

ETF Wertarbeit 05/16

Sehr geehrte Investoren,

die ereignisarme Bilanzsaison lässt Händler und Investoren in die Zukunft blicken – und damit auf Unruheherde wie Griechenland oder Brexit. Wir werden „noch ein paar Loopings durchfahren müssen“, so Andreas Heinrich, Leiter Portfoliomanagement der Hansen & Heinrich AG in Berlin.

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank zeichnet im Macro Research nach, wie den Märkten wegen der sich abkühlenden Weltwirtschaft die Phantasie abhanden gekommen ist. Für die Industrieländer verwendet er das Bild des „langsamen Erwachens“ aus Altlasten und Strukturproblemen. Die Europäische Binnenwirtschaft entfacht zwar keine große Dynamik, kompensiert aber die mangelnden Welthandelsimpulse. In Deutschland sorgen Lohnzuwächse für ein günstiges Konsumklima.

Unser Kolumnist Bernhard Jünemann skizziert Erfolg und Misserfolg globaler vermögensverwaltender Fonds – von klassischen Ansätzen über ETF-basierte digitale Strategien bis zu Strategien mit aktiver Risikosteuerung – mit teils erstaunlichen Ergebnissen.

Im ETF-1x1 fragen wir uns: „Was kostet die ETF-Welt?“. Was passiert bei der Kauf- oder Verkaufsoorder? Welche Rolle spielen autorisierte Marktteilnehmer? Und wie beeinflussen sie den Spread?



Ihr Martin Siegel



Martin Siegel
Leitung ETF Marketing und
Produktservice
Deka Investment GmbH

Interview mit Andreas Heinrich

„ETFs helfen uns, rationaler zu handeln“

Andreas Heinrich Gründungsaktionär und
Leiter des Portfoliomanagements bei der
Hansen & Heinrich AG in Berlin →

Das große 1x1 der ETF-Anlage Folge 7

Was kostet die ETF-Welt?

Wir befassen uns mit dem Handel,
sowie der Kauf- und Verkaufsoorder
von ETFs. →

Kolumne Dr. Bernhard Jünemann

Der Markt ist kein Roboter.

Der Erfolg von Strategien ist abhängig
von der Marktphase – und damit schwer
kalkulierbar. →

ETF-Monitor April, April – der Markt macht, was er will

8,7 %

Den größten Zuwachs erreichten
diesen Monat dank der Edelmetalle
die Rohstoffe. →

Macro Research mit Dr. Ulrich Kater Volkswirtschaftliche Prognosen

1,6 %

Aufwärtsrevision unserer Prognose für das
Bruttoinlandsprodukt Deutschland 2016
statt bisher 1,5 %. →

„ETFs helfen uns, rationaler zu handeln“



Andreas Heinrich ist Gründungsaktionär und Leiter des Portfoliomanagements bei der Hansen & Heinrich AG in Berlin. Im Gespräch erläutert er, warum in der Vermögensverwaltung immer häufiger ETFs eingesetzt werden.

Welche Herausforderung sehen Sie im aktuellen Zinsumfeld für jede Vermögensverwaltung?

Wir reden ironischerweise von einem Zinsumfeld. Das zeichnet sich dadurch aus, dass es keines ist, denn es gibt praktisch keine Zinsen mehr. Die lieb gewonnene regelmäßige Verzinsung ohne großes Risiko ist vorerst Geschichte. Die Herausforderung ist also, bei möglichst stabiler Entwicklung in den Portfolios Erträge zu erzielen, und zwar mehr als eine Vermögensverwaltung kostet. Wir müssen heute häufiger Risiken identifizieren und konkret entscheiden, in welchem Maße wir diese übernehmen. Mit ein bisschen Diversifikation ist es nicht mehr getan.

Was ist ihr Leistungsangebot, und welche Philosophie oder Strategie verfolgen Sie dabei? Sie haben ja auch seit 2011 eine eigene Tochter für Immobilienservice.

