

# ETF Wertarbeit 12/15

## Sehr geehrte Investoren,

sie ist da: die erste Zinserhöhung der Fed seit der Finanzkrise 2008. Was bedeutet der Schritt für Investoren? Laut unseren Volkswirten markiert er einen Wendepunkt in der US-Geldpolitik, für Europa bedeutet er aber nur einen „Silberstreif am fernen Zinshorizont“. Denn diesseits des Atlantiks wird zwar die britische Notenbank bald folgen, die EZB hingegen nicht vor 2017. Dennoch stehen die Märkte 2016 vor neuen Bedingungen. Anstelle von Systemrisiken treten politische Risiken in den Vordergrund. Sei es der Flüchtlingsstrom oder das politische Klima, und deren Kraft, Wahlen zu beeinflussen. Oder die Frage nach der Offenheit unserer Gesellschaft und Wirtschaft sowie ihrer Fähigkeit, exogene Krisen zu verarbeiten. Unsere Ökonomen rechnen mit kürzeren, wechselnden Markttrends – und raten eine breite Diversifikation und zeitlich gestaffelte Investments an, um den beginnenden Zinsanstieg zu nutzen.

Ihr Martin Siegel



Martin Siegel  
Leitung ETF Marketing und  
Produktservice  
Deka Investment GmbH

### Interview mit Leif Dockerill

„ETFs für Vermögensverwaltung unverzichtbar.“

Der Leiter der Vermögensverwaltung der Kreissparkasse Ludwigsburg im Gespräch zu Sparplänen, Dividenden und Smart Beta →

### Das große 1x1 der ETF-Anlage Folge 2

„Auch die Fundamentalanalyse ist wichtig“

Erfahren Sie, wie Sie dem ETF vor dem Kauf „unter die Haube gucken“ sollten →

### Kolumne Trends und Tendenzen 2015

+50 %

mehr Strategie-ETFs in Dachfonds seit Anfang 2014 →

### ETF-Monitor Zitternd dem Jahresende entgegen

327,2 MRD

Anstieg des in Aktien verwalteten Vermögens um 3,7 Prozent auf 327,2 Mrd. Euro →

### Macro Research Volkswirtschaftliche Prognosen

2,5 %

USA Bruttoinlandsprodukt:  
Abwärtsrevision für 2016: 2,5 %  
(bisher 2,6 %) →

# „ETFs für Vermögensverwaltung unverzichtbar.“



Die Kreissparkasse Ludwigsburg nutzt verstärkt ETFs, demnächst sogar in Form von Sparplänen für Endkunden. Leif Dockerill, Leiter der Vermögensverwaltung, erläutert die Erfahrungen mit passiven Instrumenten.

## **Was bietet die Vermögensverwaltung einer Kreissparkasse? Alles, was andere auch bieten?**

Ja, und darüber hinaus punkten wir mit der regionalen Nähe. Das ist unsere Philosophie seit 27 Jahren, denn so lange haben wir schon eine eigene Vermögensverwaltung. Es ist eine Vermögensverwaltung, bei der die Kunden ihren Portfoliomanager kennen und zwischen unterschiedlichen Strategien auswählen können. Unser Fokus liegt auf Valuetitel und Dividendenstärke, was sehr gut ankommt. Wir bieten für Kunden, die weltweit investieren möchten, einen globalen Ansatz. Wir schätzen seit einigen Jahren die ETFs mit den immer wieder genannten Vorteilen: Transparenz, Flexibilität und niedrige Kosten. Auch das kommt bei unseren Kunden sehr gut an. Seit neuestem bieten wir sogar eine Vermögensverwaltungsstrategie nur mit ETFs.

## **Wer sind Ihre Kunden? Welches Volumen müssen sie mitbringen?**

Die Vermögensverwaltung beginnt ab 250.000 Euro. Die ETF-Vermögensverwaltung beginnt sogar schon bei 150.000 Euro. Unsere Kunden sind aber nicht nur Privatleute, sondern Institutionen wie Stiftungen und Firmen, die professionelle Anlagen und Strukturen suchen. Diese Kunden kommen überwiegend aus der Region.

## **Welche Bedürfnisse haben die, und wie stellen sie sich darauf ein?**

Gefordert ist fast immer das Maximum – gerade bei Stiftungen. Sie wollen ihrem Stiftungszweck nachkommen und benötigen dazu regelmäßig jährliche Ausschüttungen in einer auskömmlichen Höhe. Grundlage ist dafür aber auch, dass das Kapital erhalten bleibt. Das ist angesichts der niedrigen Zinsen zurzeit die große Herausforderung. Wo gibt es angemessene Erträge, ohne übermäßige Risiken eingehen zu müssen? Der Trend geht deshalb hin zu Sachwerten. Überwiegend werden Aktien mit Dividendenstärke favorisiert.

## **Sie mögen ETFs, aber es gibt traditionell auch andere Instrumente. Wie entscheiden Sie zwischen Einzelinvestments, aktiven und passiven Fonds?**

Wir nehmen ETFs in erster Linie für die strategische Ausrichtung, wenn wir mit einer bestimmten Anlageklasse oder Region im Markt sein wollen. Aber auch für die taktische Allokation sind sie von Vorteil. Wir können das Risiko sehr flexibel und schnell über die Investitionsquote steuern. Da sind ETFs in der Vermögensverwaltung inzwischen unverzichtbar geworden. Einzeltitel machen nur Sinn, wenn das Vermögen groß genug ist, um eine vernünftige Diversifikation darzustellen. Je nach Kundenwunsch setzen wir das dann um. Wenn wir uns für eine Region oder Assetklasse entschieden haben, analysieren wir, wer den Markt am besten abbildet und eine Mehrrendite bietet. Das kann im Einzelfall auch ein aktiver Fonds sein. In der jüngsten Vergangenheit haben wir jedoch die Erfahrung gemacht, dass passive Produkte oft besser sind.

## **Wenn Sie von diesen Vorteilen so überzeugt sind und wenn ihre Sparkasse, wie ich vermute, wie viele andere auch, ETFs in ihrem Depot A für das Treasury nutzen, dann fragt man sich: Wie kommt der normale Kunde ohne großes Vermögen in den Genuss der Vorteile von ETFs?**

Mit unserer ETF-Vermögensverwaltung ab einem Volumen von 150.000 Euro nähern wir uns schon dem durchschnittlichen Kundenvermögen, und das mit einem hohen Grad an Individualität. Der Kunde kann frei entscheiden, wie die Anlage mit ETFs umgesetzt wird. Aber wir wollen noch weiter gehen. Ab dem nächsten Jahr werden wir ETF-Sparpläne anbieten und neue Kundengruppen erschließen.

## **Da sind Sie ja Vorreiter im Verbund.**

Genau so sehen wir das auch. Wir sollten den Kundenbedürfnissen entsprechen, wir spüren vermehrt Anfragen in

den Filialen. Da gibt es auch noch sehr großen Wissensbedarf, den wir decken wollen. Wir müssen unsere Kunden unterstützen, nur so bleiben sie auch unsere Kunden.

