

ETF-Newsletter Wertarbeit

Happy End fürs Krisenjahr?

Dezember 2023

Investieren schafft Zukunft.

Deka
Investments

Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

beim Geld, so sagt ein altes Sprichwort, höre die Freundschaft auf. Wie es sich dann bei Zweckgemeinschaften wie zum Beispiel einer Koalition verhält, deren Vorregierungshistorie wohl kaum jemand als Freundschaft eingeordnet haben dürfte, kann aktuell tagtäglich bei der Ampel erlebt werden. Dabei liegen die Schwierigkeiten bei der Lösungsfindung vermutlich weniger im verhandlungstaktischen „Muscheltauschen“, das hier eher ein „Muschelwegnehmen“ sein dürfte, als in einer wirtschaftstheoretischen Grundhaltung gegenüber dem Thema Verschuldung. Während eine Seite die reine Lehre vertritt, dass man – salopp gesagt – nur Geld ausgeben könne, das man besitze, stellen sich zunehmend mehr Wirtschaftsfachleute auf die andere Seite, die Schulden machen im Dienste der Zukunft nicht nur für erlaubt, sondern im Dienste kommender Generationen sogar für notwendig erachten. Unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann zeichnet verschiedene Positionen nach und merkt an, dass die Finanzmärkte das Getöse ungerührt hinnehmen und der DAX einen neuen Höchststand markiert. Ursache dürften – so unser Marktbericht sowie Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater unisono – die freundlichen Inflationsdaten sowie die damit verbundene Hoffnung auf früher sinkende Leitzinsen sein. Erste Zinssenkungen sieht unser Top-Ökonom indes für die USA im Frühjahr, für die EZB hingegen erstmalig im Herbst kommenden Jahres herannahen, weitere Höchststände beim DAX nicht ausgeschlossen.

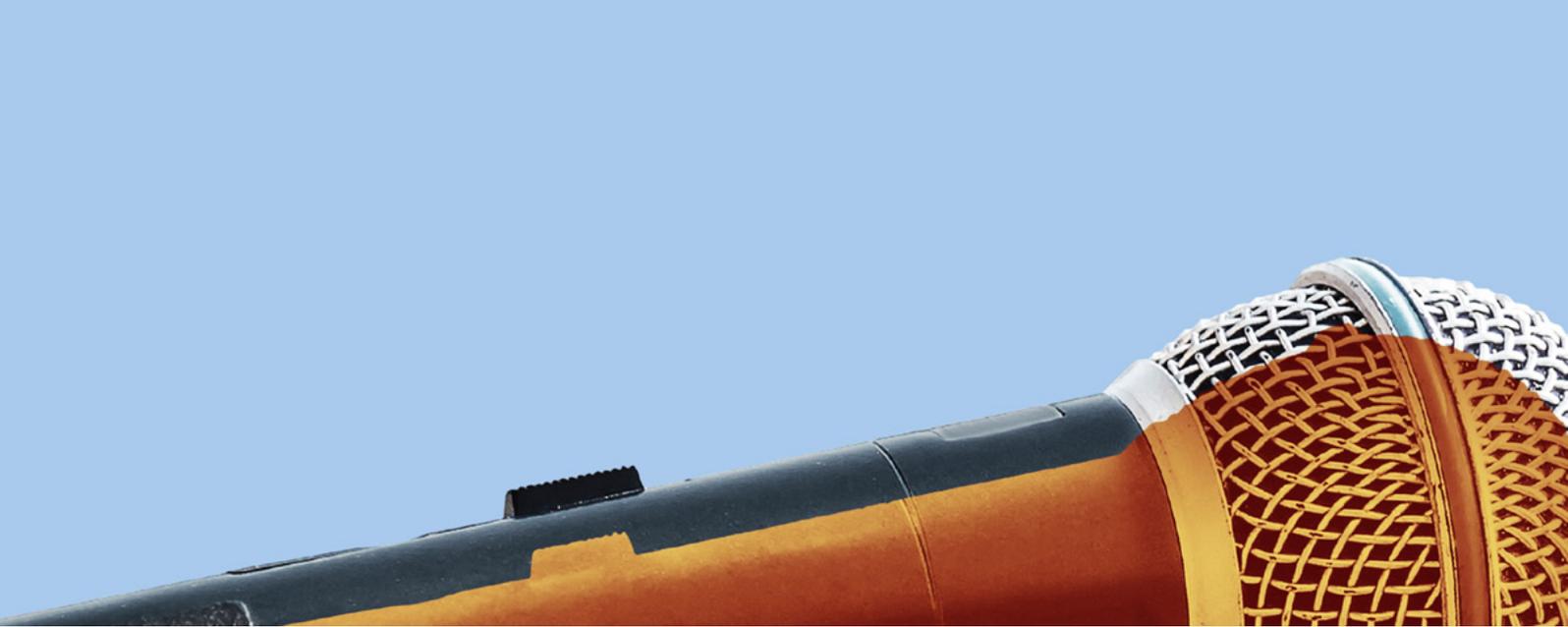
Ergo: Die Perspektiven für die Kapitalmärkte im kommenden Jahr hellen sich auf, wenn gleich viele Probleme und Krisen bestehen bleiben.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,
Leitung Produktmanagement
ETF, Deka Investment GmbH



Interview

„Essenziell in jedem modernen Portfolio“

Daria Diachenko ist Head of Investment Strategy & Portfolio Construction der deutsch-schweizerischen Firmengruppe Serafin Asset Management. Diese betreut Assets in Höhe von rund 0,9 Milliarden Euro. Welche Rolle spielen dabei ETFs?

Was ist das Besondere an Serafin Asset Management? Ich sehe, dass Sie Fonds anbieten, also eine Fondsboutique sind. Dann haben Sie institutionelle Mandate und neuerdings auch eine digitale Finanzverwaltung für Privatanlegende. Wie passt das zusammen?

Gerade das ist unsere Stärke! Wir fokussieren uns nicht nur auf einen Kundenkreis, sondern können mit unserem breiten Produkt- und Leistungsangebot gezielt die Bedürfnisse unterschiedlicher Kundinnen und Kunden bedienen. So haben wir intern ein breites Ökosystem an Investmentmanagern zusammengestellt. Da gibt es Quants, Innovationsresearcher, Spezialistinnen und Spezialisten für Schweizer Aktien, Goldminen oder Risikobewertung. Diese Expertise soll auch unseren Kundinnen und Kunden zugutekommen. Die digitalen Prozesse, die wir dafür entwickelt haben, erhöhen unsere Effizienz und ermöglichen es uns, unsere tiefgehende Marktkenntnis und Investmentkompetenz breitflächig zugänglich zu machen.