Kernstück ist die Vermögensverwaltung. Wir bieten ausschließlich Mandatsgeschäft an. Wir diskutieren mit einem Mandanten eine Anlagestrategie, wir schauen, ob es sinnvoller ist, diese diskretionär mit Einzelinvestments umzusetzen oder ob eine Fondsvermögensverwaltung die bessere Lösung ist. Kernpunkt unserer Strategien sind Investitionen in werthaltige Anlagen. Darauf konzentrieren wir uns und wollen ordentliche Erträge, Ausschüttungen und Dividenden erzielen. Immobilien sind ein wichtiger Punkt. Dabei differenzieren wir zwischen Immobilien auf der Gesamtvermögensebene, also Kauf von Objekten, zum Beispiel Eigentumswohnungen, und dem Einsatz in liquiden Portfolios mit Immobilienfonds, Immobilienaktien oder REITs. Auch dabei stehen Ausschüttungen im Fokus.

Wie setzen Sie dieses Angebot um? Machen Sie alles, was der Mandant will, oder haben Sie Präferenzen?

In der Anfangsphase reden wir über viele Dinge, aber wir wissen auch was wir können und was wir nicht so gut können. Wir präferieren liquide Assets, idealerweise die, die auch an der Börse gehandelt werden. Wichtig dabei ist Transparenz. Wir wollen dem Mandanten erklären können, wie es zu bestimmten Kursentwicklungen kommt. Das soll er nachvollziehen können.

Wie entscheiden Sie zwischen Einzelinvestments, aktiven und passiven Fonds?

Nach unserer Erfahrung ist die Transparenz beim Einzelinvestment am größten. Aber es gibt verschiedene Gründe, nicht nur Einzeltitel einzusetzen. Beispielfhaft seien Kosten, Handelbarkeit, Diversifizierung oder Risikomanagement genannt. Wenn wir weltweit streuen wollen, können wir auch nicht behaupten, dass wir hier von Berlin aus Experten für chinesische Bauaktien oder kanadische Infrastrukturwerte sind. Dann greifen wir zu Fondslösungen, sowohl aktiv als auch passiv. Im Rahmen der Depotstrukturen sehen wir klare Vorteile für ETFs. Wir können die Budgets für Aktien oder Anleihen, auf die wir uns als strategische Struktur verständigt haben, besser steuern. Beim aktiven Fondsmanger, der ja seine eigenen Freiheiten hat, ist nicht immer exakt feststellbar, wie hoch der Investitionsgrad ist.

Danach hätten ETFs bei Ihnen eine klare Präferenz? Oder greifen Sie auch zu aktiven Fonds?

Aktive Fonds nutzen wir dann, wenn es spezielle Themen gibt und wir dafür herausragende Manager finden. In Ausnahmefällen setzen wir aktive Manager ein, wenn wir klar rückläufige Märkte erwarten und die Manager bewiesen haben, dass sie Liquiditätsquoten risikogerecht steuern können. Aber natürlich ist die strategische Depotstruktur unsere Aufgabe, auch wann und ob wir mehr oder weniger Cash ein-

setzen. Damit sind wir wieder bei den ETFs. Wir sehen uns selbst als aktiver Manager passiver Strategien.

Gilt das genauso für die Rentenseite?

Das ändert sich gerade. Wir sind an einem Punkt, an dem es mehr in Richtung ETFs geht. Der Grund ist, dass es kaum noch Papiere gibt, die man kaufen kann. Der Markt ist – Mario Draghi sei Dank – relativ illiquide geworden. Das wird künftig auch für Unternehmensanleihen gelten. Bei den Neuemissionen stellen wir fest, dass die Stückelungen immer größer werden. Eine Anleihe mit 100.000 Euro Nominalwert ist in vielen Portfolios nicht mehr sinnvoll allozierbar. Deshalb greifen wir verstärkt zu ETFs. Auch das Thema Kosten wird im Rentenbereich wichtiger, wenn auf der Ertragsseite kaum noch was zu holen ist. Da sind ETFs ebenfalls im Vorteil.

