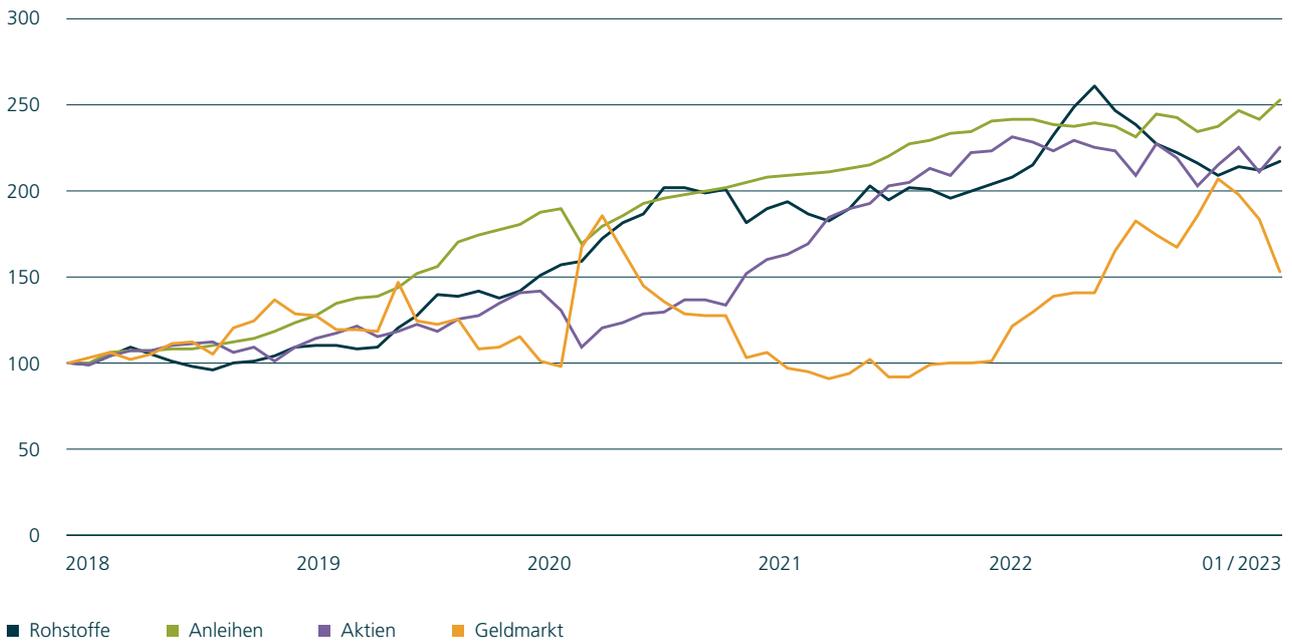
Die Anzahl der ETPs veränderte sich praktisch nicht – 2.712 wurden gezählt.

Auch die Anleiherenditen gaben wieder nach. Für zehnjährige Papiere in Deutschland wurde nur noch 2,3 Prozent Rendite notiert. Der Ölpreis stieg nicht mehr weiter an, sondern fiel für die Sorte Brent 1,7 Prozent. Gold profitierte von der neuen Risikofreude. Der Preis kletterte mit einem Plus von 5,7 Prozent über 1900 Dollar für die Feinunze.

Am Markt für Fonds und Notes gab es sogar eine Wende bei den Kryptowährungen. Produkte darauf verbuchten Gewinne von 80, Fonds mit Blockchain-Aktien immerhin noch 60 Prozent. Bei den traditionellen Fonds stiegen am stärksten Themen wie Wasserstoff und E-Mobilität mit rund 20 Prozent. Bemerkenswert auch, dass Fonds mit starker Value-Ausrichtung wieder Boden gut machen konnten und sich um 18 Prozent verbesserten. In diesem Bereich bewegten sich auch viele technologieorientierte ETFs.

Dagegen gab es nur rund ein Fünftel Verlierer bei den ETFs. Es litten vor allem angesichts des milden Winters in Europa Energiewerte, die bis zu 35 Prozent verloren. Bei den Länder-ETFs gehörte diesmal wieder die Türkei mit einem Minus von zehn Prozent zu den Verlierern, ganz zu schweigen von russischen Aktien, deren Wert sich nach ständigen Verlusten zuvor nochmals halbierte.