Verfolgen Sie dazu eine übergeordnete Anlagephilosophie, die sich in allen Portfoliokonstruktionen wiederfindet?

Nein, denn wir sind der Meinung, dass es keinen allgemeinen Ansatz gibt. Jeder Investierende bringt individuelle Risikobereitschaft und Renditeerwartungen mit.

Maßgeschneiderte Lösungen sind daher entscheidend. Wir lassen uns von bewährten Methoden der Diversifikation und Marktanalyse leiten, kombinieren diese dann mit proaktiver Anpassungsfähigkeit an die dynamischen Marktentwicklungen. Jedes unserer Produkte zielt darauf ab, spezifische Investmentbedürfnisse und Risikoprofile zu treffen.

Geht so etwas auch mit einer digitalen Vermögensverwaltung, bei der ja oft ein Algorithmus alles steuert?

Wir verlassen uns nicht einfach auf eine Maschine. Wir verfolgen einen klassischen Kern- und Satellitenansatz. Dazu bieten wir zunächst ein diversifiziertes Basisportfolio, das auf das Risikoprofil des Kunden zugeschnitten ist. Das wird dann individuell durch thematische Satelliten ergänzt, wenn gewünscht. Diese Prozesse laufen weitgehend automatisiert ab. Wir gewährleisten jedoch eine kontinuierliche Überwachung durch unser Investmentteam. Dazu haben wir ein Ampelsystem für die Satellitenauswahl entwickelt, mit dem die Entwicklung von thematischen und opportunistischen Trends verfolgt wird. So können wir, wenn nötig, diskretionär eingreifen.

Und ab welcher Anlagesumme kann man diese Leistungen nutzen?

Unser Angebot beginnt in der Startphase aktuell ab 1.000 Euro Erstanlagensumme, und selbst Sparpläne sind bereits ab 25 Euro monatlich möglich. So wird den Investierenden das Testen unseres Angebots ermöglicht. Perspektivisch richtet sich unser Angebot an Kundinnen und Kunden mit einer Ziel-Anlagensumme ab 100.000 Euro.

Wie groß ist das Anlageuniversum und welche Anlageklassen nutzen Sie?

Der Fokus ist global ausgerichtet. Von den Anlageklassen nutzen wir zunächst die liquiden, also Aktien und Anleihen, aber nach Bedarf auch Rohstoffe, Edelmetalle und Immobilien. Letztere aber in der Regel über REITs.

Welche Rolle spielen dabei ETFs?

ETFs sind bei uns zentral. Sie ermöglichen uns eine einfache und kosteneffiziente Abbildung der meisten Anlageklassen. Wir sind der Meinung, dass ETFs ein essenzieller Bestandteil in jedem modernen Portfolio sein sollten. Besonders gilt dies für das digitale Angebot. Dort bieten wir für die Kernstrategien drei Produktuniversen. „Klassik“ zielt auf breite Diversifikation und Kosteneffizienz ab. „ESG“ stellt Nachhaltigkeitskriterien in den Vordergrund. „Klima“ fasst Investitionen in die Klimatransformation zusammen und soll den Übergang zu einer nachhaltigen, grünen und klimaneutralen Wirtschaft fördern.

Nutzen Sie ETFs auch für die Produkte in Ihrer Fondsboutique?

Die meisten dieser Fonds investieren direkt in Aktien. Seit 2013 haben wir aber auch einen Multi-Asset-Fonds, der überwiegend ETF-basiert anlegt.

Wie wählen Sie ETFs aus? Es gibt ja immer unterschiedliche Indizes und Anbieter und entsprechend auch unterschiedliche Konditionen.

Unser Auswahlprozess ist strukturiert und mehrstufig. Das Ziel ist, den besten und leistungsfähigsten ETF im Markt zu identifizieren. Der Prozess beginnt mit der Auswahl des Benchmark-Index, der möglichst breit angelegt sein soll. Dann wird nach Track Record der Anbieter, Fondsvolumen und im Falle von ESG nach Nachhaltigkeitskriterien gefiltert. Dem schließt sich ein quantitativer Prozess mit einem Scoring an. Das geht über die Managementgebühren hinaus und erfasst den Tracking Error und die Tracking Difference.

Wie halten Sie es mit der Replikationsmethode, physisch und synthetisch?

Die Kundinnen und Kunden bevorzugen vielfach die physische Replikation. Aber wenn die Scoring-Anforderungen erfüllt sind, nehmen wir auch synthetische Pro-

dukte, was sich bekanntlich bei Rohstoffen nicht vermeiden lässt. Darüber hinaus neigen wir bei bestimmten Märkten – wie zum Beispiel den USA – zur synthetischen Replikation, um steuerliche Vorteile zu nutzen. Bei ESG-Produkten wird wiederum die synthetische Replikation kritischer betrachtet, da hier die Transparenz und direkte Kontrolle über die gehaltenen Vermögenswerte eine wichtige Rolle spielen.

Nutzen Sie Smart-Beta-ETFs zum Beispiel mit Strategien wie Minimum Varianz? Oder bleiben Sie bei Plain Vanilla?

Das entscheidet der institutionelle Kunde im Einzelfall. Aber in der digitalen Vermögensverwaltung haben wir uns klar entschieden, auf solche Ansätze zu verzichten und uns auf die diversifizierte Kernstrategie zu konzentrieren. Hinzu kommen dann, wie erwähnt, Themeninvestments als Satelliten, die mit einem Ampelsystem überwacht werden.

Wie stark ist der Trend zu nachhaltigen Investments?

Im institutionellen Bereich ist er bereits sehr ausgeprägt. Bei den Privatkunden in der digitalen Vermögensverwaltung kann man noch keinen Trend erkennen. Dazu sind wir zu kurz am Markt. Aber es gibt natürlich schon erste Kunden, die bewusst das ESG-Universum oder aber Klima-bedingte Investitionen wählen. Für eben jene nachhaltigkeitsbewussten Investorinnen und Investoren haben wir unsere einzigartige Klimastrategie entwickelt.

„Aber wir würden uns natürlich über weitere Gebührensenkungen freuen. In den USA gibt es zum Beispiel ETFs ohne Kosten.“

Was fehlt Ihnen noch im ETF-Angebot?