Konzentrieren wir uns auf die ETFs. Wie wählen Sie diese aus?

Wir verfolgen einen Top-down-Ansatz. Zunächst gestalten wir die Depotstruktur und klären, welche Anlage-segmente enthalten sein sollen: Aktien, Renten, Rohstoffe und Liquidität. Dann legen wir für jede Anlageklasse Gewichtung nach Regionen und Branchen fest. Wir prüfen, ob das als Einzelinvestment gemäß der Depotgröße sinnvoll darzustellen ist. Sonst greifen wir zu ETFs. In den einzelnen Segmenten wollen wir in erster Linie Ausschüttungen generieren. Zum Beispiel nutzen wir selten einen ETF einfach auf den S&P 500, sondern schauen, was an Dividenden eingesammelt werden kann. Vorteil ist ja, dass die ETFs auch ein- oder zweimal unterjährig Dividenden ausschütten. Das ist für unsere Kunden psychologisch hilfreich.

Dann sollten ja Strategie-ETFs auf dividendenstarke Werte für Sie ideal sein.

Genau. Wir schauen zunächst, wie wir ein Depot mit Einzelinvestments zusammenstellen würden und prüfen dann, welcher ETF unseren Vorstellungen am besten entspricht. Wir prüfen genau die Regeln, nach denen Werte, die keine Dividende mehr zahlen, ausgetauscht werden. Bleiben solche Aktien zu lange drin, hat der Investor einen doppelten Nachteil: keine Erträge mehr

und höchstwahrscheinlich herbe Kursverluste. Wir prüfen, ob es aus unserer Sicht gewisse Klumpenrisiken gibt, zu viele Banken, zu viele Versorger. Der ETF muss in unsere Struktur passen.

Ist das Thema Faktorinvestments für sie interessant? Da geht es ja darum mit bestimmten Faktoren wie Small Caps, Bilanzqualität, Value, die ja oft mit Dividenden korrespondieren, zusätzliche Prämien einzustreichen.

Ja, darauf schauen wir auch. Die Qualität von Dividenden ist wichtig. Die dürfen eben nicht aus der Substanz gezahlt werden. Wenn zum Beispiel der Faktor Deep Value das gut darstellt, greifen wir auch zu solch einem ETF.

Gibt es Präferenzen bei der Replikationsmethode?

Wir wählen ausschließlich voll replizierende ETFs, hinter denen ein echtes Aktien- oder Rentendepot steht. Ich verstehe zwar, dass ein synthetischer ETF mit Swaps, der ja zusätzlich besichert wird, nicht unbedingt riskanter sein muss, als ein Vollreplizierer. Aber wir haben uns aus den schon genannten Gründen der Transparenz gegenüber dem Mandanten für die physische Replikation entschieden. Das können wir gegenüber den Mandanten besser kommunizieren. Die sind auch mündiger geworden. Die wollen nicht nur Rendite und Ausschüttungen, sondern auch wissen, woher die Erträge kommen. Besonders für Stiftungen ist das wichtig. Die Einschätzbarkeit des Risikos geht klar vor Rendite.

Wie wichtig sind die Kosten im Vergleich der ETFs untereinander? Die Unterschiede sind ja nicht mehr sehr groß.

Wir machen natürlich Vergleiche. Aber die Kosten sind nicht das primäre Kriterium. Für uns ist am wichtigsten, wie genau ein ETF an seiner Benchmark entlang läuft. Gesetzt dem Fall, dass wir zwei ETFs haben, die ihre Aufgabe gleich gut erledigen, dann nehmen wir den Günstigsten. Da haben wir keine persönlichen Präferenzen.

Wie gehen Sie bei der Risikosteuerung vor? Sie sagten ja, ein bisschen Diversifizieren reicht nicht mehr.