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



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Auch die Flows bestätigten die gute Entwicklung von Aktien und Renten, die 9,9 und 9,6 Milliarden Euro netto frisches Geld erhielten. Rohstoffe wurden weiter-

hin abgebaut, ein Minus von 474,8 Millionen Euro. Der Geldmarkt verlor 922,2 Millionen Euro.

## Zahlen und Fakten.

105,3

Rohstoffe brachten 2,6 % auf 105,3 Milliarden Euro auf die Waage.

944,3

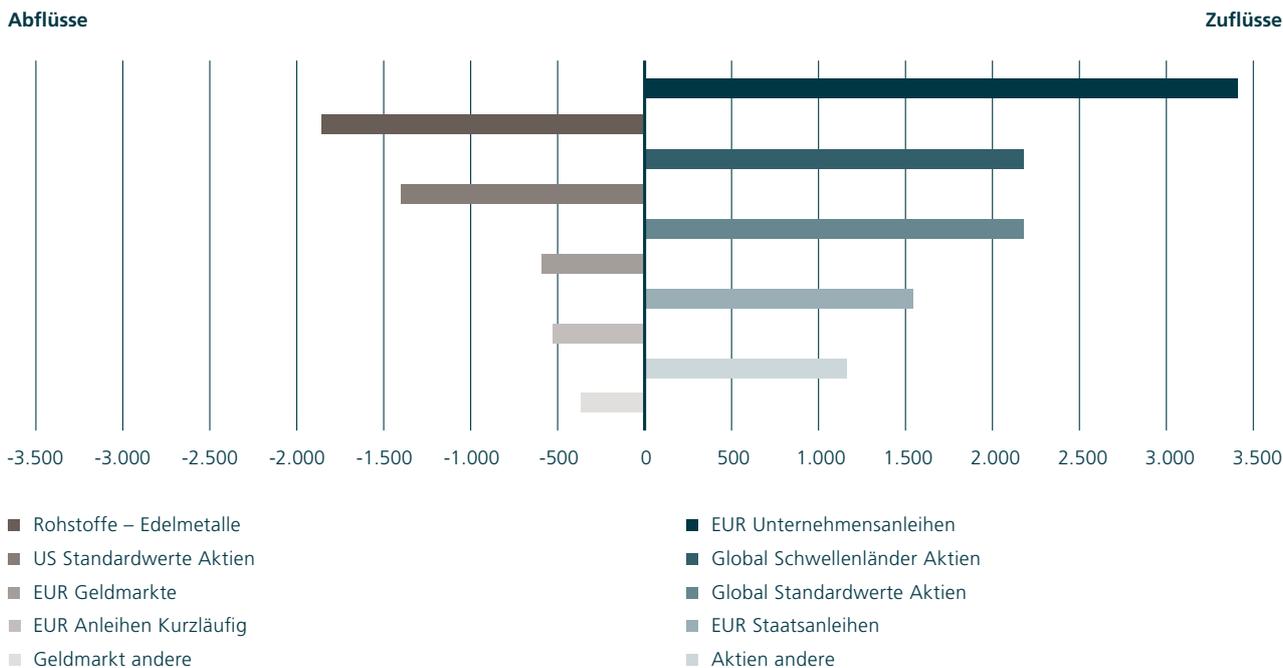
Die Aktien gingen mit 6,8 % nach oben auf 944,3 Milliarden Euro .

323,6

Anleihen verbesserten ihr Volumen um 4,7 % auf 323,6 Milliarden Euro

4,8

Der Geldmarkt wurde weiter abgeräumt, hier ein Minus von 16,2 % auf 4,8 Milliarden Euro.



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Verlierer waren vor allem Edelmetalle – trotz des gestiegenen Goldpreises. Sie gaben 1,8 Milliarden Euro Nettomittel ab. US-Standardaktien wurden um 1,4 Milliarden verringert. Der Euro-Geldmarkt verlor 564,9 Millionen, kurzlaufende Euroanleihen 511,9 Millionen Euro. Andere Geldmarktprodukte mussten auf 357,2 Millionen Euro verzichten.

### Nettomittelzuflüsse.

Aufgeteilt nach Kategorien führten Euro-Unternehmensanleihen die Gewinner mit einem Plus von 3,4 Milliarden Euro an. Gefolgt wurden sie von globalen Schwellenländer-Aktien und von globalen Standardaktien jeweils mit 2,2 Milliarden Euro. Für europäische Staatsanleihen gab es 1,5 Milliarden mehr und für Aktien außerhalb der großen Indizes noch 1,2 Milliarden Euro.

