

ETF-Newsletter Wertarbeit

Renten statt Aktien statt Renten?

November 2023

Investieren schafft Zukunft.

Deka
Investments

Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

die Frage nach der Gewichtung von Aktien- und Renteninvestments gehört zu den Grundlagenentscheidungen jeder Anlagestrategie. Ganz gleich welche Schwerpunkte Anlegerinnen und Anleger in der Vergangenheit gesetzt haben – es gibt wichtige Faktoren, die zu Anpassungen einmal getroffener Entscheidungen führen können. Die Notenbankpolitik gehört mit Sicherheit dazu. Dies gilt zweifelsohne für den beispiellosen Zinserhöhungszyklus des vergangenen Jahres, in dem zum Beispiel die EZB den Leitzins binnen weniger Monate von quasi null auf das höchste Niveau seit mehr als zwanzig Jahren anhebte. Doch gilt dies in gleichem Maße für die kürzlich ausgerufene Zinspause?

Mit dieser Frage beschäftigen sich auch unsere Experten in dieser Newsletter-Ausgabe. Unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann konstatiert, dass die weiterhin recht robuste Konjunktur und die nur zu einem Teil zurückgekommene Inflation dafür sprechen, dass die Notenbanken das Zinsniveau noch auf längere Zeit hochhalten werden. Auch Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater sieht „higher for longer“ unter gewissen Umständen als ein realistisches Szenario an, vor allem dann, wenn eine spürbare Schrumpfung der Wirtschaftsleistung im Winterhalbjahr ausbleibt. Anstatt von einem Zinsgipfel spricht er daher von einem Zinsplateau und geht davon aus, dass die Leitzinsen in den US-amerikanischen und europäischen Wirtschaftsräumen noch für geraume Zeit hoch bleiben werden. Mit sinkenden Leitzinsen rechnet er frühestens im Laufe des Jahres 2024.

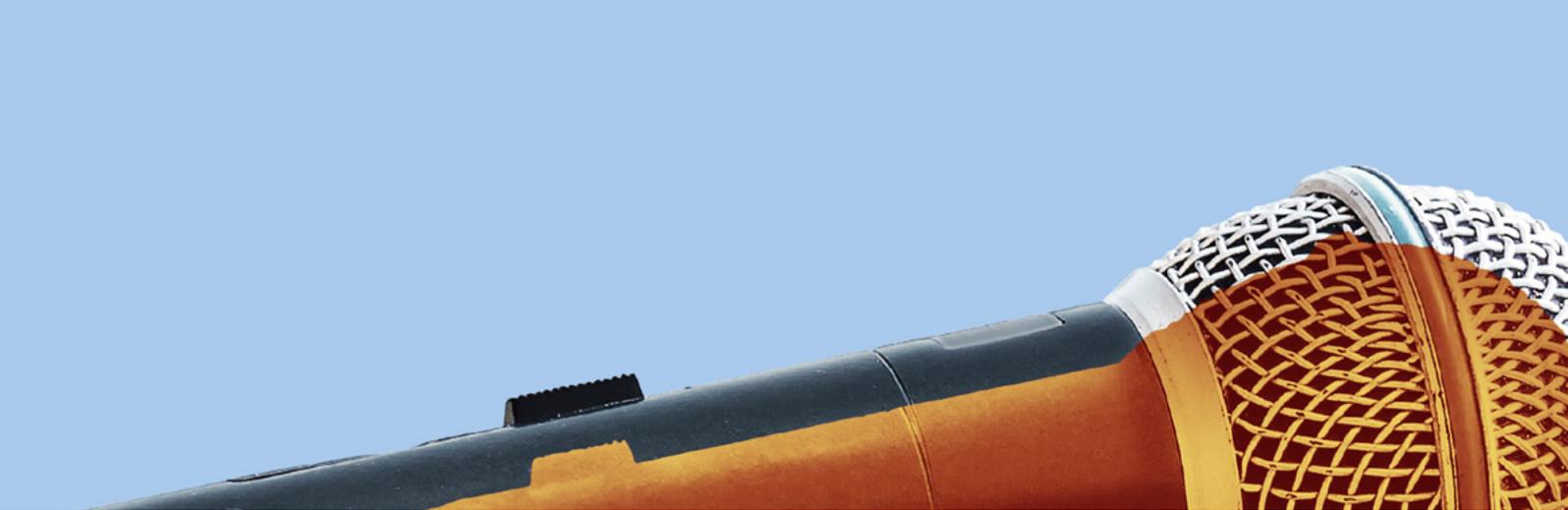
Die gute Nachricht: Ganz gleich, welche Marktmeinung Sie abbilden möchten. Die Welt der ETFs hält passende Produkte dafür bereit – für Aktien und Renten.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,
Leitung Produktmanagement
ETF, Deka Investment GmbH



Interview

„Keine Black Box für Kunden sein“

Markus Lautenschlager ist verantwortlicher Senior Portfoliomanager bei der BV&P Vermögen AG in Kempten. Für ihn spielen transparente ETFs in allen Anlagekategorien eine wichtige Rolle.

Was ist das Besondere Ihrer Vermögensverwaltung? Warum sollte jemand zu Ihnen kommen und nicht zu anderen?

Wir sind eine unabhängige Vermögensverwaltung mit Hauptsitz in Kempten im Allgäu. Das hebt uns in gewisser Weise schon heraus, denn das Allgäu ist keine Hochburg für Vermögensverwaltungen wie zum Beispiel Frankfurt. Spezialisiert sind wir auf Vermögensmanagement und Family Office. Unsere Kundinnen und Kunden kommen aus dem deutschsprachigen Raum. Dabei handelt es sich überwiegend um vermögende Privatkunden, aber auch Stiftungen und kirchliche Einrichtungen. Unsere mehrfach ausgezeichneten Finanzlösungen, die wir anbieten, werden individuell auf die persönliche Lebenssituation der Kundinnen und Kunden zugeschnitten.

Gibt es so etwas wie eine übergeordnete Anlagephilosophie?

Wir sind langfristig orientiert, denn wir wissen, dass kurzfristige Kursbewegungen oftmals rein zufällig sind. Unsere Philosophie fußt auf drei Bausteinen. Hauptbestandteil ist die sogenannte Core-Strategie, ein Portfolio, das im Kern langfristig Ruhe und Stabilität bietet. Als zweiten Baustein haben wir sogenannte Satelliten-Investments, die um den Kern herum gruppiert sind und auf Opportunitäten setzen. Hier nutzen wir aktiv die Markttechnik und fundamentale Bewertungskennzahlen. Je nach Trendstärke kann das Investment länger gehalten werden, aber eben auch schnell wieder aus dem Portfolio fliegen, wenn es den Anforderungen nicht genügt. Übergeordnet ist als dritter Baustein die aktive Steuerung der Aktienquote, die Über-, Unter- oder Neutralgewichtung managt.