Dennoch bleibt die Struktur des Depots, die Gewichtung der Anlageklassen das wichtigste. In diesem Rahmen steuern wir die Liquiditätsquote je nach Marktentwicklung. Nur Cash ist der wirkliche Schutz, wenn es Schocks gibt, wie wir das in der Finanzkrise hatten. Taktisch nutzen wir auch mal für Longpositionen ein Overlay, gehen mit Termingeschäften short und schützen uns vor Kursverlusten. Insgesamt benötigt man für das Risikomanagement sehr viel Disziplin. Wir nutzen Limitaufträge und machen uns schon beim Kauf Gedanken über den Ausstieg. Das hat uns in den ersten drei Monaten des Jahres gut geholfen. Unseren Jahresausblick 2016 hatten wir „Anschnallen zur Achterbahnfahrt“ genannt und nicht damit gerechnet, dass die so schnell Wirklichkeit wurde. Eine klare Struktur mit Wertsicherung hält den Kopf frei, für das, was uns in den nächsten Monaten erwartet.

Was erwartet uns denn? Noch mehr Achterbahnfahrt?

Ich würde mir gerne mehr Ruhe wünschen, aber ich befürchte, dass wir – um im Bild zu bleiben – noch ein paar Loopings durchfahren müssen. Griechenland oder England mit einem Brexit – da muss man vorbereitet sein, auch wenn andere Faktoren wie Öl oder China sich zu beruhigen scheinen. Wenn ich das auf Anlageklassen beziehe, dann scheinen mir die Anleihen in Europa durch die EZB-Politik weiterhin unterstützt zu sein. Ein paar Schwankungen mag es geben. Wir kaufen keine Anleihen mit negativen Zinsen und suchen bei Unternehmensanleihen mit Investment-grade gute Titel. Nach drei Jahren Kursverluste sieht es so aus, als wenn Gold wieder als Diversifikation sinnvoll ist. An unseren Goldpositionen halten wir fest. Bei Aktien sind nicht nur Dividendenrenditen wichtig, sondern ob das Geschäftsmodell langfristig werthaltig bleibt. Aktien sind der Kern, aber man muss sie nicht jeden Tag haben. Flexibel handeln ist das Gebot der Stunde. Das geht übrigens am besten mit breit diversifizierten ETFs, weil der emotionale Faktor geringer ist als bei Einzelaktien. Man ist nicht so leicht verliebt. Auch deshalb setzen wir auf ETFs. Mit Ihnen können wir rationaler handeln.

Was kostet die ETF-Welt?



Gordon Rose, Leiter ETF Management und Entwicklung

Die Geld-Brief-Spanne oder die verborgene Kostendimension bei ETFs (Teil 2).

Im ersten Teil dieser Artikelreihe haben wir das Thema Geld-Brief-Spanne aus Sicht des Investors betrachtet. Wir haben erklärt, was man unter dem Begriff "Geld-Brief-Spanne" oder auch "Spread" versteht, wie ein Spread entsteht und warum er von ETF zu ETF oder auch von Anlageklasse zu Anlageklasse unterschiedlich ausfallen kann.

Im zweiten Beitrag werden wir durch die Brille des Händlers blicken und analysieren, was eigentlich passiert, wenn eine Kauf- oder Verkauforder aufgegeben wird. Insbesondere wollen wir die Frage beantworten, welche Rolle autorisierte Marktteilnehmer (Authorized Participants – APs) spielen, was der Creation/Redemption-Prozess ist, der Arbitrage-Handel und wie sich all diese Aspekte auf Spreads auswirken.

Option A: Der autorisierte Marktteilnehmer kann den ETF an der Börse kaufen.