Im breiten liquiden Markt ist das Angebot sicher ausreichend. Aber wir würden uns natürlich über weitere Gebührensenkungen freuen. In den USA gibt es zum Beispiel ETFs ohne Kosten. Bei den Anlageklassen hätten wir gerne Fonds, die direkt in Private Equity investieren, also nicht wie bisher nur über Indizes, in den Private-Equity-Firmen vertreten sind. Solche Konstruktionen sind dabei auch relativ teuer, so dass bei den Kosten noch einiges geschehen kann.

Märkte können bekanntlich heftig schwanken. Wie gestalten Sie das Risikomanagement generell? Von ihrem Ampelsystem bei den Satelliten haben wir ja schon einiges erfahren.

Grundsätzlich sind Marktschwankungen begrüßenswert. Darin drücken sich Unsicherheiten aus, und die werden in der Regel auch mit entsprechenden Renditen belohnt. Ein Risikomanagement sollte sich daher nicht generell auf Schwankungen ausrichten. Es kommt darauf an, gute von schlechten Schwankungen zu unterscheiden. Dazu haben wir quantitative Prozesse entwickelt, die wir wöchentlich auswerten. Wir berechnen ein proprietäres „Ro-Ro-Signal“ – also Risk-On oder Risk-Off, das uns hilft zu bewerten, ob eine Marktschwankung eine Opportunität oder eine Gefahr ist. Die Portfolios unserer Kundinnen und Kunden werden so kontinuierlich automatisch überwacht, ob sie im Rahmen des vorher definierten Risikobudgets liegen. Wenn nicht, wird angepasst. Dazu gehört auch ein antizyklischer Investitionsansatz.

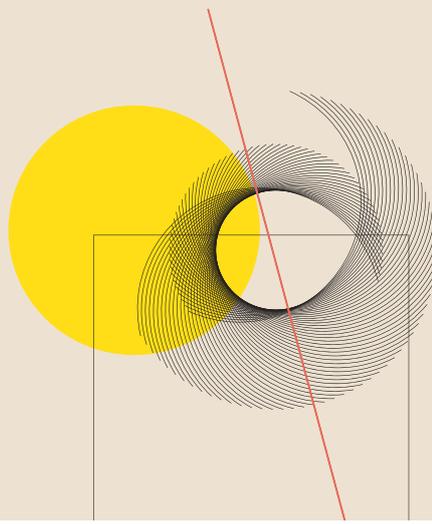
„In der Tat, 2022 war für unsere Kundinnen und Kunden ein schwieriges Jahr. So etwas kann man nur gemeinsam meistern.“

Heftige Schwankungen gab es zuletzt 2022. Damals fielen Aktien und Renten. Wie haben Sie das Jahr gemeistert?

In der Tat, 2022 war für unsere Kundinnen und Kunden ein schwieriges Jahr. So etwas kann man nur gemeinsam meistern, also Kunden zusammen mit dem Asset Manager. Wir haben in den Gesprächen immer betont, dass in solchen Marktphasen Geduld und Disziplin gefordert sind. Man darf trotz fallender Kurse nicht gleich Panik bekommen und sollte halten sowie Chancen auch antizyklisch nutzen. Das hat sich dann im Januar 2023 ausgezahlt.

Wie sind Sie zurzeit aufgestellt? Die gestiegenen Zinsen bieten ja ein paar Optionen mehr.

Na ja, das meinen vor allem die Privatanleger und weisen dann gerne aufs Tagesgeld. Aber man muss ihnen klar machen, dass sie trotz höherer Zinsen real nach Inflation noch immer Verluste einfahren. In den USA ist zwar das Verhältnis Zinserträge zur Inflation schon leicht positiv, in Europa jedoch noch lange nicht. Deshalb setzt unser Haus unverändert überwiegend auf Aktien – für private wie für institutionell Anlegende. Das gilt auch für die nächsten Monate.



Kolumne

Ein Sturm im Schuldenglas



Dr. Bernhard Jünemann
Finanzjournalist

Die Aufregung in der deutschen Politik ist groß, seitdem das Bundesverfassungsgericht das zweite Nachtragshaushaltsgesetz 2021 für nichtig erklärt hat. Die Umwidmung von nicht benötigten Geldern zur Bewältigung der Coronakrise in den Klimafonds wurde untersagt. So wogt der Streit, wie die Lücke von mindestens 17 Milliarden Euro für den neuen Haushalt 2024 gefüllt werden kann. Gibt es Steuererhöhungen, werden Sozialleistungen gekürzt, fallen Subventionen für Klimawandel weg oder aber wird die Schuldenbremse zum fünften Mal in Folge ausgesetzt?

Die Börse nimmt diese Auseinandersetzungen bisher erstaunlich gelassen. Der DAX erreichte sogar einen neuen Rekord. Interessieren sich Anleger und Anlegerinnen nicht für Schulden von Unternehmen und Staaten? Ist den Märkten das alles egal, solange nur der Rubel, pardon, der Euro rollt?

Nein, ganz und gar nicht. Aber es kommt auf die besonderen Umstände an. Seit dem 17. Jahrhundert gab es immer wieder an den Börsen Crashes und Kursverwerfungen, die durch übermäßige Schulden ausgelöst wurden, sei es durch die Staaten oder die der Unternehmen. Man denke nur an die berühmt-berüchtigte „Südseespekulation“, die 1720 zusammenbrach. Um die Kosten seiner Schulden zu senken, gewährte der britische Staat der South Sea Company das Monopol, afrikanische Sklaven

nach Südamerika zu verkaufen. Es entstand ein unglaublicher Hype, halb Europa spekulierte mit. Doch die South Sea Company machte nie Gewinn, und so stürzte das Kartenhaus zusammen. Alle paar Jahre danach kam es zu ähnlichen Verwerfungen. Der Ökonom David Ricardo formulierte deshalb im 19. Jahrhundert: „Die Staatsverschuldung ist die schrecklichste Geißel, die je zur Plage der Nation erfunden wurde.“

Selbst das 21. Jahrhundert blieb davon nicht verschont, trotz Zentralbanken und Internationalem Währungsfonds. 2001 konnte Argentinien seine Schulden nicht mehr bedienen und ging pleite, weil der Internationale Währungsfonds keine Kredite mehr nachschoss. Auch in den Jahren danach, setzte das Land mehrfach die Zinszahlungen aus. Zuletzt war es Griechenland, das sich durch kreative Buchführung in den Euroclub geschummelt hatte. Als das Land 2010 zahlungsunfähig wurde, bedurfte es jeder Kreativität der Europäischen Zentralbank und des Währungsfonds, die dadurch ausgelöste Finanzkrise in den Griff zu bekommen.