Das ist eher eine traditionelle Vermögensverwaltung. Sie bieten aber auch eine digitale Version an. Wie funktioniert die? Steht dahinter ein Algorithmus?

Nein, es gibt keinen Algorithmus, der alles automatisch steuert. Wir bieten sechs Strategien mit unterschiedlicher Risikobereitschaft, die mit Hilfe der Digitalisierung standardisiert umgesetzt werden. Darunter ist zum Beispiel auch eine Strategie, die den norwegischen Staatsfonds nachbildet. Trotz Digitalisierung gilt auch hier das Prinzip der ruhigen Hand. Damit öffnen wir uns auch Investierenden mit kleineren Vermögen. Für die digitale Variante reichen dann schon 50.000 Euro, während die Einstiegsgröße normalerweise bei 500.000 Euro liegt.

Wie sieht Ihr Anlageuniversum aus?

Unser Portfoliogedanke ist global ausgerichtet und breit diversifiziert. Überwiegend nutzen wir liquide Anlagen, die gut handelbar sind, Anlageklassen wie Aktien, Renten oder auch Rohstoffe und Gold. Aber es gibt auch einen Baustein mit Alternativen Investments. Der erlaubt uns, marktunabhängige Renditen zu generieren und ins Portfolio einzubinden, um die Korrelation der verschiedenen Anlageklassen zu optimieren.

Mit welchen Instrumenten setzen Sie dies um, und welche Rolle spielen dabei ETFs?

ETFs/ETCs spielen bei Aktien und Anleihen eine sehr große Rolle. Wir sind der Meinung, dass man mit Hilfe von ETFs die Anlageideen hervorragend umsetzen kann, vor allem dank der Produktwahrheit und Produktklarheit.

Und Direktinvestments mit Einzelwerten, die ja manche Kunden bevorzugen könnten?

Wir haben dazu zwei unterschiedliche Schienen in unserer Firma. Die ETF- Vermögensverwaltung, die ich verantwortete, setzt hauptsächlich auf ETFs. Daneben gibt es eine weitere Vermögensverwaltung überwiegend mit Einzelwerten, mit der wir diesen Kundenwünschen entsprechen.

Wie wählen Sie die ETFs aus? Es gibt ja immer mehrere Indizes und Anbieter, es gibt Unterschiede bei den Kosten und Replikationsmethoden.

Wir arbeiten mit verschiedenen Filterkriterien, die eine Due Diligence, also die angemessene Sorgfalt, sicherstellen. Tendenziell ziehen wir physisch replizierende den synthetischen ETFs vor. Das Volumen der Fonds sollte ab 50 Millionen Euro aufwärts aufweisen. Mit unserem Scoringmodell vergleichen wir Kosten und Performance. Wichtig ist auch die Handelbarkeit, also möglichst enge Spannen zwischen An- und Verkauf. Das ist natürlich besonders wichtig bei den Satelliteninvestments, mit denen wir schnell und oft auch mit großem Volumen reagieren müssen.

Setzen Sie Ihre Strategien mit Plain-Vanilla-Produkten um oder nutzen Sie auch Smart Beta mit Merkmalen wie Low Volatility, Minimum-Varianz oder Faktoren wie Size, Momentum oder Value?

Größtenteils bleiben wir bei Plain Vanilla. Mitunter setzen wir Smart Beta bei den Satelliteninvestments ein. Aber unser Anspruch ist, dass unser Portfoliomanagement selbst schon smart ist. So setzen wir beispielsweise eine eigen entwickelte Branchen-Momentumstrategie mittels ETFs um.

Wie halten Sie es mit Themenfonds?

Auch dazu greifen wir natürlich, wenn wir überzeugt sind, dass sie uns weiterbringen. Aber oft sind Themen eine Mode, kein „must have“, in das wir unbedingt etwas allozieren müssen.

Um das Thema Nachhaltigkeit kommen Sie allerdings kaum herum. Wie wird das von den Kundinnen und Kunden angenommen?

Nachhaltigkeit wird stark von den Medien propagiert, und dem Thema haben wir uns schon seit Jahren mit Nachhaltigkeitsstrategien geöffnet, natürlich auf Basis von ETFs. Aber der Due-Diligence-Prozess dafür ist, sagen wir es so, ziemlich tricky. Man muss sich die zugrundeliegenden Indizes sehr genau anschauen. Jeder Emittent definiert Nachhaltigkeit ein bisschen anders. Manchmal wundert man sich, was man da als Nachhaltigkeit in der Indexzusammensetzung vorfindet. Da gilt es genau abzuwägen. Das Interesse unserer Kundinnen und Kunden ist gleichwohl vorhanden, wenn auch noch ein zartes Pflänzchen. Das ist auch nach unserer Erfahrung eine Generationenfrage. Die Jüngeren setzen stärker auf Nachhaltigkeit.

Ich greife das Thema Risikomanagement noch mal auf, von dem wir ja schon einige Elemente gehört haben. Diversifikation ist wichtig, aber kaum ausreichend. Wie agieren Sie, damit zum Beispiel Ihre Satelliteninvestments keine zu großen Drawdowns aufweisen?

Für uns fängt Risikomanagement bei den Kundinnen und Kunden an. Wir müssen uns mit ihnen über Risikotragfähigkeit und Risikobereitschaft klar sein. Prinzipiell betonen wir, dass der Faktor Zeit der beste Verbündete der Anlegerinnen und Anleger ist. Aber wir reagieren natürlich auch marktorientiert. Zunächst kommt auf allen Ebenen Diversifikation zum Tragen, mit Aktien, Renten und auch Alternatives, die weniger schwankungsintensiv sind. Wir achten auf die Saisonalität, sind also in Monaten wie August und September zurückhaltender, investieren aber ab Oktober wieder stärker und erhöhen die Risikotoleranz. Dazu gehört auch antizyklisches Verhalten. Wenn die Kurse übermäßig gefallen sind, greifen wir wieder mutig zu und kaufen Qualität nach.

Dazu hatten Sie ja 2022 große Gelegenheiten. Damals sind ja Aktien wie Renten kräftig gefallen und haben sich dann auch recht schnell wieder erholt. Wie haben Sie das Jahr 2022 gemeistert, und wie sind sie jetzt positioniert?