**Wie wählen Sie ETFs aus? Gibt es Einschränkungen bei den Produkten, zum Beispiel für die Replikationsmethode?**

Grundsätzlich fühlen wir uns mit vollreplizierenden Produkten wohler. Das ist in der Regel unsere erste Wahl. Aber nicht jeder Index kann so abgebildet werden. Wenn wir einen solchen Index wollen, nehmen wir auch mal ein synthetisches Produkt. Aber das ist eher die Ausnahme.

**Kommen wir zu den Kosten. Die Managementgebühren bestimmen ja einen Teil der Performance. Aber es gibt andere Einflussgrößen. Wie gehen Sie damit um?**

Wenn wir in bestimmte Märkte investieren, wollen wir keine Überraschungen erleben. Deshalb schauen wir genau auf die Historie der Tracking Difference, der Performanceabweichung von Index und Fonds. Entscheidend ist für uns, ob ein Index sauber abgebildet wird.

**Nutzen Sie Strategie-ETFs, die ja als Smart Beta firmieren? Dividendenstrategien gehören ja auch dazu, aber es gibt inzwischen mehr.**

Dieser Markt wächst rasant, wenn man Dividendenstrategie einbezieht. Aber wir schauen auch auf andere interessante Entwicklungen: Minimum Varianz, Momentum, Buy-back. Die habe ich mir schon seit langem als passive Strategien gewünscht, und die nutzen wir jetzt auch. Damit nähern sich ETFs ein Stück weit den aktiven Strategien.

**Wie schätzen Sie das Marktumfeld in den nächsten Wochen und Monaten ein?**

Die große Herausforderung für die Vermögensverwaltung sind nicht unbedingt die Aktien, sondern die Renten. Die machen jedem Kopfzerbrechen. Bisher konnten mit Renten drei bis vier Prozent generiert werden und so in schwächeren Perioden die Volatilität in Grenzen gehalten werden. Das ist nun komplett weggefallen, und in den letzten Jahren hatten wir oft ein oder zweimal pro Jahr extreme Schwankungen. Wir müssen uns mehr mit Renten befassen, auch im Umfeld der Zinswende in den USA. Das heißt für uns eine stärkere globale Ausrichtung und erfordert ein gutes Währungsma-

nagement. Renten-ETFs bieten dazu bereits einige interessante Optionen.

**Mit anderen Worten: ETFs werden in der Kreissparkasse Ludwigsburg in den nächsten Jahren weiter an Bedeutung gewinnen?**

Definitiv ja. Ich bin überzeugt, dass ETFs in der Zukunft ein klassischer Baustein sein werden, um ein Vermögen zu strukturieren. Die Nachfrage steigt jedes Jahr an, von Seiten der institutionellen, aber auch von Seiten der privaten Kunden.

# „Auch die Fundamentalanalyse ist wichtig.“



Gordon Rose, Leiter ETF Management und Entwicklung

Willkommen zum zweiten Teil unserer Anleitung für die Analyse von ETFs! Im ersten Teil unseres Handbuchs haben wir die Frage nach der Eignung eines ETFs für Anleger beantwortet.

Im zweiten Teil beschäftigen wir uns mit dem Thema der Fundamentalanalyse und erläutern, wie Sie diese Aufgabe angehen und worauf Sie achten sollten.

In der Sprache der Autofreunde ausgedrückt: Bei der Analyse von ETFs ist es sehr wichtig unter die Haube zu schauen. Nur so verstehen Sie, was Sie sich ins Portfolio legen. Begriffe wie „Öl“, „Invers“ oder sogar „Brasilien“ im ETF-Namen sollte nicht für bare Münze genommen werden. Falls Sie es versäumen sollten, hinter das ETF-Label zu schauen, und nicht genau verstehen, welchen makroökonomischen Faktoren Sie durch dieses Investment ausgesetzt sind, kann dies zu Fehlentscheidungen und unerwünschten Ergebnissen führen.

Wenn Sie sich also mit der Analyse eines ETFs beschäftigen, sollten Sie sich den zugrundeliegenden Basiswert genau anschauen und die wichtigsten makroökonomischen Faktoren isolieren, um die zukünftige Wertentwicklung des Indizes besser einschätzen zu können. Diese Faktoren unterscheiden sich erstaunlich oft von dem, was man anhand des ETF-Namens erwarten würde.

Ein sehr gutes Beispiel hierfür ist der Schweizer SMI Index. Anleger, die von der zukünftigen Entwicklung der Eidgenossen profitieren wollen, nehmen an, dass diese Benchmark ihnen schnellen, günstigen und diversifizierten Zugriff auf genau diese Entwicklung bietet. Auf den zweiten Blick stellt man schnell fest, dass dies nicht unbedingt der Fall ist.

Der SMI Index erweist sich als sehr kopflastig. Die drei größten Indexunternehmen (Nestle, Novartis und Roche) repräsentieren ca. 60% des gesamten Indexgewichts. Daraus ergibt sich, dass der Index eine sehr hohe Sektorkonzentration aufweist. Das Gesundheitswesen repräsentiert knapp 40% vom Index, Verbrauchsgüter 27%. Unternehmen wie Nestle oder Novartis sind globale Unternehmen, die ein Großteil Ihrer Umsätze außerhalb der Schweiz generieren. Der SMI Index ist also nur bedingt für Investoren geeignet, die an der Entwicklung der Schweizer Wirtschaft teilhaben möchten.

Ein ähnliches Beispiel liefert der Index auf türkische Aktien. Obwohl der Finanzsektor ca. 50% des DJ Turkey Titans 20 Index repräsentiert, steuert dieser lediglich 3% zum BIP der Türkei bei und ist daher nicht die optimale Wahl, um am türkischen Wirtschaftswachstum teilzuhaben. Es ist also sehr

wichtig, die wirtschaftlichen Faktoren, die den zugrundeliegenden Index bewegen, genau zu verstehen. Hierbei sollte speziell die Sektoraufteilung des Index mit der eigenen Investmentvorstellung verglichen werden.

Auch bei Sektorindizes müssen Sie genauer hinschauen. Oft sind solche Indizes mit globalen Unternehmen gespickt. Der STOXX Europe Health Care Index ist beispielsweise nicht nur vom europäischen Pharmamarkt abhängig, sondern genauso vom amerikanischen und vom asiatischen.

Diese Beispiele zeigen zudem, dass keine Region oder Branche isoliert voneinander betrachtet werden soll. Es ist also immer wichtig, das gesamteinheitliche Bild zu betrachten. Wie oben bereits erwähnt, hängt die Schweiz sehr stark von der globalen Wirtschaft ab. Russland wiederum hängt sehr stark von Energiewerten ab und ist damit auch stark an die Entwicklung der Weltwirtschaft gekoppelt. In den USA sieht das Bild dann wieder etwas anders aus. Etwa 70% des BIP stammen von inländischer Konsumnachfrage. Sprich, die Abhängigkeit von Exporten ist etwas geringer als bei anderen Wirtschaftsnationen.