### Marktkommentar: Die Pointe kommt im März.

Am Parkett wurde die positive Entwicklung als „Auftakt nach Maß“ willkommen geheißen. Denn viele betrachten den Januar als Indikator für das Gesamtjahr. Danach sollte 2023 trotz aller Krisen deutlich besser laufen als das Vorjahr. Allerdings wissen die erfahrenen Strategen, dass diese Entwicklung nicht glatt ver-

laufen dürfte und dass es immer wieder Rückschläge geben kann. Ein Rückschlag wird schon gemäß der typischen Saisonalität eines Jahres erwartet. Denn eine bewährte Börsenregel lautet: „Im Januar und im Februar ist der Aufschwung da. Doch im März vergeht der Scherz.“



## Makro Research

# Notenbanken stehen am Ruder.



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte befinden sich in rauer See. Der Wellengang ist beträchtlich, immer wieder dreht der Wind, und schwere Böen erschweren das Steuern. Am Ruder stehen die Notenbanken. Sie müssen den Kurs vorgeben und halten. Doch da sind immer wieder die Kapitalmärkte, die den Notenbanken mit ihren abweichenden Erwartungen an den künftigen geldpolitischen Kurs ins Steuerrad greifen.

Die jüngsten Notenbanksitzungen Anfang Februar gaben hier offensichtlich zu wenig Orientierung. Weder die US-Notenbank Fed noch die Europäische Zentralbank EZB schafften es, die Märkte zu überzeugen. Waren die Statements noch recht klar in Richtung straffe Geldpolitik und weitere Bekämpfung der noch zu hohen Inflationsraten gewesen, wurden diese Aussagen bei den anschließenden Pressekonferenzen gleich wieder relativiert. Am Ende signalisierten die Finanzmarktreaktionen die große Hoffnung auf eine merkliche Entspannung bei den Inflationssorgen und auf baldige erste Leitzinssenkungen. Das dürfte den Notenbanken gründlich missfallen haben.

Tatsächlich ist es nicht einfach, zum jetzigen Zeitpunkt zu beurteilen, wie restriktiv die Geldpolitik schon auf

Konjunktur und Inflation wirkt. In den USA sind beim Konsum und bei den Investitionen Bremspuren sichtbar. Es spricht vieles dafür, dass die dortige Wirtschaft derzeit eine milde Rezession durchläuft. Doch zugleich strotzt der Arbeitsmarkt vor Kraft, und das paradoxerweise bei leicht nachlassender Lohndynamik. Mit diesen widersprüchlichen Signalen sind die Zweifel der Märkte verständlich, dass die Fed ihre Leitzinsen noch lange auf dem stark bremsenden Niveau halten kann. Für die EZB wird der vorgezeichnete Zinsanhebungspfad erschwert durch die Diskussionen am Kapitalmarkt über zeitnahe Zinssenkungen in den USA. Dennoch versucht die EZB Kurs zu halten, um den anstehenden hohen Lohnabschlüssen – nicht nur in Deutschland – die Stirn zu bieten. Es reicht eben nicht, wenn die Preisdynamik aufgrund sinkender Energiepreise nachgibt. Vielmehr muss auch die Kerninflationsrate eindeutig in Richtung des Notenbankziels von 2 % fallen.

Was die Weltwirtschaft anbelangt, so erhält die globale Nachfrage Unterstützung aus China. Die dortige Abkehr von der Null-Covid-Strategie Ende letzten Jahres scheint schneller als erwartet zu gelingen. Mithin ist schon in absehbarer Zeit mit der Erholung der Produktion und besseren Perspektiven für die globalen Lieferketten zu rechnen. Diese Perspektive erfreut im Zusammenspiel mit den Zinssenkungshoffnungen die Aktienmärkte. Da allerdings zugleich die Gewinnprognosen derzeit nach unten genommen werden, weiten sich die Bewertungen an den Aktienmärkten aus. Sollten die Notenbanken entgegen den Markterwartungen noch für längere Zeit an ihrem straffen Kurs festhalten, könnte dies im Frühjahr an den Börsen zu einer Korrektur führen, bevor dann die aufgehellten Wachstumsaussichten eine Rückkehr zum Aufwärtstrend auslösen. Rentenanlagen könnten dagegen in diesem Jahr weniger Schwankungen aufweisen und den Anlegern mehr Freude bereiten.