Schuldenkrisen setzen auch Unternehmen immer wieder unter Druck. Im Internethype um das Jahr 2000 herum brachen massenhaft Börsenneulinge zusammen, deren schuldenfinanzierte Investitionen keine Aussicht auf Rendite hatten. Viele Aktienanalysten hatten sich durch die vermeintlich schöne, neue Welt des Internets blenden lassen. Dabei hätte eigentlich jeder, der eine Firma bewertet, wissen müssen, dass extreme Verschuldungsquoten ein Alarmsignal sind.

Vor diesem Hintergrund ist es auf jeden Fall gut, dass es Regeln gibt, um eine übermäßige Verschuldung zu verhindern. Aber ohne Schulden geht es auch nicht. Sie sind nötig, um Wachstum und damit zukünftige Erträge zu finanzieren. Es kommt immer auf das rechte Maß an.

Um einen stabilen Euro zu gewährleisten, wurden schon im Maastricht-Vertrag von 1992 Konvergenzkriterien entwickelt. Die Budgetdefizite der staatlichen Haushalte sollten drei Prozent im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) nicht übersteigen und die Schuldenquote allgemein nicht über 60 Prozent liegen. Die Schuldenbremse in Deutschland, die seit 2016 im Grundgesetz steht, soll langfristig die Tragfähigkeit der Haushalte von Bund und Ländern sicherstellen. Die strukturelle Nettokreditaufnahme ist auf 0,35 Prozent des Bruttoinlandsproduktes begrenzt. Davon kann in Notsituationen abgewichen werden.

Davon haben die Bundesregierungen bisher viermal Gebrauch gemacht. Ob das für 2024 ein fünftes Mal nötig wird oder ob massiv gespart werden muss, bewegt die Politik. Aber für die Börsen ist wichtig, dass die Schuldentragfähigkeit nicht unmittelbar gefährdet ist.

„Aber sechs der 19 Länder der Eurozone haben schon Schuldenquoten von mehr als 100 Prozent.“

Das scheint nach den letzten Prognosen auch so zu sein. Danach erfüllt Deutschland die Maastricht-Kriterien gerade noch. Das Budgetdefizit sollte bei drei Prozent, die Gesamtschuldenquote bei 65 Prozent liegen. Aber sechs der 19 Länder der Eurozone haben schon Schuldenquoten von mehr als 100 Prozent, besonders Italien und Frankreich. Für sie könnte die Bedienung der Verbindlichkeiten wegen der kräftig gestiegenen Zinsen in der Tat schwierig werden. Da liegt die Herausforderung.

Verglichen damit ist die politische Aufregung um die deutschen Schulden eher ein Sturm im Wasserglas. Nochmaliges Aussetzen der Schuldenbremse, Sparen oder Reformieren, wofür selbst die Bundesbank wirbt, das sind alles Alternativen, mit denen die Börse wohl leben kann. So feiert sie lieber das, worauf es ihr vor allem jetzt ankommt: den Rückgang der Inflation und die Hoffnung auf sinkende Zinsen.

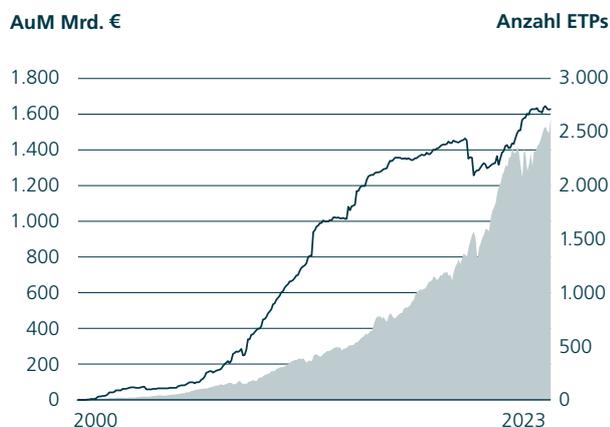
Erleichterung mit Jahresendrallye

Na, wer sagt es denn? Es gibt sie noch, die Jahresendrallye, und diesmal begann sie schon im November nach drei Monaten der Kursschwäche. Anlass dafür waren sinkende Inflationsdaten und die Hoffnung, dass der Zinsgipfel erreicht ist und die Notenbanken 2024 ihre restriktive Politik zurückfahren werden. Sorgen wegen zunehmender Konjunkturschwächen wurden weggewischt. So notierten alle großen Aktienmärkte ordentlich im Plus.

Am stärksten reagierten die Techwerte. Der Nasdaq Composite schaffte glatt elf Prozent, der TecDAX sogar etwas mehr als zwölf Prozent. Die breiten Indizes zogen mit. Der DAX konnte 9,5% und der S&P 500 8,9% verbuchen. Der Nikkei legte 8,5 Prozent zu. Für den EURO STOXX 50 und die Emerging Markets waren es 7,9 Prozent. Nur der Shanghai Composite fiel aus dem Rahmen und hinkte mit schwachen 0,4 Prozent allen anderen hinterher. Dies war weiterhin der schwierigen Wirtschaftslage in China geschuldet.

Auch die Rohstoffe zogen mit, wenn auch eher verhalten. Der S&P Global Base Metal Index brachte 3,4 Prozent auf

Europäischer ETP-Markt.



■ Anzahl ■ Assets under Management

Quelle: Morningstar

Zahlen und Fakten.

2.711

Die Zahl der Fonds und Notes stieg um 0,8 Prozent auf nun 2.711 Produkte.