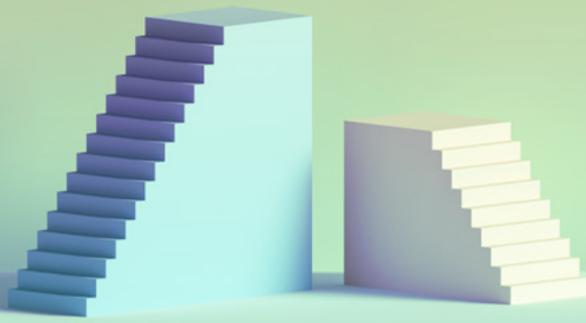
Das Jahr war schon herausfordernd. Aber dank unserer Gewichtungen von Aktien, Renten und Alternatives sind wir gut über die Runden gekommen. Vor allem die Beimischung von Alternatives wirkte sich positiv aus, da sich dieser Teil besser entwickelte als Renten und somit einem klassischen Ansatz mit Aktien und Renten mancher unserer Konkurrenten überlegen war. Nach vorne gerichtet, nutzen wir jetzt verstärkt wieder die attraktiven Rentenrenditen und gehen dazu über Schritt für Schritt Anleihen wieder höher zu gewichten. Auch im Bereich längerer Laufzeiten sehen wir interessante Gelegenheiten.

Dazu müsste der Zinsgipfel erreicht sein. Sehen Sie den?

Ich denke, wir sind nicht mehr allzu weit davon entfernt, auch wenn diese Erwartung im September erst mal wieder einen Dämpfer bekommen hat. Aber auch wenn die Zinsen noch etwas steigen, mit dem jetzigen Niveau können wir gut leben, so dass diese Bewegungen nicht mehr sehr weh tun. Zehnjährige US Treasuries mit fünf Prozent bieten schon ein solides Gewicht. Wir sind also recht positiv gestimmt.

Was fehlt Ihnen noch an ETFs für Ihre Strategien?

Der ETF-Markt hat sich dermaßen breit diversifiziert entwickelt und ist trotzdem so transparent, dass kaum Wünsche offen sind. Vor allem ist mir wichtig, dass ich für den Kunden keine Black Box bin, und dabei helfen uns die ETFs. Gut, wenn ich einen Wunsch frei hätte, dann würde ich gerne mehr Anleihe-ETFs mit zugeschnittenen Laufzeiten zur Verfügung haben, was mir eine Laufzeitsteuerung erleichtern würde.



Kolumne

Zyklusschmerzen: Aktien oder Renten?



Dr. Bernhard Jünemann
Finanzjournalist

Die Börsen bewegen sich bekanntlich in Zyklen. Warum die Kurse fallen oder steigen, lässt sich nicht immer leicht ausmachen. Meist herrscht einfach nur der Zufall. Manchmal sind es aber auch übergeordnete Trends in Wirtschaft und Gesellschaft. Gut erforscht und dokumentiert ist der mittelfristige Konjunkturzyklus. Ganz klar, wenn die Wirtschaft boomt, die Unternehmen investieren, die Kunden konsumieren und die Firmen ihre Gewinne steigern, sind das gute Gründe für den Kauf von Aktien. Umgekehrt, wenn die Wirtschaft zu schwächeln beginnt, Unternehmensgewinne schrumpfen, Konsumenten sich zurückhalten, geraten die Kurse meist unter Druck. Entscheidend ist jedoch, dass die Börse, an der ja Erwartungen gehandelt werden, oft frühzeitig reagiert, in die eine wie andere Richtung. Nach dieser Logik wäre es sinnvoll am Tiefpunkt einer Rezession wieder in Aktien zu investieren, um dann rechtzeitig vom Aufschwung zu partizipieren.

Doch wie ist die Lage zurzeit? Auf jeden Fall verwirrend. Der IWF sagt für Deutschland voraus, dass das Wachstum in diesem Jahr um 0,5 Prozent schrumpfen wird. In anderen europäischen Ländern sieht es besser aus, meist leicht positiv. Die USA boomen, wachsen im dritten Quartal mit einer Rate von fast fünf Prozent. Hält diese Entwicklung an, sollte Deutschland seine Rezession schnell überwinden. Für Anlegerinnen und Anleger wäre danach in dieser Phase jetzt genau der richtige Zeitpunkt, wieder stärker in Aktien zu investieren.

Doch wird diese gute Entwicklung des Umfeldes anhalten? Der Economist hat daran jüngst erheblichen Zweifel angemeldet und verweist auf die massiven Subventionen und steigende Staatsverschuldung. Das könne nicht so weitergehen. Zudem sei die gute Entwicklung in den USA durch Aufholkonsum nach der Pandemie induziert, ein Effekt, der jetzt auslaufe.

In der Tat muss man bei der Betrachtung einen zweiten wichtigen Zyklus für die Börse ins Kalkül ziehen: den Zinszyklus der Notenbanken. Auch der ist gut erforscht. Wenn die Wirtschaft boomt, die Inflation grassiert, erhöht die Notenbank die Zinsen, um die Wirtschaft abzukühlen und die Inflation zu drücken. Dieser Prozess beginnt meist im Boom mit guten Unternehmensgewinnen. Erfahrungsgemäß lassen darum die ersten Zinserhöhungen die Börse noch kalt, aber nach und nach wirken sie dämpfend. Ist der Zinsgipfel erreicht, nimmt die Kreditvergabe wieder zu, und das hilft auch den Aktien.

Nur wiederum die Frage auch hier: Wo stehen wir? Ist der Zinsgipfel wirklich erreicht? Die Inflation kommt zwar zurück, 4,5 Prozent aktuell in Deutschland, 3,8 Prozent in den USA. Doch sie ist immer noch deutlich höher als die Zielmarke von zwei Prozent. Das bedeutet, dass die Notenbanken das Zinsniveau auf längere Zeit noch hochhalten müssen. Erst wenn sie wieder senken, wissen wir mit Sicherheit, dass es ein Gipfel war.

Ein weiterer Aspekt: Die schon angesprochene Staatsverschuldung könnte zu einem neuen, alten Problem werden. War es in den Zeiten der Nullzinsen nicht schwierig, die Verschuldung zu finanzieren, tut dies immer mehr weh. Die Staaten könnten so gezwungen sein, die Expansion zu stoppen und Schulden abzubauen. Dies sollte die Konjunktur abbremsen. Einen kleinen Vorgeschmack erleben wir zurzeit in Deutschland, wo Bundesfinanzminister Christian Lindner um die Schuldenbremse kämpft und die Ausgaben zu reduzieren versucht.

Ob die Notenbanken doch noch mal an der Zinsschraube drehen, ist nicht mehr so entscheidend. Wichtig ist, dass das Zinsniveau auf längere Sicht wieder attraktive Renditen bietet. Aus meiner Sicht ergibt sich daraus die Notwendigkeit, die Anleihe Seite in den Portfolios sukzessive zu stärken und je nach Risikobereitschaft selektiv Aktien in der rezessiven Phase aufzustocken. Dann bieten halbwegs sichere Anleiherenditen einen ordentlichen Puffer für den wahrscheinlich holprigen Weg einer Aktienerholung. Das Fazit lautet deshalb: Aktien und Renten gehören ausgewogen in jedes Depot! Keine neue Erkenntnis, aber über viele Zyklen hinweg bewährt.