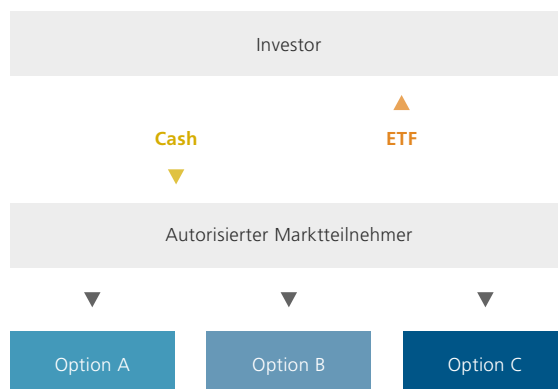
Option B: Der autorisierte Marktteilnehmer kann die im ETF abgebildeten Wertpapiere kaufen und diesen Wertpapierkorb dann bei der Fondsgesellschaft für ETF-Anteile eintauschen.

Option C: Der autorisierte Marktteilnehmer kann einen korrelierenden Hedge auflegen um seine Short-Position in dem ETF zu decken.

Hinter den Kulissen: Der Primärmarkt

Auf dem Primärmarkt können autorisierte Marktteilnehmer neue ETF-Anteile erschaffen. Dafür müssen sie dem ETF-Anbieter entweder die in dem ETF abgebildeten Wertpapiere oder den entsprechenden Geldbetrag geben. Im Gegenzug erhalten sie ETF-Anteile. Autorisierte Marktteilnehmer können diese neuen ETF-Anteile selbst halten und eines Tages wieder – gegen Geld oder den Wertpapierkorb – bei dem ETF-Anbieter zurücktauschen. Oder aber sie verkaufen die neuen ETF-Anteile auf dem Sekundärmarkt weiter. Daneben gibt es noch Market Maker (MMs). Diese Wertpapierhändler, die auch als Liquiditätsanbieter bezeichnet werden, sollen den Handel auf dem Sekundärmarkt verbessern und für Liquidität sorgen. Zu diesem Zweck halten sie üblicherweise eine gewisse Anzahl von ETFs in ihrem Bestand. Während alle autorisierten Marktteilnehmer auch als Market Maker tätig sein können, gilt das nicht umgekehrt: Nicht alle Market Maker sind berechtigt, in Zusammenarbeit mit dem ETF-Anbieter neue Anteile zu erschaffen oder sie ihm wieder zurückzugeben.

Wie die unten stehende Grafik zeigt, können autorisierte Marktteilnehmer auf drei verschiedene Arten für Liquidität auf dem Sekundärmarkt sorgen, bevor sie sich wieder an den ETF-Anbieter wenden, um mit diesem am Primärmarkt neue ETF-Anteile zu schaffen oder einzuziehen.



Das große 1x1 der ETF-Anlage

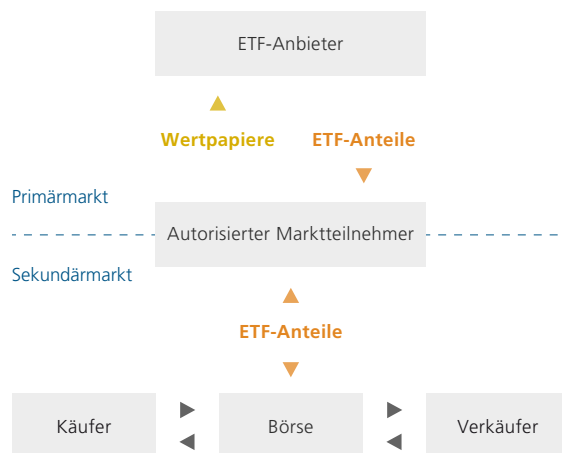
Welche Option er wählt, hängt von verschiedenen Faktoren ab. Bei Option A wird der autorisierte Marktteilnehmer den ETF vermutlich von einem anderen Liquiditätsanbieter kaufen und agiert damit nur als Mittelsmann. Früher oder später wird einer der an der Transaktion Beteiligten jedoch die in dem ETF abgebildeten Wertpapiere kaufen (zumindest trifft das auf die meisten physisch replizierten ETFs zu). Bei Option B ginge der autorisierte Marktteilnehmer den ETF short und den Wertpapierkorb long – er würde den Wertpapierkorb dem ETF-Anbieter im Austausch gegen entsprechende ETF-Anteile geben. Option C wird meist bei synthetischen ETFs gewählt oder wenn der Markt, den der ETF abbildet, geschlossen ist. Wenn der Marktteilnehmer aber die zugrunde liegenden ETF-Titel in seinem Bestand hält und nicht den ETF selbst, fallen Kosten an. Deswegen wird der autorisierte Marktteilnehmer versuchen, seinen Wertpapierkorb so schnell wie möglich an die Fondsgesellschaft abzugeben oder seine Position wieder abzubauen. Manche Market Maker allerdings kaufen die Index-Bestandteile auch als Absicherung für synthetische ETFs, wenn das der beste und kostengünstigste Weg ist, um ihre Positionen zu hedgen.