## Prognoserevisionen und Änderungen.

- Deutschland/Euroland/USA: Abwärtsrevisionen der Inflationsprognosen, Revisionen der BIP-Prognosen in unterschiedliche Richtungen.
- Geringerer Renditeanstieg langlaufender Bundesanleihen.
- Goldpreis: Aufwärtsrevision der Prognose.
- DAX: Leichte Aufwärtsrevision der 3-Monatsprognose.
- USA: Abwärtsrevision des Leitzinspfads. Anpassungen bei den Renditeprognosen nach unten.
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognosen für China, Russland und die Türkei, Abwärtsrevision für Südkorea und Argentinien.

## Konjunktur Industrieländer.

### Deutschland.

Die jüngsten harten Konjunkturdaten für Dezember zeigen deutliche Zeichen einer Rezession: Heftige Rückgänge der Umsätze im Einzelhandel, der Warenausfuhr, der Bauproduktion und letztlich auch der industriellen Erzeugung prägten das Bild. Damit ist die deutsche Volkswirtschaft auch mit angezogener Handbremse in das neue Jahr gestartet. Fast überall gibt es hohe statistische Unterhänge. Gleichzeitig steigen die Frühindikatoren spürbar an. In erster Linie passen sich hier die viel zu pessimistischen Konjunkturerwartungen an die überraschend entspannte Versorgungslage bei Erdgas an. Die derzeit im Gange befindliche Rezession wird nämlich wegen des Ausbleibens einer Erdgasmangellage deutlich weniger schlimm ausfallen als vor einiger Zeit noch gedacht.

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision der Inflationsprognose für 2023 und 2024.

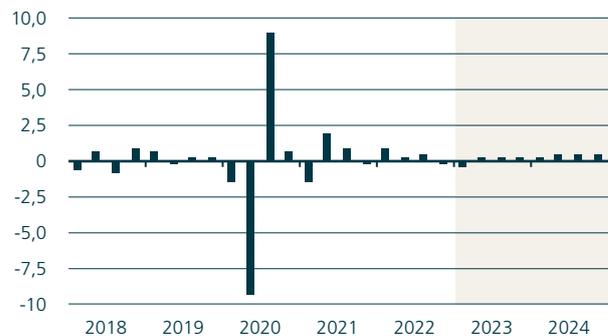
### Euroland.

Die europäische Wirtschaft hat im vierten Quartal 2022 weiter an Schwung verloren. Laut Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt in Euroland nach einem Anstieg im dritten Quartal um 0,3 % nun im vierten Quartal 2022 lediglich um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal (qoq) gewachsen. Spitzenreiter unter den großen EWU-Ländern war Spanien mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität um 0,2 % qoq. Knapp dahinter folgte Frankreich (+0,1 % qoq). In Italien (-0,1 % qoq) und in Deutschland (-0,2 % qoq) gab es leichte Rückgänge der Wirtschaftsleistung. Am Arbeitsmarkt ist der Abschwung noch nicht angekommen. Die Arbeitslosenquote in Euroland lag im Dezember auf ihrem Allzeittief von 6,6 %.

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

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

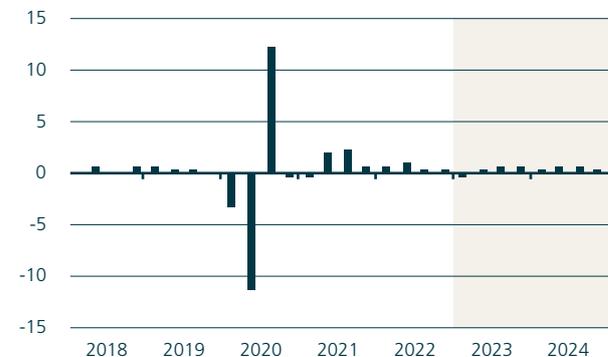
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA.