ETF-Monitor

Und schon wieder ein schwarzer Monat

Der Oktober machte seinem schlechten Ruf alle Ehre. Nicht, dass es einen Crash gab, aber die Kurse fielen den dritten Monat in Folge. Zu den seit langem bekannten Negativfaktoren – Inflation, hohe Zinsen, Wirtschaftsabschwächung, Überfall auf die Ukraine – kam diesmal der Gaza-Krieg hinzu, der zu einem Flächenbrand in Nahost werden könnte. Daran gemessen waren die Kursreaktionen zwar negativ, aber dennoch relativ verhalten.

Von den großen Indizes erwischte es am stärksten den DAX, der 3,4 Prozent abgab. Etwas weniger stark, so um die drei Prozent, verloren der Nikkei, der MSCI Emerging Markets und der Shanghai Composite. Die US-Märkte mit dem Nasdaq Composite (-2,7 Prozent) und dem S&P 500 (-2,5 Prozent) kamen mit einem blauen Auge davon. Auch der EURO STOXX 50 begrenzte seine Verluste auf 2,4 Prozent.

Richtig zur Sache ging es bei den Rohstoffen. Der S&P Global Base Metal sackte um 10,8 Prozent ab. Die Ölprei-

Europäischer ETP-Markt.



Quelle: Morningstar

Zahlen und Fakten.

2.708

Die Zahl der Notes und Fonds blieb mit rund 2.708 praktisch unverändert.

1,49

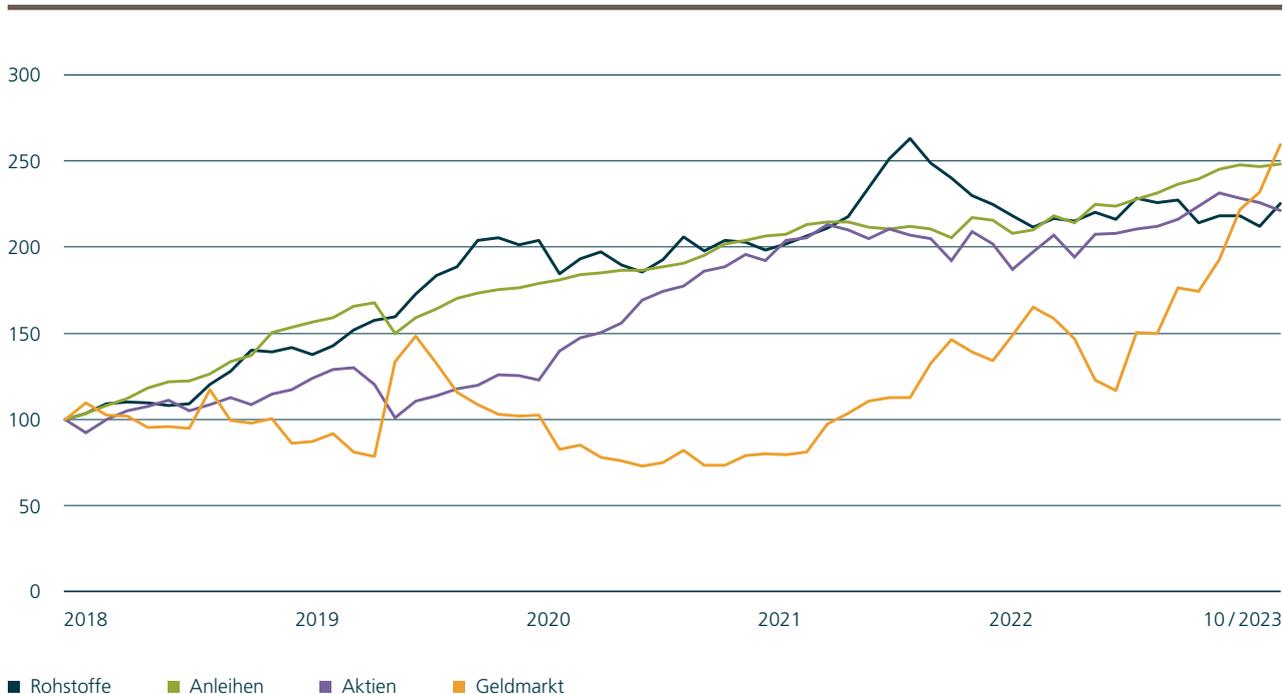
Die AuM sanken im vierten Monat in Folge, ein Minus von 0,8% auf 1,49 Billionen Euro.

se mussten ein Minus von 8,4 Prozent für die Sorte Brent hinnehmen. Aber Gold tat das, was es in echten Krisenzeiten meistens tut: Es legte eine Rallye mit einem Plus von 6,4 Prozent hin, die den Preis für das Edelmetall wieder an die 2.000-Dollar-Marke je Feinunze heranführte.

Auch für die in Europa gelisteten Exchange Traded Products, Notes und Fonds, war der Oktober ein schwarzer Monat. Rund 70 Prozent der gelisteten Produkte notierten im Minus. Von den Länder-ETFs erwischte es am stärksten Vietnam mit minus 14 Prozent. Das Land leidet inzwischen wie China unter einer Immobilienkrise. Auch die Türkei war mit ihrer Nähe zum Gaza-Krieg unter Druck. Entsprechende MSCI-ETFs verloren bis zu 13 Prozent. Abgestoßen wurden auch Energiewerte, besonders in der alternativen Form. Clean Energy zum Beispiel rutschte um die zwölf Prozent ins Minus.

Dass die Bilanz nicht gar zu schrecklich wurde, ist vor allem den vielen Anleihefonds zu verdanken. Da die Notenbanken eine Zinspause signalisierten, konnten diese Fonds durchweg leichte Gewinne verbuchen. Richtig aufwärts ging es für Fonds mit Edelmetallbezug, die rund 7,5 Prozent gewannen. Noch stärker profitierten Körbe mit Krypto-Währungen, die sich bis zu 15 Prozent verbesserten.

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



Quelle: Morningstar

Anlageklassen.

Bei den Flows hingegen zeigte sich weiter die Stärke der Aktien. Offenbar gab es genügend antizyklisch orientierte Anlegerinnen und Anleger. Sie bescherten den Dividendenpapieren einen Nettozufluss von 10,2 Milliarden Euro.

Auf die Anleihen entfiel ein Nettoaufkommen von 4,1 Milliarden Euro. Um rund eine Milliarde wurde der Geldmarkt aufgestockt. Bei den Rohstoffen flossen 382,4 Millionen Euro ab.

Zahlen und Fakten.

107,3

Dank Gold schafften die Rohstoffe sogar ein Plus von 6,1 % auf 107,3 Mrd. Euro.