Im Großen und Ganzen haben Market Maker dieselben Möglichkeiten wie die autorisierten Marktteilnehmer, um am Sekundärmarkt Liquidität zu schaffen. Allerdings müssen sich die Market Maker am Ende eines Tages an einen autorisierten Marktteilnehmer wenden, um ihre Bücher glattzustellen und können nicht – wie dieser – direkt zu dem ETF-Anbieter gehen.

Der Creation / Redemption-Prozess

Kommen wir nun zu dem Punkt, wo alles seinen Anfang nimmt: Dem Creation/Redemption-Prozess. Bei Geschäften, die über die Börse oder auch außerbörslich getätigt werden, spricht man von Transaktionen auf dem Sekundärmarkt. Am Primärmarkt dagegen werden neue Wertpapiere in den Umlauf gebracht. Ein ETF wird erschaffen, indem ein autorisierter Marktteilnehmer die in dem Fonds abgebildeten Wertpapiere oder den entsprechenden Wert in bar an den ETF-Anbieter gibt. Im Gegenzug erhält er ETF-Anteile. Davor existierten diese ETF-Anteile nicht, der ETF-Anbieter erzeugt sie erst zu diesem Zeitpunkt. Durch das mit dem autorisierten Marktteilnehmer abgewickelte Geschäft steigt somit auch die Zahl der ausstehenden ETF-Anteile. Der Redemption-Prozess läuft entgegengesetzt: Der autorisierte Marktteilnehmer gibt der Fondsgesellschaft ETFs und erhält dafür den entsprechenden Wertpapierkorb oder Bargeld. Da der ETF-Anbieter keine ETFs in seinem Bestand hält, werden die zurück-

gegebenen Anteile „vernichtet“ und die Zahl der ausstehenden Anteile sinkt dementsprechend.



Ausgabe und Rücknahme von ETFs finden zum offiziellen Nettoinventarwert (NAV) des ETFs statt. Dieser wird nach Börsenschluss ermittelt. Die Preise von Wertpapierkorb und ETF sollten somit gleich sein. Lässt man die Transaktionskosten außer Acht, sollte es keinen Unterschied machen, ob man den Wertpapierkorb oder den ETF besitzt.

Für den Creation/Redemption-Prozess wird eine Gebühr erhoben, die üblicherweise – vor allem in den USA – pauschal erhoben wird, egal, wie viele ETF-Anteile ausgegeben oder zurückgenommen werden. Bei großen Transaktionen hat das natürlich Skaleneffekte zur Folge. Der autorisierte Marktteilnehmer rechnet die Gebühr in den An- und Verkaufspreis des ETF ein. In Europa kommt es allerdings auch vor, dass die Creation/Redemption-Gebühr relativ zur Transaktionsgröße erhoben wird. Diese Gebühr wird dann in Prozentpunkten angegeben. Bei großen, außerbörslichen Transaktionen müssen die Investoren die Gebühr direkt übernehmen. ETFs mit einem höheren Umsatz haben üblicherweise einen engeren Spread, da die autorisierten Marktteilnehmer die Kosten für die Erschaffung der ETFs im Sekundärmarkt rasch wieder einnehmen bzw. vom Buch handeln können und nicht ständig zum ETF-Anbieter laufen müssen.