Generell sollte die Fundamentalanalyse erst nach der Entscheidung über die richtige Asset-Allokation erfolgen und berücksichtigen, ob der Basisindex den eigenen Investmentzielen entspricht. Außerdem sollten Sie sich die Sektorgewichtung des Index und die Unternehmensgewichtung genau anschauen. Ist der Index sehr kopflastig, besteht also eine hohe Sektorkonzentration beziehungsweise Konzentration in einzelne Titel? Falls dem so ist, sollten Sie speziell die Faktoren analysieren, die die Rendite dieser Titel oder Branchen beeinflussen.

Im nächsten Teil unseres Handbuchs werden wir uns mit der Index- und der Portfoliokonstruktion befassen.

# Trends und Tendenzen 2015



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

Auf den ersten Blick war das Jahr 2015 für die ETFs kaum spektakulär. Es gab wie üblich neue Rekorde bei den Assets under Management und beim Nettomittelaufkommen. Das Wachstum geht also weiter. Aber dennoch: Einige Entwicklungen in diesem Jahr fand ich bemerkenswert, und sie werden uns über 2015 hinaus beschäftigen. Hier meine Beobachtungen.

Wie häufiger in den letzten Jahren gab es diesmal wieder eine kräftige Korrekturphase an den Börsen. Besonders der August war heftig. Er wurde auch in den Medien sofort als „schwarzer August“ bezeichnet. Die Kurse gingen um die zehn Prozent in die Knie. Man hätte erwartet, dass auch die Nettomittel der Aktien-ETFs drastisch zurückgehen, aber das Gegenteil geschah. Der Monat August war der zweitstärkste des ganzen Jahres beim Nettomittelaufkommen.

Das weist darauf hin, dass ETFs inzwischen im Asset Management fest verankert sind und zum taktisch antizyklischen Handeln verstärkt genutzt werden, was wegen der effizienten Handelstechnik auch nur zu verständlich ist. Dazu passt die Erkenntnis der Analysefirma Morningstar: ETFs sind selbst in der Gesamtheit der Dachfonds signifikant. Fast 20 Prozent der Assets sind ETFs. In Dachfonds, die als ETF-Produkte deklariert werden, beträgt der Anteil 70 Prozent. Wenn ich meine Vermögensverwalter-Interviews der letzten zwölf Monate zusammenfasse, nicht nur die für diesen Newsletter, hat sich immer wieder bestätigt: Für die Steuerung der Anlageklassen – Aktien oder Renten – sind ETFs außerordentlich wichtig geworden, fast schon Standard.

Auffällig war bei diesen Gesprächen auch, dass sich die Einschätzung zu Smart Beta, zu intelligenteren strategieorientierten ETFs, gewandelt hat. Früher bekundeten die meisten zwar Interesse, aber fügten gleich hinzu, für die eigenen Strategien nutze man lieber Plain Vanilla. Heute heißt es meistens: „Ja, setzen wir in den Portfolios ein“. Einzelne, wie Dr. Hendrik Leber von Acatis Investment, ein ausgeprägter aktiver Rosinenpicker, bekundet sogar: „Ich liebe Smart Beta.“

Nach Morningstar hat sich die Anzahl von Strategie-ETFs in Dachfonds seit Anfang 2014 bis heute um 50 Prozent erhöht, ist aber mit einem Volumen von gut zwei Milliarden Euro noch bescheiden. Es sind beileibe nicht nur die bewährten Dividenden-Strategien, die genutzt werden. An der Deutschen Börse sind inzwischen 144 smarte Produkte gelistet, nur 40 davon sind Dividenden-Strategien. Von der schlichten Gleichgewichtung über Minimum Varianz bis zu ethisch-konformen Strategien gibt es ein großes Spektrum. ETFs rücken mit ihren regelgebunden Ansätzen damit immer näher an den

klassischen aktiven diskretionären Fondsmarkt heran und sollten – diese Erkenntnis liegt auf der Hand – weiter Marktanteile erobern.



**Auffällig war 2015 das rasante Wachstum von Portfoliolösungen. Inzwischen scheint jede größere Vermögensverwaltung ihren Kunden einen Dachfonds mit ETFs zu bieten.**

Auffällig war 2015 das rasante Wachstum von Portfoliolösungen. Inzwischen scheint jede größere Vermögensverwaltung ihren Kunden einen Dachfonds mit ETFs zu bieten. Das ist aber nicht nur auf Fondsmäntel beschränkt. Es gibt gemanagte Accounts oder nur Anlagevorschläge, die der Kunde selbst umsetzen kann und dazu gelegentliche Signale für das Rebalancing erhält. Bemerkenswert, wie die ETF-Anbieter, die sich ursprünglich als reine Bausteinlieferanten verstanden, Portfoliolösungen inzwischen aktiv mit Kooperationspartnern promoten.

Für die Branche bietet sich damit endlich die Möglichkeit, aus der Falle des provisionslosen ETF-Vertriebs herauszukommen. Denn für solche Lösungen kann ein zusätzliches Leistungsentgelt genommen werden. Hinzu kommt, dass der Trend zu ETF-Sparplänen ungebrochen ist. Diese lassen sich nun mit Portfoliolösungen kombinieren. ETFs werden dadurch bei Privatkunden weiter vorankommen.

Das dürfte auch dem jüngsten Trend einen Schub verleihen: Robo-Advisory. Der Begriff fasziniert die Branche: Was kann dieser „Robo“ wirklich leisten? Offenbar immer mehr, als man bis vor Kurzem noch für möglich hielt, denn die zugrundeliegenden Algorithmen werden immer lernfähiger. Schon heute haben die Direktbanken ihren elektronischen Anlageberater, der nach bestimmten Kriterien Vorschläge unterbreitet. ETFs scheinen dafür besonders gut geeignet, weil die Produkte präzise definiert, transparent und kostengünstig sind. So werfen sie weniger Fragen auf als klassische aktiven Fonds mit ihrem Mehrwertversprechen. Ideal für Selbstentscheider. Aber auch klassische Kunden können sich so besser auf Beratungsgespräche vorbereiten. Kurzfristig dürfte der Roboter nicht den individuellen Kundenberater ersetzen, denn dieser kann sich intuitiv immer noch besser auf Kundenbedürfnisse einstellen.

Nimmt man all diese Tendenzen zusammen, kann man für 2016 eine recht einfache Prognose für die ETFs stellen: Das Wachstum an Nettomitteln sollte weiter zunehmen – über alle Marktschwankungen hinweg.

# Zitternd dem Jahresende entgegen.



Nach dem kräftigen Schub im Oktober ging auch die Erholung im November noch weiter. Kleinere Angstanfälle konnten immer wieder schnell überwunden werden. Viele Anleger, vor allem in den USA, hielten sich im Vorfeld von den Notenbank-Entscheidungen im Dezember lieber erst einmal zurück. Doch der Grundton blieb recht freundlich.