1,57

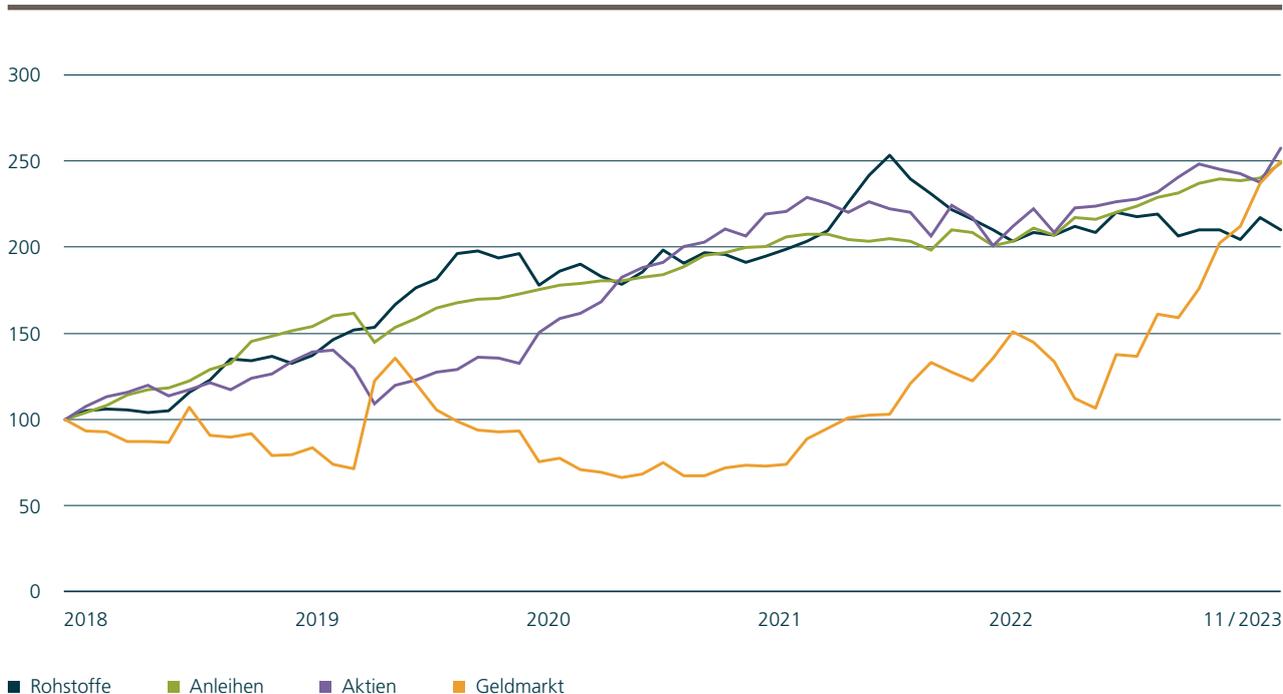
Die AuM der in Europa gehandelten ETFs – glänzten mit einem Plus von 6,3 Prozent auf 1,57 Billionen Euro.

die Waage. Der Goldpreis profitierte mit einem Plus von 2,6 Prozent von den vielen Kriegen und Krisen. Er hat sich jetzt klar über der 2000-Dollar-Marke für die Feinunze etabliert. Analysten erwarten sogar noch weiter steigende Goldpreise. Sie sehen mit sinkenden Zinsen auch sinkende Opportunitätskosten für die Goldhaltung. Ausreißer nach unten waren die Ölpreise. Für die Sorte Brent musste 5,2 Prozent weniger bezahlt werden.

Wer die richtigen ETPs, vor allem gehebelt, im Depot hatte, wurde fürstlich belohnt. Teilweise gab es Sprünge von plus 50 Prozent. Aber auch die Performance von ETFs konnte sich sehen lassen. Fonds mit Valueaktien legten immerhin bis zu 17 Prozent zu. Ihnen folgten spezielle Technologiethemen wie Blockchain oder Fintech, die sich um 15 Prozent verbessern konnten. Unter den Ländertiteln ragte Korea heraus. Dafür gab es ein Plus bis zu 13 Prozent. Schließlich fiel auch angesichts der bevorstehenden Weltklima-Konferenz in Dubai das Thema Klimawandel ins Auge. Einzelne ETFs, die sich darauf fokussieren, wurden mit einem Gewinn von ebenfalls 13 Prozent belohnt.

Verlierer waren die lange bevorzugten Energiewerte, die 15 bis 20 Prozent verloren. Breite Rohstoffkörbe gaben immerhin noch um die fünf Prozent ab. Bei den Ländern litten vor allem China-Titel, deren Werte sich bis vier Prozent verringerten.

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



Quelle: Morningstar

Anlageklassen.

Auch bei den Flows glänzten die Aktien. Ihnen flossen netto 11,6 Milliarden Euro zu. Die Anleihen profitierten mit 6,4 Milliarden. Der Geldmarkt verbesserte sich um

531,3 Millionen Euro. Das Nettomittelaufkommen der Rohstoffe verringerte sich um rund zwei Milliarden Euro.

Zahlen und Fakten.

103,9

Der Rohstoffsektor litt – er verlor im November 3,1 Prozent auf 103,9 Milliarden Euro.

1,07

Die Aktien glänzten – ihr Volumen stieg um 8,3 Prozent auf 1,07 Billionen Euro.

366,9

Auch Anleihen waren gefragt – sie verbesserten sich um 3,6 Prozent auf 366,9 Mrd. Euro.

10,6

Der Geldmarkt steigerte im November sein Volumen um 5,4 Prozent auf 10,6 Mrd. Euro.



Quelle: Morningstar

Nettomittelabflüsse.

Trotz oder vielleicht wegen kräftig gestiegener Goldpreise wurden Edelmetalle antizyklisch abgestoßen. 1,7 Milliarden Euro gingen ihnen netto verloren. Für britische Standardaktien gab es ein Minus von 844 Millionen Euro. Kurzlaufende Anleihen auf US-Dollar verringerten ihr Nettomittelaufkommen um 648,9 Millionen für Staatstitel und um 579 Millionen für ultrakurze Laufzeiten. Schließlich verloren breite Rohstoffkörbe 543,3 Millionen Euro an Volumen.

Nettomittelzuflüsse.

Nach Anlagekategorien geordnet, flossen globale Aktien-Standardwerten 4,9 Milliarden Euro netto zu. Für US-Standardaktien waren es ebenfalls 4,9 Milliarden. Euro-Unternehmensanleihen wurden mit 3,4 Milliarden bedacht. Außerhalb der Standardindizes erhielten Anleihen 1,4 Milliarden, Aktien immerhin noch 1,1 Milliarden Euro frisches Geld.

Marktkommentar: Auflösung folgt.

„Wenn es läuft, dann läuft es“, heißt es oft an der Börse. Darin drückt sich die Hoffnung aus, dass der Schwung über den Dezember hinweg bis ins nächste Jahr reicht. Die meisten Analysten sind sich einig, dass im kommenden Jahr die Leitzinsen wieder sinken, zum einen, weil die Inflation in Schach sein sollte, zum anderen, weil Konjunkturschwäche ent-

gegengewirkt werden muss. Ob die Notenbanken wirklich so denken? Jüngste Äußerungen aus diesen Kreisen lassen zwar vermuten, dass die Zinsen nicht mehr angehoben werden, aber ob das Niveau schon bald wieder abgesenkt wird, bleibt vorerst ein typisches Notenbank-Rätsel. Auflösung im nächsten Jahr.