Arbitrage-Geschäfte

Durch den Creation/Redemption-Prozess liegt der Kurs von ETFs sehr nahe am NAV. Entfernt sich der Kurs eines ETF – aus welchem Grund auch immer – von seinem NAV, sorgen Arbitrage-Händler dafür, dass die Differenz schnell wieder ausgeglichen wird. Sollte der

Kurs des ETFs über dem NAV (zuzüglich Transaktionskosten für den Kauf aller abgebildeten Wertpapiere) liegen, lohnt es sich für den Market Maker oder Arbitrageur, den Wertpapierkorb zu kaufen und ihn gegen neue Fondsanteile einzutauschen. Der Kurs des ETFs rutscht dadurch wieder auf das Niveau des NAV.

Hat man den Creation/Redemption-Prozess und den Handel mit ETFs erst einmal verstanden, fällt es nicht schwer, die Entstehung der Geld-Brief-Spanne im Sekundärmarkt nachzuvollziehen. Denn kann der autorisierte Marktteilnehmer den ETF von anderen Liquiditätsanbietern (Option A im vorangegangenen Schaubild) kaufen, kann er die Kosten für die Spreads abwälzen und wird vermutlich noch etwas als Aufwandsentschädigung für sich aufschlagen. Wenn der autorisierte Marktteilnehmer den Wertpapierkorb kauft (Option B), hängt der Spread des ETFs davon ab, welche Geld-Brief-Kurse im Schnitt beim Kauf der Indexbestandteile anfallen.

In einigen Fällen liegt der ETF-Spread sogar unter den aggregierten Spreads des Wertpapierkorbs. Die Kosten für die Absicherung in Option C hängen von verschiedenen Faktoren ab. Je größer die Volatilität am Markt ist, desto teurer wird das Hedging. Bei illiquiden Märkten ist es ebenfalls schwieriger, sich abzusichern. Auch steigt das Risiko, dass falsche Entscheidungen getroffen werden, so dass die Kosten für die Absicherung höher liegen. Wenn der Markt, an dem die Bestandteile des ETF normalerweise gehandelt werden, geschlossen ist, basiert der ETF-Preis vermutlich auf den Futures-Kursen – vorausgesetzt, es gibt welche. Deswegen sind in einem solchen Fall die Spreads üblicherweise weiter.

Die Geld-Brief-Spanne für einen in Frankfurt gehandelten ETF auf den MSCI USA-Index ist beispielsweise am Vormittag größer als am Nachmittag, wenn die Wall Street eröffnet. Dann nähern sich An- und Verkaufspreis oft wieder an. Besonders nach Veröffentlichung wichtiger Nachrichten, die auf den noch geschlossenen Markt eine große Wirkung haben könnten, macht sich diese Unsicherheit in den Spreads bemerkbar. Lassen Sie mich das an einem Beispiel veranschaulichen: Angenommen, Sie wollen einen in Frankfurt gelisteten ETFs auf den NASDAQ 100 Index kaufen. Rund zehn Prozent des ETF machen Apple-Aktien aus. Nach US-Börsenschluss hat Apple Geschäftszahlen veröffentlicht, die unter den Erwartungen des Marktes lagen. Dies dürfte den Aktienkurs und – durch die starke Gewichtung von Apple im NASDAQ 100 – auch den Index selbst beeinflussen.

Wie stark die Reaktion ausfällt, lässt sich aber nicht sagen, denn schließlich hängt das auch von der aktuellen Stimmung am Markt ab. Und diese kann von Börsenplatz zu Börsenplatz unterschiedlich sein. Wenn also die Wertpapiere, die der ETF abbildet, gerade nicht gehandelt werden, besteht ein erhöhtes Risiko, dass der autorisierte Marktteilnehmer sich verkalkuliert und damit höhere Hedgingkosten verbuchen muss. Auch das wird Einfluss auf die Spreads haben.