Der Dax schaffte so im November ein ordentliches Plus von 4,9 Prozent, gefolgt vom Nikkei (4,1%), dem Euro STOXX 50 (2,6%), der Nasdaq (1,1%) und dem Dow Jones (0,3%). Der MSCI Emerging Markets gab wieder vier Prozent ab, obwohl sich die chinesischen Märkte diesmal stabil zeigten. Die Zuspitzung in Nahost, Korrekturen in Indien und Brasilien sorgten für Gegenwind. Bei Rohstoffen war wieder Ausverkauf. Öl (-9,9%), Silber (-9,5%) und Gold (-6,8%) gaben kräftig ab.

Wer mit gehebelten ETFs in die eine wie andere Richtung arbeitete, konnte wieder kräftige Gewinne einstreichen. Sonst schienen Fonds mit Branchenspezialitäten am besten zu laufen: ob chinesische Immobilien (10,8%), europäische Automobile (8,6%) oder amerikanische Biotechnologie (6,9%). Bei den Ländern lagen Indonesien und Malaysia rund sieben Prozent vorn. Rohstoff- und Minenwerte dominierten die negative Seite. Am stärksten verloren die Kupferproduzenten mit rund 12 Prozent. Bei den Negativ-Ländern ragte Polen heraus (-10,9%). Der Regierungswechsel in Warschau hatte Befürchtungen ausgelöst, die liberale Wirtschaftspolitik könnte zu Ende sein.

ETF Markt – AuM

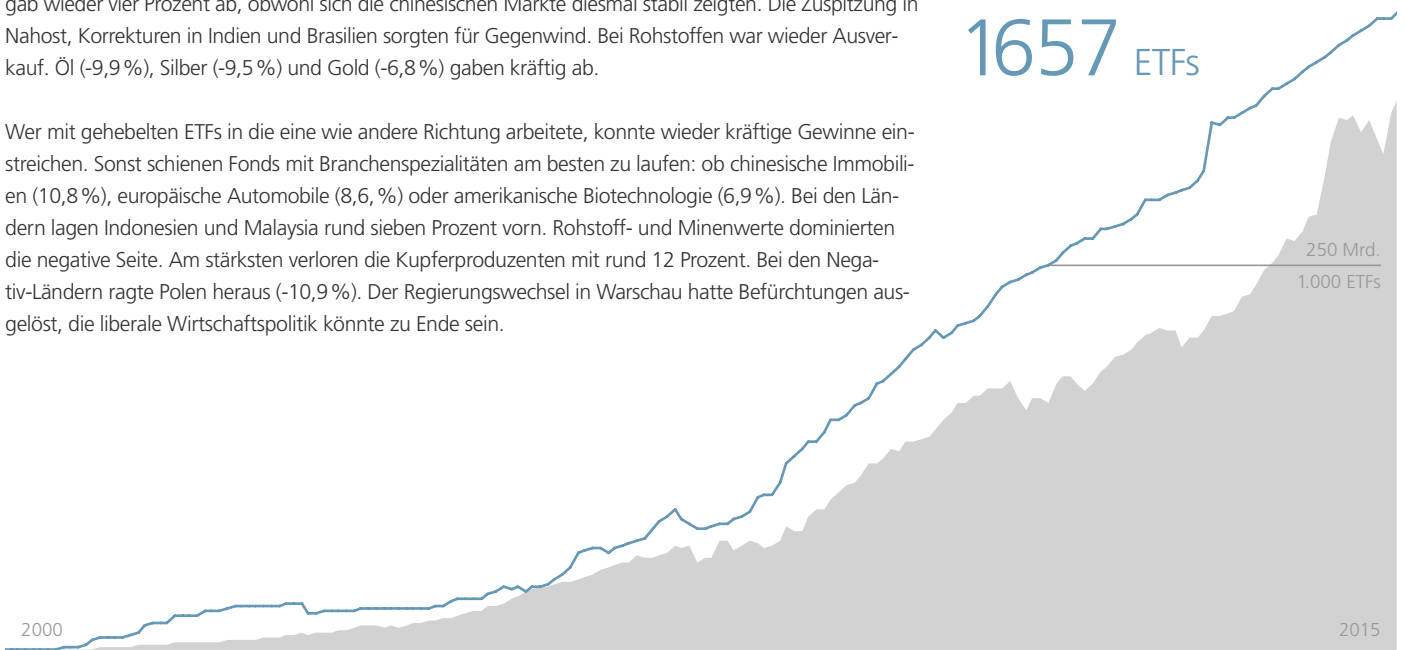
2,7% ▲

429,3 MRD.