Makro Research

Erfreulicher November an den Finanzmärkten



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Seit langen Jahren gab es keinen solch guten Monat an den Rentenmärkten wie den vergangenen November. Auch der Deutsche Aktienindex DAX strebte energisch in Richtung Allzeithoch, welches er Anfang Dezember auch erreichte. Und das, obwohl sich die geopolitischen Krisen und die allenfalls gemischten Konjunkturperspektiven nicht in Luft aufgelöst haben. Vielmehr war die Geldpolitik der Grund für die gute Stimmung, was uns Volkswirte in der Überzeugung bestätigt, dass die Geldpolitik der zentrale Ankerpunkt für die Kapitalmarktprognosen ist und bleibt.

Hintergrund für die vorzügliche Aktien- und Rentenmarktgeschichte des Novembers ist, dass bis in den Oktober hinein gemutmaßt wurde, die Notenbanken würden die Leitzinsen für längere Zeit deutlich höher halten als noch zur Jahresmitte erwartet. Infolgedessen kletterten die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen auf 5 %, die entsprechenden Bundrenditen schnuppernten an der 3 %-Marke. Aber dann wurden reihenweise freundliche Inflationsdaten veröffentlicht, die zwar weitgehend mit unserer Inflationsprognose im Einklang standen, aber bei den Finanzmarktteilnehmern einen deutli-

chen Schwenk bezüglich der Leitzinserwartungen verursachten: Die Zinssenkungserwartungen wurden spürbar nach vorne gezogen, für die Europäische Zentralbank sogar schon ins Frühjahr 2024. Zeiten steigender bzw. hoher Zinsen sind für Volkswirtschaften wie auch für die Finanzsektoren Stresszeiten. Die Aussicht, dass das Schlimmste überstanden ist und es mit den Zinsen bald wieder nach unten gehen könnte, sind frohe Botschaften für die Märkte zum Jahresende.

Sicherlich sind wir in diesem Jahr schon mehrmals durch ein Wechselbad der Finanzmarktgefühle gegangen: Phasen mit (zu viel) Pessimismus und (zu viel) Optimismus wechselten sich dabei ab. Das fundamentale Bild bleibt dabei aber stabil. So haben wir unsere Prognosen nur geringfügig angepasst und halten an der Erwartung fest, dass zunächst die US-Notenbank Fed im Sommer und dann die EZB im Herbst 2024 die Zinsen erstmalig senken wird. Der weitere Rückgang der Inflationsraten auf die 2 %-Notenbankziele ist kein Selbstläufer und bedarf genauer Beobachtung von Konjunkturindikatoren und Lohnentwicklung. Dass die Notenbanken 2024 mit den Zinssenkungen beginnen werden, ist aber gesetzt. Dies bietet noch mehr Raum für konstruktive Kapitalmarktperspektiven. Der DAX dürfte weitere neue Allzeithochs liefern, und Rentenanlagen sind die besseren Zinsanlagen im Vergleich zu kurzlaufenden Festgeldern, die demnächst die Zinstreppe nach unten gehen werden. Es mag kurzfristig schwankungsanfällig bleiben, bis die Markterwartungen bezüglich der Leitzinsen stabiler werden. Doch dies ändert nichts daran, dass man sich über den hervorragenden November an den Finanzmärkten und über die Wertpapieraussichten für 2024 freuen darf.



Prognoserevisionen und Änderungen.

- Deutschland: Abwärtsrevision der BIP- und Inflationsprognose für 2024.
- Euroland: Abwärtsrevision der BIP- und Inflationsprognose für 2024.
- USA: Aufwärtsrevisionen der BIP-Prognose; Abwärtsrevision der Inflationsprognose.
- EZB: Eine weitere Leitzinssenkung im Jahr 2024.
- Renten: Niedrigere Renditeverläufe von Bundesanleihen.
- Aktien: Leichte Aufwärtsrevision der Kursziele.

Konjunktur Industrieländer.

Deutschland.

Deutschland befindet sich in einer Stagnationsphase. 2023 wird sich die Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts wohl nah an der Nulllinie bewegen. Mit Blick auf die statistische Erblast aus dem dritten Quartal muss man im Schlussquartal 2023 sogar mit einer leichten Schrumpfung rechnen. Auch die Perspektive für das kommende Jahr hat sich eingetrübt: Die Haushaltskrise führt zu einer Verunsicherung von Verwaltung, Unternehmen und Haushalten, die Ausgaben zurückhalten werden. Die möglichen Sparmaßnahmen würden das Wachstum zusätzlich belasten. Damit könnte das Bruttoinlandsprodukt am Ende mehr als zwei Jahre lang kaum gestiegen sein.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der BIP- und Inflationsprognose für 2024.

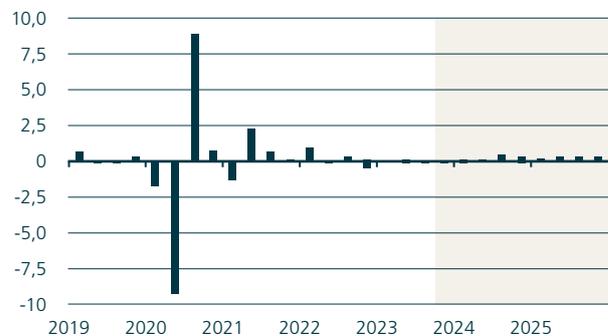
Euroland.

Nach der leichten Schrumpfung der Wirtschaftsleistung in Euroland im dritten Quartal deuten die Frühindikatoren für das vierte Quartal an, dass die Talsohle durchschritten wurde. Aber es reicht noch nicht für eine spürbare Belebung der Konjunkturdynamik. Am Arbeitsmarkt hinterlässt die schwache konjunkturelle Entwicklung bislang keine nennenswerten Bremsspuren. Seit März 2023 verharrt die Arbeitslosenquote in Euroland auf ihrem Allzeittief von 6,5 %. Dabei gibt es große Unterschiede zwischen den vier großen EWU-Ländern. Die Arbeitslosenquoten liegen im Bereich von 3,1 % in Deutschland bis 12,0 % in Spanien. Dazwischen befinden sich Frankreich (7,3 %) und Italien (7,8 %).

Prognoserevision: Abwärtsrevision der BIP- und Inflationsprognose für 2024.