997,4

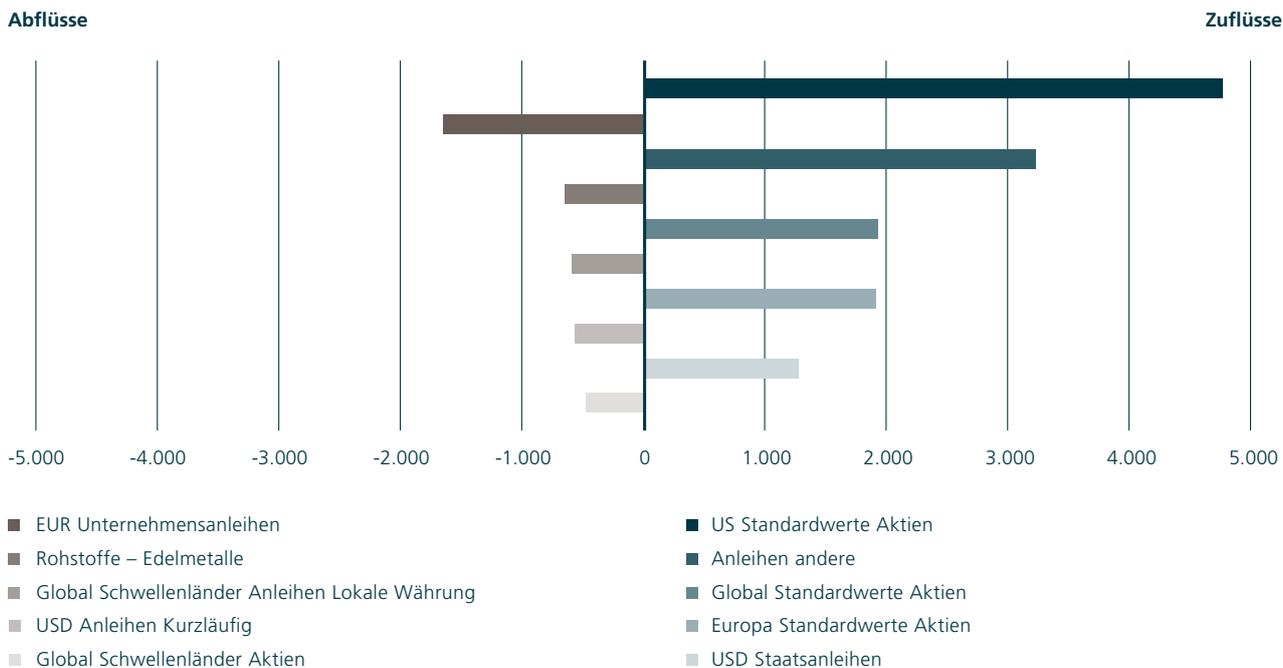
Die Aktien verringerten ihre AuM um zwei Prozent auf genau auf 997,4 Mrd. Euro.

355,3

Die Anleihen verbesserten sich dagegen um 0,7 % auf 355,3 Mrd. Euro.

10,1

Der Geldmarkt schoss den Vogel ab, ein Plus von fast 12 % auf 10,1 Mrd. Euro.



Quelle: Morningstar

Nettomittelabflüsse.

Euro-Unternehmensanleihen können mit den Renditen langer USD-Staatsanleihen gerade nicht mithalten. Sie verloren deshalb 1,6 Milliarden Euro Nettomittel. Globale Schwellenländeranleihen in Lokalwährung mussten 631,7 Millionen Euro abgeben. Angesichts der Zinspause waren US-Dollar-Kurzläufer nicht mehr gefragt. Aus ihnen flossen 562,9 Millionen Euro ab. Auch globale Schwellenländer-Aktien wurde als risikoreich betrachtet und ihr Exposure in den Portfolios wurde um 474,3 Millionen Euro reduziert.

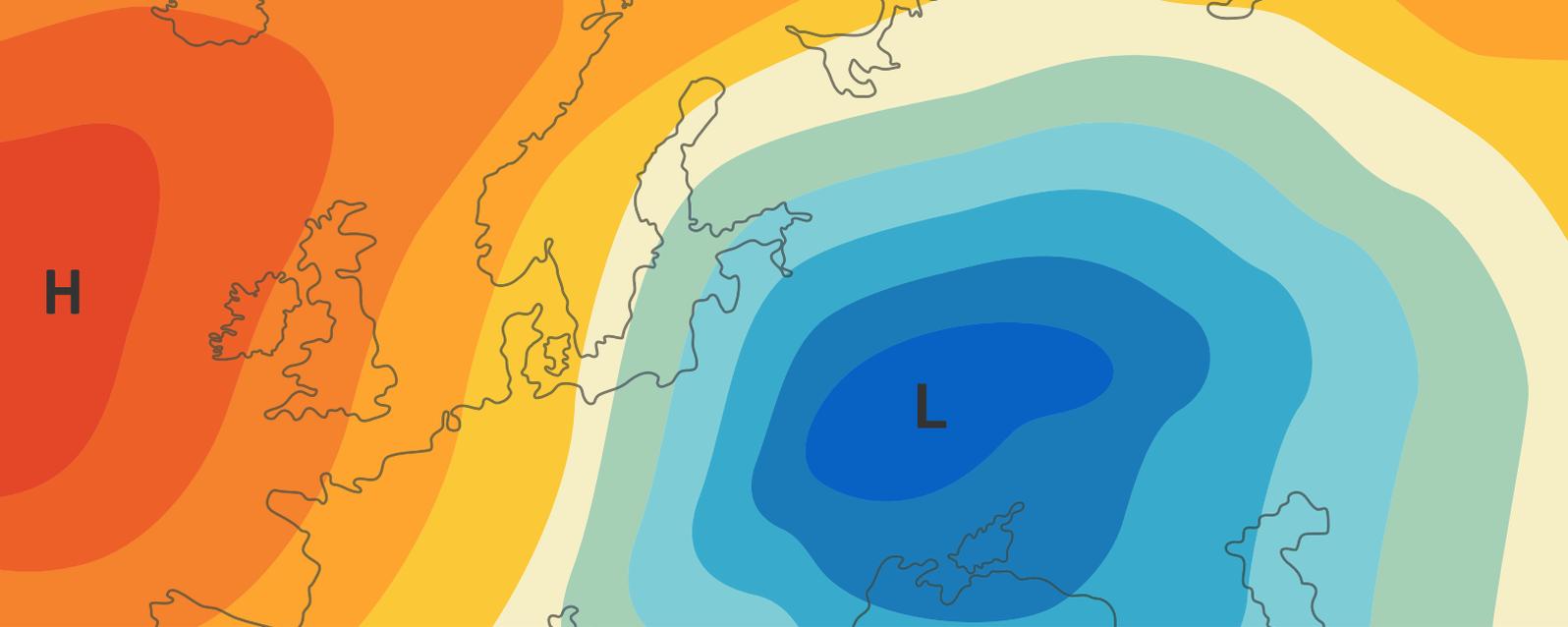
Nettomittelzuflüsse.