ETF Markt – Produkte

20 ▲

1657 ETFs

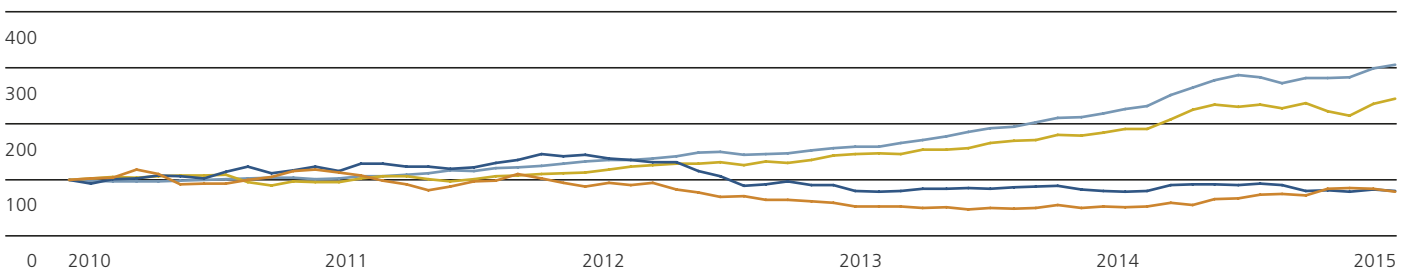


Quelle:Morningstar

## Entwicklung AuM in Assetklassen (1 Monat)

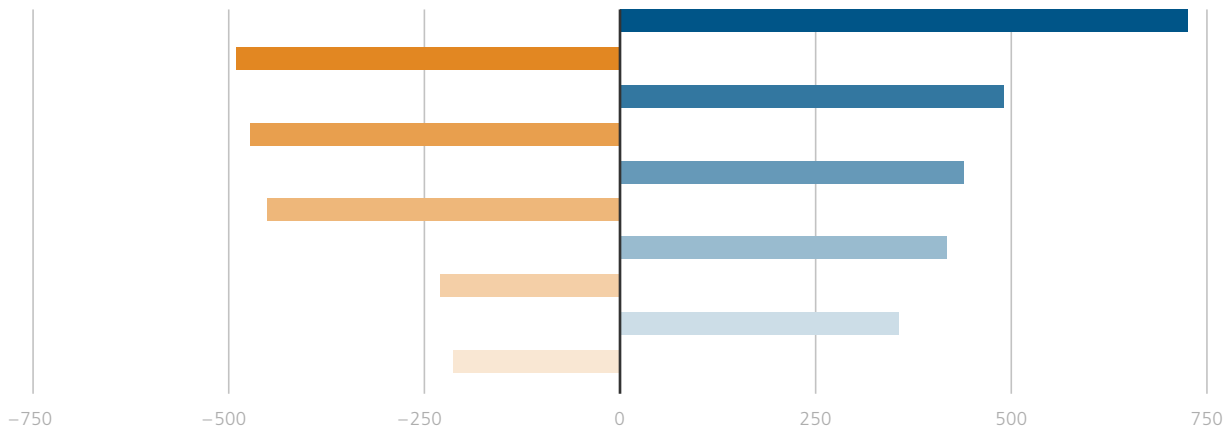
| Aktien     | Renten     | Rohstoffe | Geldmarkt |
|------------|------------|-----------|-----------|
| 3,7% ▲     | 2,4% ▲     | -4,4% ▼   | -5,5% ▼   |
| 327,2 MRD. | 108,1 MRD. | 29,3 MRD. | 3,7 MRD.  |

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



Quelle:Morningstar

Netto-Mittel: Ab- und Zuflüsse nach Anlageklassen in Mrd. Euro (November 2015)



- EUR Staatsanleihen Kurzläufig
- Geldmarkt – Andere
- Standardwerte Eurozone Aktien
- Aktien Indien
- Rohstoffe – Edelmetalle

- EUR Anleihen High Yield
- Standardwerte USA Aktien
- Standardwerte Global Aktien
- EUR Unternehmensanleihen
- Schwellenländer Global Aktien

Quelle: Morningstar

**Europäische Aktien**

-491 MIO.

**Indische Aktien**

-450 MIO.

**Europäische High Yield Bonds**

+726 MIO.

**Unternehmensanleihen**

+491 MIO.

Die Verliererseite wurde auch von Anleihen angeführt. Das lässt sich ebenfalls mit den Erwartungen an die EZB begründen, verstärkt durch einen tieferen negativen Zinssatz. Indische Aktien waren nicht mehr gefragt, nachdem zuvor eine sehr starke Zinssenkung stimuliert hatte (-228 Mio. €).

Beim Nettomittelaufkommen nach Fondskategorien überraschten die Anleihen. Das ist mit den hochgesteckten Erwartungen an die EZB und einer Ausweitung des Kaufprogramms zu erklären. 417 Millionen Euro waren es für die europäischen Unternehmensanleihen. Dazwischen schoben sich Aktienkategorien, amerikanische Standardwerte (+491 Mio. €) und globale Standardwerte (+439 Mio. €). Bemerkenswert, dass die Emerging Markets trotz negativer Performance im November, immer noch 356 Millionen Euro neue Mittel verbuchen konnte, was sich als eine vorsichtige Hoffnung auf Erholungspotential dieser Aktienklasse werten lässt.

→ Historische Entwicklung

**Marktkommentar:** Alles klar für die Jahresendrallye?

Die Stimmen am Markt sind sehr vorsichtig. Verschreckt hat die heftige negative Reaktion nach der EZB-Entscheidung Anfang Dezember. Dabei hatte Mario Draghi nur geliefert, was er versprochen hatte, doch nicht mehr, worauf viele Anleger offenbar insgeheim gesetzt hatten. Jetzt kommt es auf die Fed an. Obwohl ja Zinserhöhungen an sich nicht gut für die Aktienmärkte sind, könnte sich die erwartete ultraleichte Anhebung als Befreiungsschlag erweisen. Dann wäre der Weg für eine Jahresendrallye und einen guten Abschluss für 2015 frei.



Die Stimmen am Markt sind sehr vorsichtig.

# Silberstreif am fernen Zinshorizont.

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank



Was war 2015 für ein Jahr an den Wertpapiermärkten? Im Niedrigzinsumfeld war es ein Aktienjahr, wie erwartet und wie schon 2014! Und sonst? Es gab mehr Marktschwankungen als im Vorjahr. Vielfältige – oft schlechte – Nachrichten ereilten uns und mussten von den Märkten verarbeitet werden. Hierbei spielten die Zentralbanken einmal mehr eine entscheidende Rolle. Egal, ob bei der Griechenland-Problematik oder beim Ukraine-Konflikt in der ersten Jahreshälfte oder bei den Sorgen um China und die Weltkonjunktur im weiteren Jahresverlauf, die Notenbanken standen bereit, ihrer expansiven monetären Unterstützung konnte man sich gewiss sein.

Im Grundsatz wird es bei den geldpolitischen Rahmenbedingungen fürs Erste keinen radikalen Kurswechsel geben. Die heimischen Anleger sind weiterhin in einer Welt ohne Zinsen gefangen. Aber unter dem Deckmantel der Normalisierung ihrer Geldpolitik wird die amerikanische Notenbank Fed am 16. Dezember den ersten Zinserhöhungsschritt wagen. Wenn wir diese Sternschnuppe am Zinshimmel sehen, dürfen wir uns etwas wünschen. Sanfte Zinserhöhungen seitens der Fed wird es wohl in den nächsten Jahren geben. Ob dies auch für unsere heimischen Zinsen gilt, das steht in den Sternen. Mehr als ein Silberstreif am fernen Zinshorizont ist hierzulande noch nicht erkennbar.

So moderat sich die Zinslandschaft im kommenden Jahr verändern mag, der zugrundeliegende Perspektivwechsel ist bemerkenswert. Die Systemrisiken am Finanzmarkt rücken in den Hintergrund, wohingegen politische Risiken in den Vordergrund treten. Für Europa stehen mit dem Flüchtlingszustrom und den Gefahren für die innere Sicherheit beachtliche Herausforderungen auf der Agenda, die die anstehenden Wahlen und mithin die politische Landschaft verändern können. Dass hierbei die Offenheit von Gesellschaften und Volkswirtschaften sowie die notwendige Reformbereitschaft in kritischem Maße zurückgeworfen werden können, muss man als Risiko für die Prognose im Augenmerk behalten.

Insgesamt erwarten wir bis Ende 2017 ein moderates Wachstum der Weltwirtschaft, das mit einem sehr allmählichen Anstieg der Renditen bei festverzinslichen Wertpapieren einhergeht und bei dem europäische Aktien im Jahr 2016 das attraktivste Kurspotenzial bieten. Der beschriebene Perspektiv- und Themenwechsel bringt wie jeder Umkehrpunkt indes stets auch ein gerütteltes Maß an Unwägbarkeiten und damit Marktschwankungen mit sich. Kürzere und wechselnde Trends werden die Aktien- und Zinsmärkte dominieren. Der Weg aus dem Zinstief wird ein langer und kein leichter sein. Dabei können ein breit diversifiziertes Portfolio und die regelmäßige Geldanlage in Form eines Sparplans helfen, die beginnende Normalisierung der Zinslandschaft bei der Wertpapieranlage konstruktiv zu begleiten.

## Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:

- Wir haben unseren Prognosehorizont auf das Jahr 2017 erweitert.
- ▼ **Inflation Euroland:** Abwärtsrevision von Bruttoinlandsprodukt und Inflationsrate für 2016.
- ▼ **USA:** Bruttoinlandsprodukt 2016: 2,5 % (bisher: 2,6 %); Inflation 2016: 1,8 % (bisher: 2,2 %). Abwärtsrevision der Leitzinsprognose für Ende 2017 auf 2,375 % (bisher: 2,875 %).
- ▼ **Rohöl:** Abwärtsrevision der Ölpreisprognose für 2016.
- ▼ **Brasilien:** Abwärtsrevision der Bruttoinlandsprodukts-Prognose.



## Konjunktur Industrieländer

### Deutschland

Der Start in das vierte Quartal war gemischt: Die Umsätze im Einzelhandel sanken, und die Produktion stagnierte nahezu. Doch es gab auch gute Nachrichten, denn die Industrie konnte ihre Umsätze und Auftragsengänge spürbar steigern. Dennoch bedarf es noch einiger guter Daten, damit unsere Prognose eines Anstiegs des Bruttoinlandsprodukts von starken 0,3% qoq erreicht wird. Immerhin zeigen sich die vorlaufenden Stimmungskennzeichen stark und lassen auf entsprechende positive Konjunkturnachrichten hoffen.

**Prognoserevision: –**

### Euroland

Das wichtigste Standbein für das Wachstum in Euroland im dritten Quartal war der Konsum. Ohne seine Impulse wäre die Wirtschaftsleistung geschrumpft. Denn die Anlageinvestitionen der Unternehmen stagnierten, und der Außenhandel belastete spürbar. Für das vierte Quartal signalisieren die Stimmungskennzeichen eine leichte Belebung der Konjunktur. Die wirtschaftliche Erholung sorgt mittlerweile auch für eine sichtbare Besserung am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote in Euroland hat im Oktober mit 10,7% den niedrigsten Stand seit Januar 2012 erreicht. Die Inflationsrate lag im November bei 0,1%. Zwar verleiht das stärkere Wachstum der Inflation Auftrieb, doch die Bremswirkung der rückläufigen Energiepreise ist stärker.

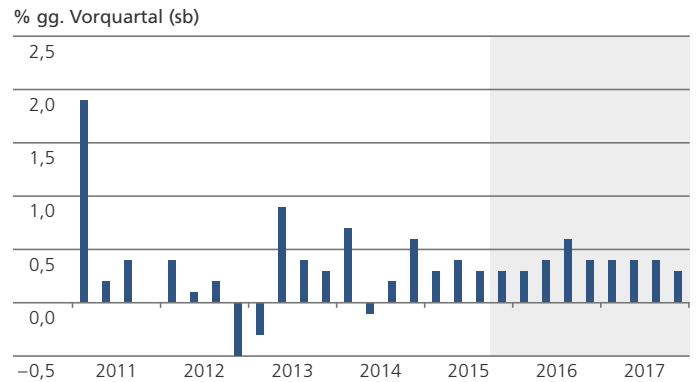
**Prognoserevision: Leichte Aufwärtsrevision der Inflationsrate für 2015 und 2016.**

### USA

Die US-Wirtschaft wächst derzeit moderat. Nach einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um gut 2% (gegenüber dem Vorquartal und annualisiert) im dritten Quartal deuten die Konjunkturindikatoren für das vierte Quartal ein Wachstum um knapp 2% an. Die Dynamik am Arbeitsmarkt ist hingegen weiterhin hoch. So stieg die Anzahl der Beschäftigten im November erneut kräftig an. Allerdings kommen von der Industrie weiterhin Schwächezeichen. Insbesondere die Stimmung der Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe hat sich im November weiter eingetrübt. Korrekturen bei unserer Prognose der Energiepreise trugen zu einer Abwärtsrevision unserer Inflationsprognose bei.

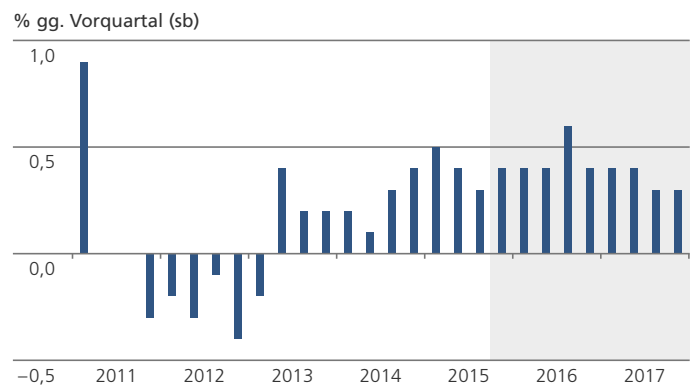
**Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2016: 2,5% (bisher: 2,6%); Inflation 2016: 1,8% (bisher: 2,2%).**

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt



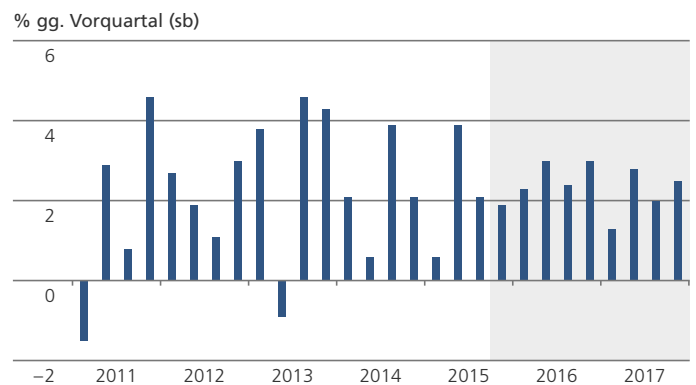
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### USA: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Märkte Industrieländer

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Mit einer Senkung des Einlagensatzes auf -0,30% und einer Verlängerung des Wertpapierkaufprogramms bis mindestens März 2017 hat die EZB ihre Geldpolitik erneut gelockert. Sie blieb dabei jedoch hinter den Markterwartungen zurück, die Präsident Draghi zuvor beflügelt hatte. Im EZB-Rat scheint es erheblichen Widerstand gegen einen noch expansiveren Kurs zu geben, sodass wir weitere expansive Maßnahmen für wenig wahrscheinlich halten. Aber auch so besitzen die Geldmarktsätze noch ein wenig Spielraum nach unten, denn die Wertpapierkäufe der EZB werden die Überschussreserven im Bankensystem erheblich ansteigen lassen. Daher sollten die EONIA-Sätze auf neue Rekordtiefs um -0,25% fallen, während wir für den dreimonatigen EURIBOR die von den Futures eingepreisten Sätze knapp unter -0,15% für realistisch halten.