Das Bruttoinlandsprodukt ist im vierten Quartal mit 3,0 % gegenüber dem Vorquartal und auf das Gesamtjahr hochgerechnet kräftig angestiegen. Allerdings deuten die monatlichen Daten zum privaten Konsum und zu den Investitionen für die Monate November und Dezember eine zyklische Schwäche an. Im Widerspruch hierzu nahm die Anzahl der Beschäftigten im Januar überaus stark zu. Wir machen hierfür mehr die Angebotsseite als die Arbeitsnachfrage der Unternehmen verantwortlich. Dies würde auch erklären, weshalb der starke Beschäftigungsaufbau nicht zu einem deutlichen Rückgang der Arbeitslosenquote geführt hat und die Lohndynamik sogar weiter sank. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die restriktive Geldpolitik ihre Wirkung zeitverzögert entfalten wird, und prognostizieren für die erste Jahreshälfte 2023 eine milde Rezession.

**Prognoserevision:** Anhebung der BIP-Prognose für 2023 und 2024; Verringerung der Inflationsprognose 2024.

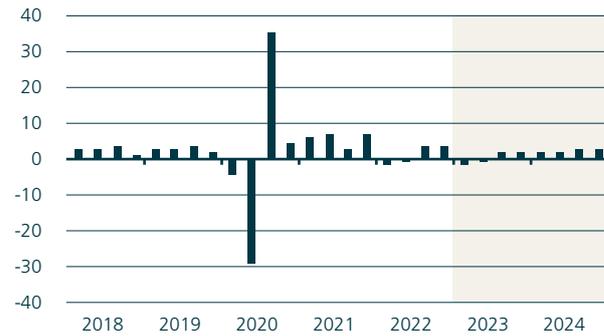
## Märkte Industrieländer.

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Die EZB verwendete bei ihrer Ratssitzung am 2. Februar die gleichen Signalwörter wie noch im Dezember, wurde von den Marktteilnehmern jedoch als weniger entschlossen wahrgenommen. Insbesondere wies sie auf die mittelfristig wieder stärkere Datenabhängigkeit ihrer Geldpolitik hin. Dies steht weitgehend in Einklang mit unseren Prognosen, denn wir rechnen nach einer weiteren Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte im März mit nur noch einem kleineren Zinsschritt von 25 Basispunkten im Mai. Aufgrund der hartnäckig hohen Kerninflation erwarten wir Leitzinssenkungen jedoch erst in der zweiten Jahreshälfte 2024 und damit später als derzeit von den Geldmarktfutures angezeigt wird. Darüber hinaus ließ die EZB keine Absicht erkennen, den Abbau der Wertpapierbestände des APP in absehbarer Zeit erheblich zu beschleunigen. Obwohl die Banken in großem Umfang Mittel aus den Langfristendern TLTRO-III zurückzahlen, dürften die Überschussreserven daher vorerst hoch genug bleiben, um die €STR- und EURIBOR-Sätze an den EZB-Einlagensatz zu koppeln.

## USA: Bruttoinlandsprodukt.

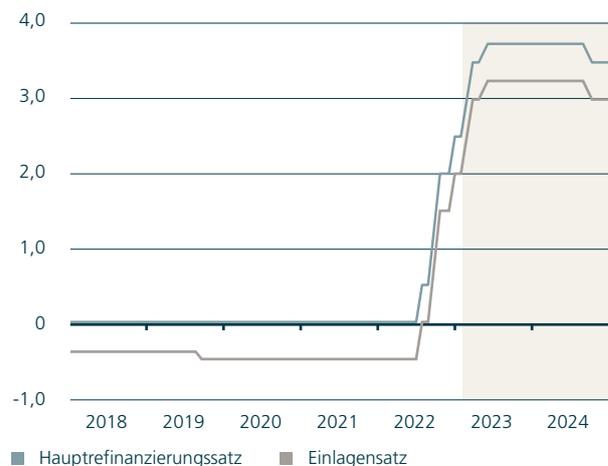
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

## EZB: Leitzinsen.

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

## Rentenmarkt Euroland.

Die Straffung der Geldpolitik hat weiterhin einen nur begrenzten Einfluss auf die Renditen langlaufender Bundesanleihen. Dies liegt erstens daran, dass die EZB das Abschmelzen ihrer Wertpapierbestände über einen sehr langen Zeitraum strecken will. Zweitens stellen sich Marktteilnehmer zunehmend auf im kommenden Jahr beginnende Leitzinssenkungen ein. Derartige Erwartungen könnten in den nächsten Monaten zusätzliche Nahrung erhalten, da die Inflationsraten allein aufgrund von Basiseffekten deutlich zurückgehen werden. Weitere Leitzinserhöhungen der EZB dürften sich daher in einem zwischenzeitlich noch inverseren Verlauf der Bundkurve niederschlagen. Bei einer hartnäckig hohen Kerninflation und sich bessernden Konjunkturdaten rechnen wir jedoch vorerst nicht mit absoluten Renditerückgängen langlaufender Bundesanleihen.