Heruntergebrochen auf die einzelnen Anlagekategorien und angesichts der Stärke der US-Wirtschaft überraschte nicht, dass den Standardaktien in diesem Land im Oktober 4,8 Milliarden Euro netto zufließen. Ihnen folgten mit 3,2 Milliarden Euro hochverzinste Anleihen außerhalb der Standardindizes. Danach punkteten globale und europäische Standardaktien mit jeweils 1,9 Milliarden Euro. US-Dollar-Staatsanleihen, die für zehnjährige Papiere immerhin fünf Prozent Rendite bieten können, wurden mit 1,3 Milliarden Euro bedacht.

Marktkommentar: Hoffnungsfaktor Zinspause

Genug gelitten? An den Märkten mehren sich die Stimmen, die das Bewertungsniveau nach drei Verlustmonaten als attraktiv einordnen, zumal die Wirtschaft in den USA ziemlich robust zu wachsen scheint. Hinzu kommt als Hoffnungsfaktor die Zinspause der Noten-

banken. Schließlich könnte die Saisonalität helfen. Der November und Dezember waren nach Verlustmonaten zuvor häufig für eine Gegenbewegung gut. So könnte eine kleine Jahresendrallye doch noch für einen insgesamt positives Jahr 2023 sorgen.



Makro Research

Kommt die Rezession oder kommt sie nicht?



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank EZB haben innerhalb eines guten Jahres ihre Leitzinsen massiv angehoben, um die viel zu hohen Inflationsrisiken wirksam zu bekämpfen. Nun scheint es, als ob sie fürs Erste zufrieden wären mit ihrer Vollbremsung. Bei den jüngsten Zinsentscheiden haben sich beide Notenbanken für unveränderte Leitzinsen ausgesprochen. Das Zinsplateau scheint erreicht zu sein. Warum „Zinsplateau“ und nicht „Zinsgipfel“? Weil vieles darauf hindeutet, dass die Leitzinsen in beiden Währungsräumen noch für geraume Zeit hoch bleiben werden.

Ein wichtiger Grund für dieses „High for longer“ ist die Tatsache, dass die Volkswirtschaften so robust auf die widrigen Bedingungen im Umfeld vehementer Zinsanstiege reagieren, sowohl die USA als auch Euroland. Einerseits ist es erfreulich, wenn die restriktive Geldpolitik keine Rezession verursacht. Andererseits steigt damit das Risiko, dass die Inflationsraten die Ziele der Notenbanken ohne Rezession nicht erreichen werden. Es wäre kritisch, wenn die Inflationsraten längerfristig deutlich

über 2 % verharren würden, denn dann würden die Notenbanken ihren Ruf als Hüter der Geldwertstabilität riskieren und massiv an Glaubwürdigkeit verlieren.

Somit ist klar, dass baldige Leitzinssenkungen unrealistisch sind. Oder wird vielleicht doch noch eine Rezession kommen, die ein schnelles Umsteuern ermöglichen würde? Schaut man auf die Frühindikatoren wie die Einkaufsmangerindizes, dann ist zumindest ein konjunkturell frostiges Winterhalbjahr durchaus denkbar. Die Verunsicherung durch die Eskalation im Nahost-Konflikt durch den Überfall der Hamas auf Israel, die damit verbundenen Ängste wegen eines möglichen starken Anstiegs des Ölpreises und die enttäuschende Dynamik der chinesischen Wirtschaft – dies alles sorgt zurzeit für wenig Optimismus.

Doch halten wir an unserer Einschätzung fest, dass die Wirtschaft in den USA und in Euroland erstaunlich robust bleiben dürfte. Anhaltend niedrige Arbeitslosigkeit, steigende verfügbare Einkommen und rückläufige Inflationsraten bestärken uns in der Erwartung, dass im Winterhalbjahr das Wachstum in den großen Wirtschaftsräumen zwar lahm bleibt, es aber nicht zu einer spürbaren Schrumpfung der Wirtschaftsleistung kommen wird. Insofern verbleibt eine hohe Nervosität an den Aktien- wie auch an den Rentenmärkten. Aber die Aussicht auf sinkende Leitzinsen im Lauf des Jahres 2024 dürfte den Aktien- und den Rentenmärkten wieder neuen Schwung verleihen. Das macht die gegenwärtige Übergangsphase interessant für den Aufbau langfristiger Portfolios sowohl mit Anleihe- als auch mit Aktienbestandteilen.



Prognoserevisionen und Änderungen.

- Deutschland: Aufwärtsrevision der BIP-Prognose für 2023, Abwärtsrevision für 2024.
- Euroland: Abwärtsrevision der BIP-Prognose für 2023 und 2024.
- USA: Abwärtsrevisionen der BIP-Prognose für 2024.
- Aktien: Leichte Abwärtsrevision der 12-Monatsprognose für DAX und EuroStoxx50.
- Rohstoffe: Aufwärtsrevision bei Gold.
- China: Aufwärtsrevision der BIP-Prognose für 2023.

Konjunktur Industrieländer.

Deutschland.

Die letzten Konjunkturdaten waren durch die Bank eine Enttäuschung. Man muss sich fragen, wie das Statistische Bundesamt auf eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts um nur 0,1 % im dritten Quartal gekommen ist; unsere Modelle deuten auf einen deutlich stärkeren Rückgang hin. Zudem startet die deutsche Volkswirtschaft angesichts der schwachen Septemberindikatoren mit einem sogenannten statistischen Unterhang in das letzte Quartal dieses Jahres, was sich von vornherein negativ auf die Wachstumsrate im vierten Quartal auswirkt. Bildlich gesprochen: Der Konjunkturkarren, der eigentlich den Berg hochfahren soll, ist sogar noch ein Stück zurückgerollt. Man muss daher mit einer zweiten Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts in Folge und damit mit einer technischen Rezession rechnen.

Prognoserevision: Aufwärtsrevision der BIP-Prognose für 2023, Abwärtsrevision für 2024.

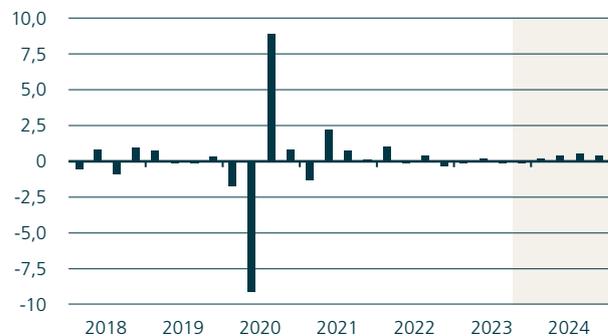
Euroland.