**Prognoserevision:** –

### Rentenmarkt Euroland

Mit einer Senkung des Einlagensatzes um nur 10 Basispunkte sowie lediglich einer Verlängerung ihres Wertpapierankaufprogramms hat die EZB nach ihrer Ratssitzung im Dezember die Markterwartungen massiv enttäuscht. Diese Erfahrung dürfte zur Folge haben, dass die Marktteilnehmer die Bereitschaft der EZB, ihre Geldpolitik bei Bedarf noch weiter zu lockern, nun nachhaltig vorsichtiger einschätzen. Vor dem Hintergrund sehr hoher Überschussreserven im Bankensystem dürften sich die Renditen zweijähriger Bundesanleihen für längere Zeit in der Nähe des Einlagensatzes von -0,30% festsetzen. Dagegen erwarten wir in den längeren Laufzeitbereichen leichte Renditeanstiege infolge weiter zunehmender langfristiger Inflationserwartungen sowie sukzessiver Leitzinserhöhungen der Fed.

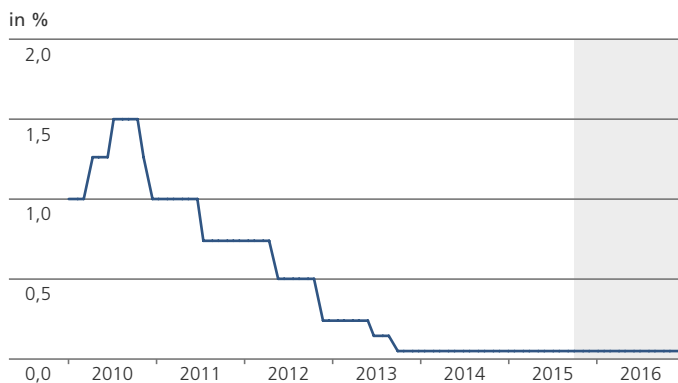
**Prognoserevision:** –

### Devisenmarkt: EUR-USD

Der Euro startete gegenüber dem US-Dollar in den November mit 1,10 EUR-USD, und damit dem gleichen Wechselkurs wie aktuell. Dazwischen liegen allerdings turbulente Wochen. Denn bis Anfang Dezember hatte der Euro eine Abwertung auf 1,05 EUR-USD hinnehmen müssen. Damit lag er nur knapp über dem Jahrestief aus dem März von 1,04 EUR-USD. Verantwortlich für diese turbulente Entwicklung war die Geldpolitik. Am Tag des Zinsentscheids der EZB machte der Euro einen Sprung von 1,05 EUR-USD auf 1,09 EUR-USD. Die EZB war mit ihren Ankündigungen zur weiteren Lockerung der Geldpolitik hinter den Erwartungen der Marktteilnehmer zurückgeblieben. Daran konnte auch eine positive Überraschung durch die US-Arbeitsmarktdaten (November) nichts mehr ändern.

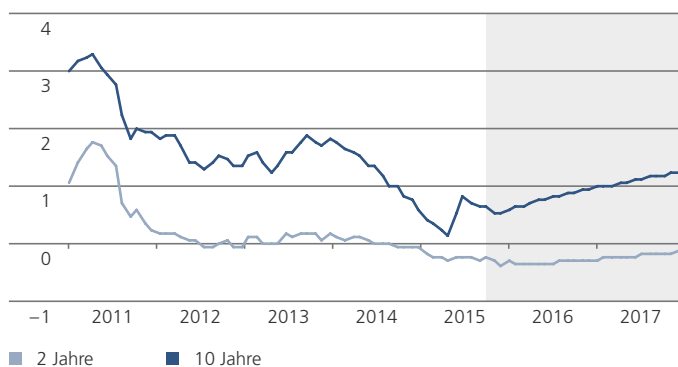
**Prognoserevision:** –

### EZB: Hauptfinanzierungsansatz



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

### Bundesanleihen: Renditen in % p.a.



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Wechselkurs EUR-USD.



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Aktienmarkt Deutschland

Die EZB hat bei ihrem Zinsentscheid Anfang Dezember weitere stark expansiv wirkende Maßnahmen beschlossen. Damit bleibt die Geldpolitik der EZB im Jahr 2016 der entscheidende positive Treiber für den deutschen Aktienmarkt. Aber auch die Konjunkturdaten, insbesondere die Frühindikatoren, signalisieren einen soliden Zustand der Wirtschaft. Hinzu kommt, dass deutsche Unternehmen in besonders hohem Maße von den niedrigen Rohstoffpreisen profitieren. Die Unternehmensgewinne hatten sich im abgelaufenen Quartal zwar nur unterdurchschnittlich entwickelt, dies war aber einzelnen Quartals-Sondereffekten zuzuschreiben. Für das Gesamtjahr 2015 können sich deutsche Unternehmen mit einem Gewinnwachstum von knapp 15 % deutlich positiv von anderen Regionen absetzen, und auch der Gewinnausblick für 2016 ist positiv.

**Prognoserevision: –**

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

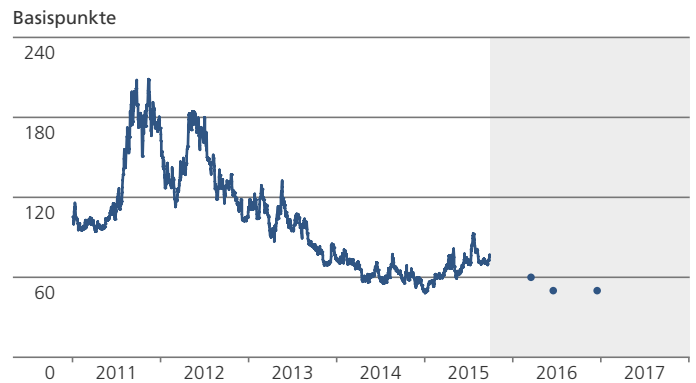
Der Markt für Unternehmensanleihen wurde beim jüngsten EZB-Zinsentscheid gleich doppelt enttäuscht: Nicht nur blieben die erweiterten Lockerungsmaßnahmen der EZB hinter den geschürten Erwartungen zurück, sondern auch die Hoffnung einiger Marktteilnehmer, diese Anlageklasse würde in das Kaufuniversum der Zentralbank aufgenommen, zerplatzte. Insofern fiel der anschließende nur moderate Anstieg der Risikoaufschläge sogar noch überraschend verhalten aus. Unter besonderen Abgabedruck sind aber Firmen aus dem Energie- und Minensektor geraten. Sie leiden unter den spürbaren Preisrückgängen von Rohstoffen. Nach vermehrten Zahlungsausfällen von High Yield-Unternehmen in den USA ist mit dem spanischen Technologiezulieferer für erneuerbare Energien Abengoa SA nun auch ein größeres europäisches Unternehmen nahe an die Zahlungsunfähigkeit geraten.