**Prognoserevision:** Geringerer Renditeanstieg langlaufender Bundesanleihen.

## Devisenmarkt: EUR–USD.

Die Geldpolitik gibt weiterhin den Ton für den EUR-USD-Wechselkurs an. Begleitet von der Markterwartung, dass die US-Notenbank bereits in diesem Jahr ihren Leitzins senken könnte, ist der Wechselkurs bis Anfang Februar kräftig bis auf 1,10 USD je Euro gestiegen, wo er zuletzt im April 2022 notiert hatte. Allerdings hat der US-Arbeitsmarktbericht die Euro-Aufwertung abrupt unterbrochen und den Wechselkurs zurück unter die Marke von 1,08 USD je Euro gedrückt. Der überaus hohe jüngste Beschäftigungsaufbau in den USA hat an den Finanzmärkten die Leitzinssenkungserwartungen gedämpft. US-Renditen sind deutlich gestiegen und haben ihren zuvor rückläufigen Zinsvorsprung gegenüber den Bundrenditen wieder ausgebaut. Die Unsicherheit insbesondere bezüglich der US-Geldpolitik dürfte weiterhin für größere Schwankungen beim Wechselkurs sorgen.

## Aktienmarkt Deutschland.

Die Kurse am deutsche Aktienmarkt haben sich seit Jahresanfang deutlich nach oben bewegt. Denn die konjunkturelle Abschwächung ist milder als befürchtet, die Inflationsraten haben den Hochpunkt ihrer Anstiege hinter sich gelassen und dürften in den kommenden Monaten spürbar fallen, und die Notenbanken nähern sich dem Ende ihres Zinserhöhungszyklus. Die Startbedingungen in diesem Jahr unterscheiden sich somit erheblich von denen des letzten Jahres, was zu einer besseren Risikoeinschätzung führt. Dennoch bleibt das Umfeld für die Unternehmen herausfordernd. Dies signalisieren sowohl die zwar leicht steigenden, aber immer noch auf niedrigem Niveau befindlichen Einkaufsmanagerindizes als auch die Geschäftszahlen zum vierten Quartal. Dementsprechend gilt es, auf zwischenzeitliche Stimmungskorrekturen vorbereitet zu sein, aufgrund des insgesamt verbesserten Umfelds aber auch kontinuierlich weiter am Aktienmarkt anzulegen.

**Prognoserevision:** Leichte Aufwärtsrevision der 3-Monatsprognose.

## Bundesanleihen: Renditen.

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

## Aktienmarktprognose

	08.02.2023	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	15.412,05	13.700	15.000	15.500
<b>EURO STOXX 50</b>	4.209,15	3.750	4.050	4.000
<b>S&amp;P 500</b>	4.117,86	3.900	4.000	4.050
<b>Topix</b>	1.983,97	1.900	2.000	2.050

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Der kräftige Stimmungswandel seit vergangenem Herbst hat sich auch zu Jahresbeginn fortgesetzt und drückte die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen weiter nach unten. Die Geschäftsberichte zum vierten Quartal 2022 zeigen jedoch schon auf, dass sich Umsatz- und Gewinnwachstum verlangsamen. Vor allem die Ausblicke der Unternehmen auf die kommenden Quartale werden nach unten angepasst. Für den weiteren Jahresverlauf dürften daher auch die Markterwartungen korrigiert werden und die Spreads vorübergehend ein Stück herauslaufen. Dennoch ist die Marktstimmung bisher noch sehr gut, und Neuemissionen sowohl von Unternehmen als auch von Finanzinstituten können im Rekordtempo platziert werden. Die EZB wird ab März allerdings ihre Reinvestitionen fälliger Wertpapiere zurückführen, was den Markt leicht belasten sollte.