Die europäische Wirtschaft hat im dritten Quartal 2023 an Schwung verloren. Laut Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Euroland nach einem Anstieg im zweiten Quartal um 0,2 % nun im dritten Quartal 2023 um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal (qoq) geschrumpft. Die konjunkturelle Entwicklung in Euroland war in der Betrachtung der vier großen EWU-Länder im dritten Quartal 2023 vergleichsweise homogen. Spitzenreiter war Spanien mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität um 0,3 % qoq. Mit etwas Abstand folgte Frankreich (+0,1 % qoq). Knapp dahinter lagen Italien mit einer stagnierenden Wirtschaftsleistung und Deutschland mit einer leichten Schrumpfung (-0,1 % qoq).

Prognoserevision: Abwärtsrevision der BIP-Prognose für 2023 und 2024

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

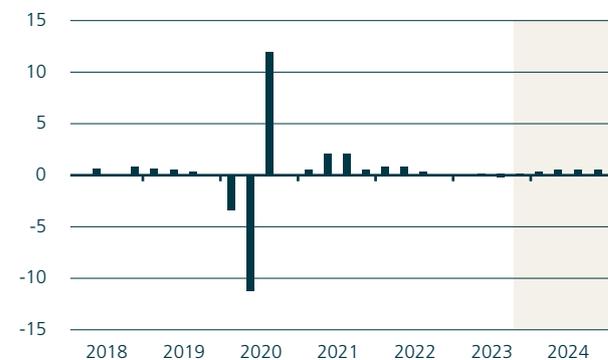
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA.

Das Bruttoinlandsprodukt ist im dritten Quartal mit 4,9% gegenüber dem Vorquartal und auf das Gesamtjahr hochgerechnet überaus kräftig angestiegen. Gleichwohl überraschten die zyklisch bedeutsamen Ausrüstungsinvestitionen auf der unteren Seite. Auch die ersten Stimmungsindikatoren aus dem Unternehmensbereich für das vierte Quartal haben enttäuscht. Damit bekommt die bisherige Resilienz der US-Wirtschaft gegenüber dem sehr hohen Restriktionsgrad der Geldpolitik leichte Risse. Wir haben daher unseren Wachstumsausblick für das Winterhalbjahr 2023/24 etwas nach unten korrigiert, erwarten gleichwohl unverändert für diesen Zeitraum eine sanfte Landung.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der BIP-Prognose für 2024.

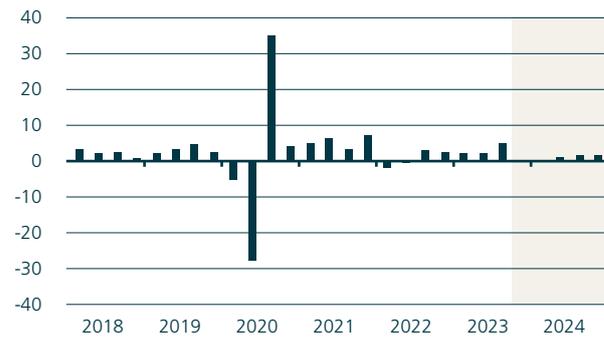
Märkte Industrieländer.

Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Die Marktteilnehmer stellen sich zunehmend auf umfangreiche Leitzinssenkungen im kommenden Jahr ein. Wir halten diese Erwartungen jedoch für überzogen, denn trotz des steilen Rückgangs der Inflation in den vergangenen Monaten bleibt die Unsicherheit über das Erreichen des Inflationsziels vorerst hoch. Wir rechnen mit der ersten Leitzinssenkung im September nächsten Jahres, gefolgt von weiteren Schritten in größeren zeitlichen Abständen. Der Rückgang der Überschussreserven im Bankensystem sollte in absehbarer Zeit noch keine Auswirkungen auf die €STR- und EURIBOR-Sätze haben, sodass sich diese weiterhin am Einlagensatz orientieren. Auf der EZB-Presskonferenz am 26. Oktober gab Präsidentin Lagarde zu verstehen, dass sich der Rat nicht mit dem Abbau der Wertpapierbestände des PEPP und einer potenziellen Anhebung des Mindestreservesatzes beschäftigt habe. Dennoch dürften diese beiden Themen schon früh im kommenden Jahr wieder in den Blickpunkt rücken, sobald die EZB ihre Überprüfung des operativen Rahmens der Geldpolitik abgeschlossen hat.

USA: Bruttoinlandsprodukt

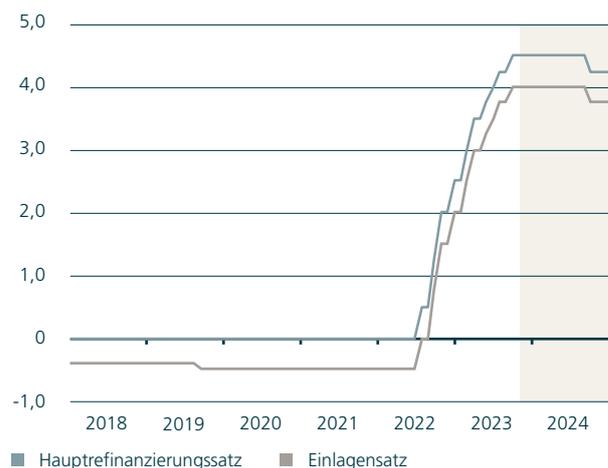
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

EZB: Leitzinsen

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

Rentenmarkt Euroland.

Die Absicht der EZB, die Leitzinsen für längere Zeit auf dem derzeitigen Niveau zu belassen, findet angesichts sinkender Inflationsraten und schwacher Konjunkturdaten wenig Gehör bei den Marktteilnehmern, was sich in niedrigeren Renditen vor allem kurzlaufender Bundesanleihen widerspiegelt. Gleichzeitig profitierte das lange Ende der Bundkurve von rückläufigen Inflationserwartungen und sinkenden Renditen von US-Treasuries. Nachlassende geopolitische Risiken und die Wahrnehmung, dass der Beginn von Leitzinssenkungen noch etwas weiter entfernt ist als angenommen, könnten in den kommenden Monaten zu einer leichten Korrektur an den Rentenmärkten führen. Anschließend rechnen wir jedoch mit einem vom kurzen Ende ausgehenden Rückgang der Renditen im Vorgriff auf eine in den kommenden Jahren vermutlich neutrale Geldpolitik.

Devisenmarkt: EUR–USD.

Der EUR-USD-Wechselkurs schwankte im Oktober seitwärts zwischen 1,05 und 1,07 USD je EUR. Anhaltend starke Meldungen zur US-Konjunktur wie das überaus dynamische Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2023 boten dem US-Dollar weiterhin Unterstützung. Anfang November konnte der Euro allerdings über die Marke von 1,07 USD je EUR aufwerten. Dazu beigetragen hat zum einen, dass die US-Notenbank ihre Zinspause bekräftigt hat. Zum anderen fielen die Daten zum US-Arbeitsmarkt für Oktober schwächer als erwartet aus. Nachhaltig stärker konnte sich der Euro bisher aber nicht zeigen. Zwar hat in Euroland die Inflationsrate im Oktober mit einem Rückgang auf 2,9% positiv überrascht. Dafür hat das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal mit einer leichten Schrumpfung die Erwartungen enttäuscht.