## Aktienmarktprognose

|             | 14.12.2015 | 3 Monate | 6 Monate | 12 Monate |
|-------------|------------|----------|----------|-----------|
| DAX         | 10.598,93  | 11.500   | 12.000   | 11.500    |
| EuroStoxx50 | 3.269,97   | 3.550    | 3.750    | 3.550     |
| S&P 500     | 2.052,23   | 2.100    | 2.100    | 2.000     |
| Topix       | 1.540,35   | 1.550    | 1.550    | 1.400     |

Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## iTraxx Europe (125)



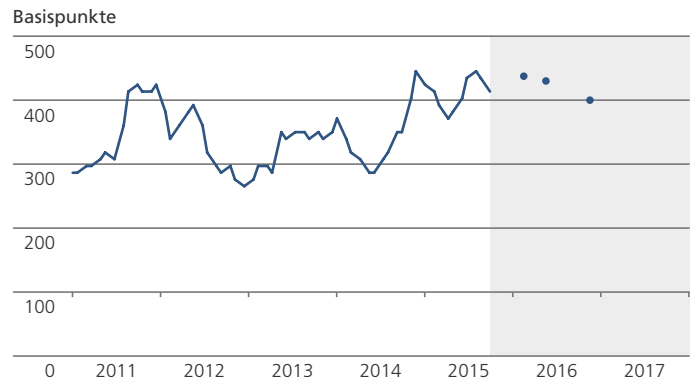
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Emerging Markets

### Emerging Markets: Märkte

Anhaltend schwache Wirtschaftsdaten in den Emerging Markets und die Aussicht auf höhere US-Leitzinsen lasten auf der Wertentwicklung von EM-Aktien, -Renten und -Währungen. Die Investoren hätten gerne ein kalkulierbares Umfeld, doch auch die kommenden Monate werden keine Klarheit darüber bringen, wie steil der US-Zinspfad sein wird, wie schnell der wirtschaftliche Umbruchprozess in China verläuft, und ob eine erhöhte Volatilität des chinesischen Renminbi zu einer Neujustierung der Koordinaten am globalen Devisenmarkt führt. Für Mitteleuropa erhöhen die gegenwärtigen politischen Spannungen innerhalb der EU die Unsicherheit. Auf der positiven Seite bietet sich nach den jüngsten Wahlen in Argentinien und Venezuela die Chance für einen Politikwechsel, der für neue Impulse in der gesamten Region sorgen könnte. Im Nahen Osten hält die Gewalt derweil an, und eine politische Lösung ist nicht in Sicht. Insgesamt sehen wir gegenwärtig keine Anhaltspunkte, die auf einen deutlichen Stimmungsumschwung hin zu einer positiveren Einschätzung der EM-Märkte hindeuten.

### EMBIG-Spread



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

# Szenarien

## Basisszenario



(Wahrscheinlichkeit: 75 %)

- **Themenwechsel in der Weltwirtschaft:** US-Notenbank Fed beginnt als erste große Notenbank mit Leitzinserhöhungen.
- **Weltwirtschaft:** Moderates Wachstum von 3 bis 3,5 %. Emerging Markets sind auf flacheren Wachstumspfad eingeschwenkt. Industrieländer wachsen gemächlich.
- **Euroland:** Die Währungsunion liegt mit Blick auf ihre wirtschaftliche Entwicklung zwischen Japan und den USA, mit mehr Ähnlichkeiten zur US-amerikanischen Entwicklung. Reformen der Krisenländer tragen langsam Früchte. Globales Wachstum, Euro-Abwertung und Energiepreiserückgänge bringen Rückenwind.
- **Deutschland:** Sorgen über die Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen halten Unternehmen von größeren Investitionen ab. Allgemeine Verfassung der Volkswirtschaft, insbesondere des Arbeitsmarktes, ist aber noch gut.
- **Inflation:** Hohe Arbeitslosigkeit und Rohstoffpreiserückgänge sorgen für unerwünscht niedrige Inflationsraten in Euroland. In den USA steigende Inflationsraten dank sinkender Arbeitslosigkeit.
- **Geldpolitik:** Ende der ultra-expansiven Geldpolitik ist in Euroland und Japan noch nicht absehbar. US-Notenbank Fed startet mit ihrem Zinserhöhungszyklus. Zinserhöhungstempo bleibt jedoch moderat und datenabhängig.
- **Finanzmärkte:** Leichte Verluste an Rentenmärkten angesichts steigender Renditen. Aktienkurse dürften in Euroland angesichts der schwächeren globalen Wachstumsaussichten nur noch moderat steigen, und dies bei starken Schwankungen. Aktienmärkte in den USA und Japan dürften sich bestenfalls seitwärts bewegen mit ebenfalls hoher Volatilität.
- **Geldanlage:** Steigende Unsicherheit im Zuge der beginnenden US-Leitzinserhöhungen erhöht Schwankungsanfälligkeit der Wertpapiermärkte. In diesem Umfeld ist eine breite Streuung der Geldanlagen und regelmäßiges Sparen sinnvoller denn je.

## Negativszenario



(Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Sanfter Ausstieg der Notenbanken (insbesondere US-Notenbank) aus ultra-expansiver Geldpolitik misslingt. Starke Zinsanstiege insbesondere am langen Ende als Auslöser einer Vollbremsung bei Konsum und Investitionen. Resultat: ausgeprägte Wachstumsabschwächung, womöglich erneute Rezession.
- Ausgeprägte und dauerhafte Wachstumsabschwächung in China und anderen großen Emerging Markets mit der Folge einer globalen Rezession.
- Reform- und Anpassungsprozess in Euroland gerät bspw. wegen der Flüchtlingskrise ins Stocken. Entsprechende Verunsicherung der Unternehmer und Konsumenten als Auslöser einer tiefen Rezession in Euroland. Weitere Verschärfung durch zu erwartende Finanzmarktreaktionen und deren negative Auswirkungen auf den Bankensektor. Mangels fiskalischer Gegensteuermöglichkeiten längere Dauer eines solchen erneuten konjunkturellen Einbruchs, danach zähe Erholung.
- Weitere Ausweitung der Krisen in Syrien und in der Ukraine könnte den alten Ost-West-Konflikt erneut aufleben lassen. Folge wären eine globale Verunsicherung sowie spürbare Handelshemmnisse mit wachstumsbremsenden Effekten.
- Deflation, also dauerhaftes Abgleiten der Inflationsraten in negatives Terrain. Folge wären Rückgänge der Aktienkurse und des Goldpreises, Sorgen um die Schuldentragfähigkeit, ausgeprägte Konjunkturschwäche, Wiederausbruch der Eurokrise.

## Positivszenario



(Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Niedrigzinsen und gestiegenes Vertrauen führen zu schnellem und kräftigem Aufschwung in Europa und USA.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit positiver Sogwirkung 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. 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: +49 (0)69 71 47 - 26 54  
Telefax: +49 (0)69 71 47 - 11 43  
E-Mail: [info.etf@deka.de](mailto:info.etf@deka.de)  
[www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)