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

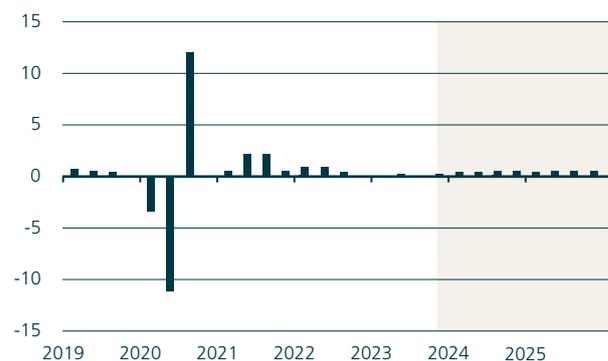
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

USA.

Nach seinem sehr starken Anstieg im dritten Quartal ist das Bruttoinlandsprodukt sehr schwach in das vierte Quartal gestartet. So nahm es nach inoffiziellen Berechnungen im Oktober um 0,5% gegenüber dem Vormonat deutlich ab. Hintergrund hierfür ist eine Normalisierung der zuvor zu hohen Lagerinvestitionen. Aber auch von den zyklisch bedeutsamen Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen gab es in der Gesamtbetrachtung Anzeichen von Schwäche. Statistisch überwiegt zwar die Aufwärtsrevision des Vorquartals, aber die Anzeichen einer schwachen Konjunktur im Winterhalbjahr haben sich verdichtet. Leichte Anpassungen waren auch bei unserer Inflationsprognose notwendig, wenngleich sich der grundsätzliche Ausblick nicht verändert hat.

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

Märkte Industrieländer.

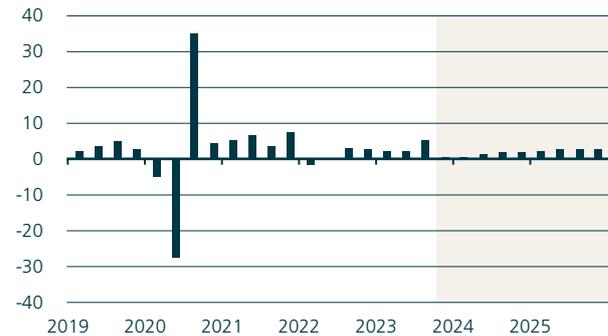
Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Die EURIBOR-Kurve ist Ende November invertiert, worin sich die Erwartung widerspiegelt, dass die EZB spätestens im April mit der Senkung der Leitzinsen beginnen wird. Ausschlaggebend hierfür war der Rückgang der Inflation, der sich auch im November unerwartet schnell fortgesetzt hat. Dennoch dürften viele Mitglieder des EZB-Rats noch nicht überzeugt sein, dass die Teuerung dauerhaft auf 2% nachlassen wird. Wir rechnen mit der ersten Leitzinssenkung daher erst im September, gefolgt von weiteren Zinsschritten im Quartalsrhythmus. Der Rückgang der Überschussreserven im Bankensystem sollte in nächster Zeit noch keine Auswirkungen auf die €STR- und EURIBOR-Sätze haben, sodass sich diese weiterhin am Einlagensatz orientieren. Zuletzt mehrten sich die Forderungen aus dem EZB-Rat, über einen Abbau der Wertpapierbestände auch des PEPP zu diskutieren. Eine Entscheidung hierüber sowie über eine potenzielle Anhebung des Mindestreservesatzes erwarten wir jedoch erst im kommenden Jahr, nach der Überprüfung des operativen Rahmens der Geldpolitik.

Prognoserevision: Zwei Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte 2024.

USA: Bruttoinlandsprodukt

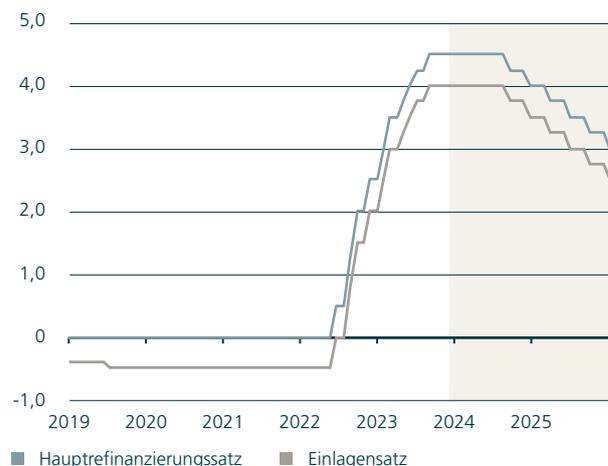
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose Dekabank

EZB: Leitzinsen

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

Rentenmarkt Euroland.

Der starke Rückgang der Renditen von Bundesanleihen seit Ende November ging von einer Kombination sinkender Inflations- und Leitzinserwartungen aus und erstreckte sich daher über sämtliche Laufzeitbereiche. Ohne weitere Hinweise auf eine Verschlechterung des konjunkturellen Umfelds stoßen die Markterwartungen über Tempo und Ausmaß bevorstehender Leitzinssenkungen der EZB jedoch an ihre Grenzen, weshalb wir kurzfristig mit einer leichten Korrektur an den Rentenmärkten rechnen. Mittelfristig besitzen die Renditen kurzlaufender Bundesanleihen jedoch noch einiges an Spielraum nach unten. Dies gilt weniger für das lange Ende, denn die langfristigen Inflationserwartungen sollten nicht mehr wesentlich zurückgehen und die Anleger bei einem wieder zunehmenden Wachstum einen zumindest leicht positiven Realzins verlangen.

Prognoserevision: Niedrigere Renditeverläufe von Bundesanleihen.

Devisenmarkt: EUR–USD.

Die Bewegung des EUR-USD-Wechselkurses im Jahr 2023 war ein Spiegelbild der Erwartungen für die Geldpolitik. Sein Jahreshoch erreichte der Wechselkurs im Juli bei 1,1255 USD je EUR, und im Oktober markierte er das Jahrestief bei 1,0469. In den vergangenen vier Wochen kam die Markterwartung recht früher Leitzinssenkungen in beiden Währungsräumen auf. Ursächlich dafür waren einige als dovish interpretierte Kommentare der Fed sowie der jüngste Rückgang der Kerninflation, der vor allem für Euroland überraschend deutlich war. So wird derzeit die erste Leitzinssenkung der EZB bereits im Frühjahr 2024 noch vor der Fed eingepreist. Entsprechend konnte der Euro seine Aufwertung vom November von 1,07 bis 1,10 USD je EUR nicht lange verteidigen. Anfang Dezember sank der Wechselkurs auf 1,08 USD je EUR.