Aktienmarkt Deutschland.

Das wirtschaftliche Umfeld bleibt herausfordernd. Sowohl Produktion als auch Nachfrage sind schwach, und die Einkaufsmanagerindizes deuten auf keine zeitnahe Belebung hin. Das liegt auch daran, dass im Rest der Welt derzeit keine neuen Wachstumsimpulse auszumachen sind. Neben den Wachstumsperspektiven hat das geopolitische Umfeld zuletzt zusätzlich für Unsicherheit gesorgt. Angesichts dieser Rahmenbedingungen können sich die Ergebniszahlen der Unternehmen durchaus sehen lassen. Die Gewinnzuwächse sind zwar gering, aber es sind Zuwächse, und sie liegen oberhalb der Erwartungen. Stabile Gewinne sind – in Kombination mit der für den DAX mittlerweile sehr niedrigen Bewertung – zum einen eine hervorragende Begrenzung für Kurskorrekturen in Unsicherheitsphasen. Zum anderen legen sie eine solide fundamentale Basis für eine Kursaufholung zum Jahresende und darüber hinaus sowie für hohe Dividendenausschüttungen im kommenden Jahr.

Prognoserevision: Leichte Abwärtsrevision auf Sicht von 12 Monaten.

Bundesanleihen: Renditen

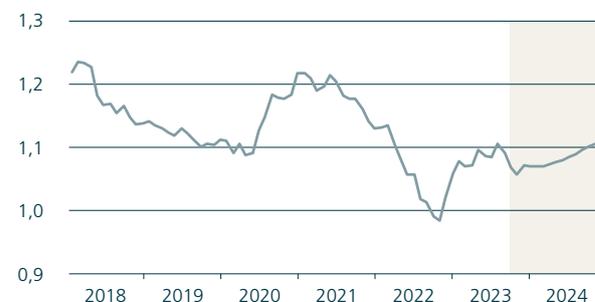
in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarktprognose

	13.11.2023	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	15.229,60	16.500	17.000	17.200
EURO STOXX 50	4.178,49	4.400	4.450	4.500
S&P 500	4.382,78	4.600	4.500	4.800
Topix	2.305,95	2.400	2.500	2.550

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Sorgen über eine Eskalation der Lage im Nahen Osten haben im Oktober die Risikoaufschläge an den Kreditmärkten kurzzeitig anspringen lassen. Doch mit der Beruhigung an Zins- und Aktienmärkten sind auch die Spreads wieder deutlich gesunken. Kassa-Anleihen profitierten hiervon noch stärker als Kreditderivate, da durch eine Pause bei Neuemissionen die Nachfrage nach Bonds am Sekundärmarkt zusätzlich geschürt wurde. Von den Geschäftsberichten der großen europäischen Unternehmen kam dabei allerdings etwas weniger Unterstützung als erhofft. Die Umsatzentwicklung blieb hinter den Erwartungen zurück, dafür konnten die Gewinnergebnisse aber leicht positiv überraschen. Im November dürfte die Neuemissionspipeline noch einmal etwas Druck aufbauen, bevor sich viele Marktteilnehmer Richtung Jahresende zurückziehen.

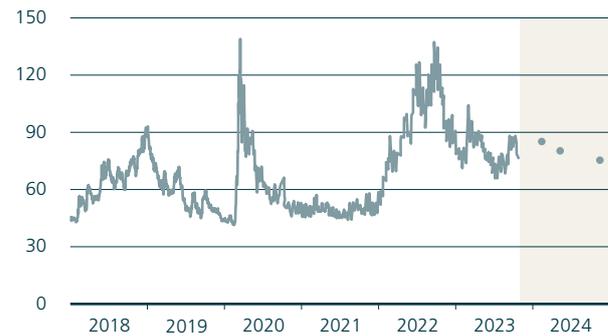
Emerging Markets.

Märkte.

Der Zinsentscheid der US-Notenbank Anfang November hat zu einem Stimmungswchsel an den internationalen Kapitalmärkten geführt: Die Renditen und Risikoaufschläge sind gesunken, die Aktienkurse gestiegen und die meisten Währungen haben gegenüber dem US-Dollar zugelegt. Rückläufige Inflationsraten und schwache Konjunkturdaten aus den USA stützen die Sicht, dass der Zinsanhebungszyklus der Fed beendet ist. Die Eskalation der Gewalt im Nahen Osten hat nicht zu einem nennenswerten Anstieg der Risikoaversion geführt. Zwar ist eine politische Lösung nicht in Sicht, doch das Risiko, dass die Kampfhandlungen in einer Weise auf andere Länder der Region ausgeweitet werden, dass dadurch die Ölversorgung der Weltmärkte in Gefahr geriete, ist nach zurückhaltenden Äußerungen sowohl der iranischen Führung als auch der libanesischen Hisbollah eher gesunken. Wir erwarten weitere Renditerückgänge an den internationalen Rentenmärkten, von denen auch Schwellenländeranleihen profitieren sollten. EM-Aktien leiden unter der anhaltend schlechten Wirtschaftsentwicklung und einer schwachen Berichtssaison in China.

iTraxx Europe

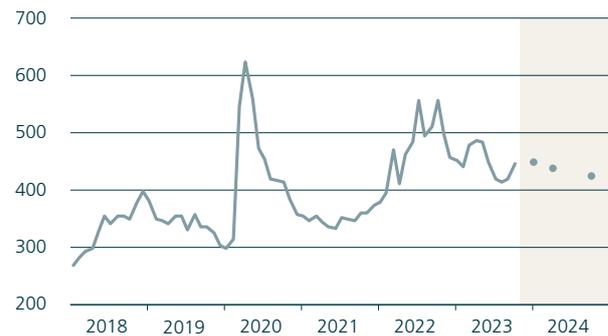
Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten unverändert gelassen.

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 haben ihren Leitzinsanhebungszyklus weitgehend abgeschlossen und agieren mit aufmerksamem Blick auf die Datenlage. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst ab 2024 wieder kräftiger.
- 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 die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell Inflationsraten nur knapp übertreffen. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen für lange Zeit zu deutlich höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer extrem restriktiven Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Belastungen durch spürbar gestiegene Zinsen lösen eine globale Bankenkrise aus.
- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs oder des militärischen Konflikts im Nahen Osten mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- 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 Infragestellen der Währungsunion.

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 der geopolitischen Konflikte führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen lassen Aktienkurse deutlich steigen 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
www.deka-etf.de