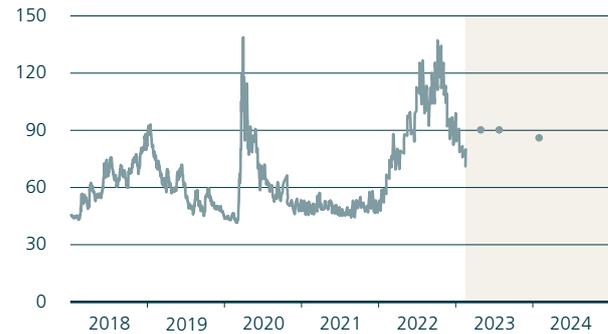
## Emerging Markets.

### Märkte.

Schwellenländeranlagen sind gut in das neue Jahr gestartet. Anleihen wurden von rückläufigen US-Renditen gestützt, während Aktien von den konjunkturfrendlichen Maßnahmen der chinesischen Regierung (Aufgabe der Null-Covid-Strategie, weniger Gängelung von Tech-Unternehmen und mehr Unterstützung für den Immobiliensektor) profitierten. Die kurzfristigen Konjunkturperspektiven haben sich damit verbessert. Die Aktienbewertungen sind allerdings nun weniger günstig und das Umfeld bleibt insgesamt schwierig. An den Anleihemärkten dürfte zunächst noch die Hoffnung dominieren, dass der Preisdruck bei Konsumgütern in den USA und den Schwellenländern im weiteren Jahresverlauf abnimmt und es noch 2023 zu ersten Leitzinssenkungen kommen wird. Insbesondere die engen Arbeitsmärkte in den Industrieländern bergen jedoch das Risiko, dass der Lohndruck und damit der Aufwärtsdruck auf die Kerninflationen länger anhält als von den Märkten heute erwartet. Viele EM-Währungen haben sich gegenüber dem Euro im letzten Halbjahr eher schwach entwickelt, weshalb wir weitere Wechselkursrisiken als begrenzt betrachten.

## iTraxx Europe.

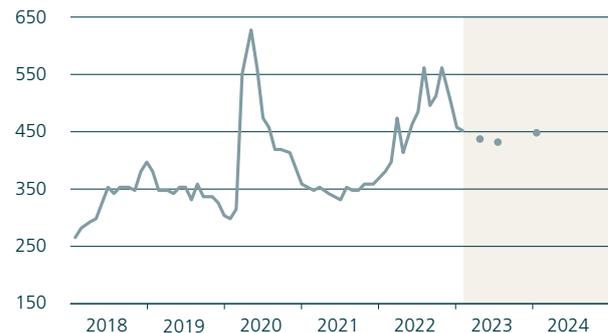
### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## EMBIG Diversified-Spread.

### Basispunkte



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

## Szenarien.

Wir haben die Wahrscheinlichkeit des Positivszenarios zulasten des Negativszenarios erhöht und kleine Anpassungen in den Szenarien vorgenommen.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken erhöhen Leitzinsen, bis Rückgang der Inflationsraten hinreichend weit vorangeschritten und mithin gesichert ist. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft findet nach der Schwächephase im Winterhalbjahr 2022/23 zurück auf den Wachstumspfad.
- Wegen weiterhin zu hoher Inflation und wegen deutlich gestiegener Zinsen werden Geld- und Finanzpolitik bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher.
- Für Europa und die USA sind bis ins Jahr 2024 hinein schwaches Wachstum und zu hohe Inflationsraten zu erwarten.
- In China begrenzen anhaltende Probleme mit Corona-Infektionswellen, verstärkte staatliche Regulierung und Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich zunächst seitwärts mit hohen Schwankungen. Mittelfristig profitieren sie von globalem Wachstum und dem Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell niedriger als Inflationsraten bleiben. Kaufkrafterhalt der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen zu anhaltend höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer extrem restriktiven Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst in Verbindung mit den spürbar gestiegenen Zinsen regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland einem erneuten Infraustellen der Währungsunion.
- Dauerhafte ausgeprägte Wachstumsschwäche in China.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen schnell auf neutrale Niveaus zurücknehmen.
- Einfrieren des Russland-Ukraine-Konflikts führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu deutlichen Aktienkursanstiegen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

#### **Disclaimer.**

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



#### **Deka Investment GmbH**

Lyoner Straße 13  
60528 Frankfurt

Postanschrift:  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

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