Aktienmarkt Deutschland.

An belastenden Nachrichten herrscht in Deutschland derzeit kein Mangel. Zuletzt hat das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Klima- und Transformationsfonds den konjunkturellen Ausblick nochmals unsicherer gemacht. Allerdings gibt es auch Anzeichen dafür, dass die schlechte Stimmung ihren Tiefpunkt erreicht haben könnte. Dies signalisieren zumindest die Erwartungen der Unternehmen gemessen an den Einkaufsmanagerindizes und am ifo Geschäftsklima. Die Umfragen deuten auf eine stabile Geschäftsentwicklung im vierten Quartal und damit auf eine gute Gewinnbasis für die Aktienmärkte hin. Eine ganz erhebliche Unterstützung haben die Aktienkurse zuletzt insbesondere durch die spürbar gesunkenen Renditen und Leitzinsprognosen erfahren. Die Kombination aus einem stabilen wirtschaftlichen Ausblick bei einer perspektivisch wieder lockerer werdenden Geldpolitik spricht für einen freundlichen Jahreswechsel nach einem insgesamt ausgezeichneten Aktienmarktjahr.

Bundesanleihen: Renditen

in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarktprognose

	11.12.2023	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	16.656,44	16.800	17.500	17.800
EURO STOXX 50	4.483,26	4.450	4.500	4.580
S&P 500	4.549,34	4.700	4.800	4.900
Topix	2.387,20	2.450	2.500	2.550

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

Prognoserevision: Leichte Aufwärtsrevision der Kursziele.

Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Beflügelt von überraschend deutlich nachgebenden Inflationsraten haben die Kapitalmärkte im November eine bemerkenswerte Rallye hingelegt. Kreditderivate wie die iTraxx Indizes haben in dem Zuge die niedrigsten Spread-Stände des Jahres markiert. Unternehmensanleihen am Kassamarkt konnten dabei bisher allerdings nicht ganz mithalten. Hier kam es aufgrund einer kleinen Neuemissionswelle zum Jahresabschluss zu ansteigenden Risikoaufschlägen, da die neuen Bonds teilweise mit recht hohen Neuemissionsprämien ausgestattet wurden, um eine sichere Platzierung im Markt zu gewährleisten. Mit nachlassendem Strom von frischem Material in Richtung der Weihnachtsferien dürften die Risikoaufschläge der Kassa-Anleihen bald abschmelzen, denn das Interesse an attraktiven Renditen ist weiterhin groß.

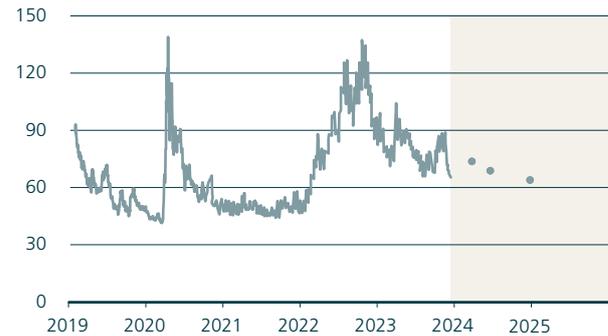
Emerging Markets.

Märkte.

Weltweit sind die Anleihekurse in den vergangenen Wochen deutlich gestiegen, wobei die Zugewinne in den Industrieländern größer waren als in den Schwellenländern, weil sich der Zinsausblick für die Emerging Markets weniger stark verändert hat, als dies vor allem mit Blick auf Fed und EZB der Fall war. In diesem Umfeld konnten EM-Hartwährungsanleihen besonders hohe Zugewinne erzielen, doch auch Lokalwährungsanleihen entwickelten sich positiv. Die Kurse von EM-Aktien sind ebenfalls gestiegen, wenngleich sie einmal mehr hinter der Entwicklung der etablierten Märkte zurückblieben. Die meisten EM-Währungen konnten gegenüber dem US-Dollar zulegen, gegenüber dem Euro war die Entwicklung aber gemischt. Mit Blick auf die kommenden Monate bleiben wir für die Rentenmärkte grundsätzlich zuversichtlich. Allerdings sind die Zinssenkungserwartungen für die Fed für 2024 inzwischen eher zu weit gelaufen. Das mittlere und lange Ende der Renditestrukturkurven sollte aber durch den Rückgang des Inflationsdrucks gestützt bleiben. Chinesische Aktien dürften weiterhin unter der wirtschaftlichen Unsicherheit leiden.

iTraxx Europe

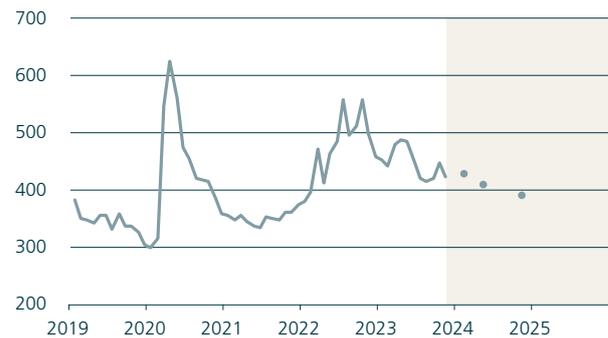
Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread

Basispunkte



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

Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien leicht angepasst und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Anpassungen nach der Ausnahmesituation durch die Corona-Pandemie und der langen Jahre der Nullzinspolitik verlaufen überraschend geschmeidig. Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst im Verlauf von 2024 wieder kräftiger.
- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck erhöht und dämpfen das globale Wachstum.
- Notenbanken haben ihren Leitzinsanhebungszyklus abgeschlossen und lassen Leitzinsen unverändert, bis sichergestellt ist, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben. Erste Leitzinssenkungen sind ab Mitte 2024 zu erwarten. Leitzinsen verharren aber noch für längere Zeit oberhalb der neutralen Niveaus.
- Die Geldpolitik wird bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher. Die Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen (wie Klimawandel, Sozialversicherungssysteme, Demografie usw.) trotz erhöhter Zinsen global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- Für Europa und insbesondere für Deutschland ist im Jahr 2024 noch ein schwaches Wachstum zu erwarten. Die US-Wirtschaft zeigt sich robuster.
- 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 bzw. die Verschiebung globaler politischer Gewichte zugunsten autoritärer Regime verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland mit 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