Zusammenfassung

Bei der Kalkulation der gesamten Kosten für den Besitz eines ETF müssen die Spreads einberechnet werden – vor allem kurzfristig orientierte Investoren sollten diesen Faktor nicht unterschätzen. Spreads sind ein sehr komplexes Thema. Vor allem die Liquidität der abgebildeten Wertpapiere sowie Orderbuchtiefe und Preisstruktur des Market Makers beeinflussen die Geld-Brief-Spanne.

Der Blick auf die Welt der Spreads aus Sicht des Investors und des Händlers hat Ihnen hoffentlich geholfen, diesen wichtigen Aspekt beim Investieren in ETFs besser zu verstehen.

Der Markt ist kein Roboter



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

Kürzlich besuchte ich eine FinTech-Konferenz und durfte staunen, was da alles auf uns zukommen soll. Die beste Botschaft war für mich, dass die meisten Anbieter von Anlagelösungen auf ETFs setzen. Kein Zweifel, FinTech wird die ETF-Branche antreiben. ETFs sind offenbar für viele Lösungen hervorragend geeignet. Sie sind gut kalkulierbar und handelbar. Wegen der vergleichsweise geringen Kosten helfen sie, das Versprechen preisgünstiger Lösungen zu erfüllen. Kein Wunder, dass immer mehr auf diesen Zug aufspringen. Interessante Startups sprießen, Direktbanken bieten bereits FinTech-Lösungen an oder denken ernsthaft über die Einführung nach.

Doch wie immer: Alles, was neu ist, muss nicht per se gut sein. Auch FinTech muss sich dem Markttest unterwerfen. Da wird sich die Spreu vom Weizen trennen. Ich gestehe, dass mich so manche Begeisterung über die neue, schöne Welt der Geldanlage eher skeptisch stimmt. Was also leistet FinTech und wo stößt sie wahrscheinlich an Grenzen?

Überzeugend sind für mich Ansätze, die die Abwicklung von Bankdienstleistungen vereinfachen, also unkomplizierte Kontoeröffnungen, Identifikation per Mausclick, blitzschnelle Kreditvergabe. Hilfreich ist FinTech zur Verbesserung des Informationsangebots, zum Beispiel ein Überblick über die höchsten Zinsen mit der Möglichkeit, immer die besten Angebote zu nutzen. Auch die digitale Beratung, bekannt als Robo-Advisory, erscheint nützlich. Selbst der konventionelle Beratungsprozess wird ja seit vielen Jahren mit computergestützten Systemen durchgeführt, um die Risikobereitschaft und die Risikotragfähigkeit eines Kunden herauszufinden. Auf dieser Basis gibt es dann Anlagevorschläge. Die automatisierte digitale Beratung ist nach ähnlichen Kriterien aufgebaut, aber in der Abwicklung ungleich kostengünstiger. Der Selbstentscheider bekommt eine bessere Basis, um seine eigene Strategie zu wählen, oder er nutzt bequem Vorschläge zur Depotgestaltung.

Aber genau an diesem Punkt wird es schwierig. Der Investor ist danach mit einer Anlagestrategie im Markt. Ist diese Strategie starr über alle Marktbewegungen hinweg oder wird sie nach dem Muster „Verluste begrenzen – Gewinne laufen lassen“ ständig angepasst? Diese Dienstleistung soll die digitale Vermögensverwaltung erbringen. Kann sie besser als konventionelle Angebote sein?

Weitgehend unproblematisch und schon bewährt sind die jährlichen Anpassungen durch Rebalancing. Das Depot wird auf die prozentuale Ausgangskonstruktion zurückgesetzt. Was gut gelaufen ist, wird reduziert, was schlecht gelaufen ist, wird verstärkt. Auf diese Weise passt man sich in

gewisser Weise der Marktentwicklung an. Aber viele Anleger wollen mehr: Gewinnen und möglichst wenig verlieren. Das versprechen seit langem vermögensverwaltende Dachfonds. Das will ebenso die digitale Vermögensverwaltung bieten, nur mit deutlich geringeren Gebühren als konventionelle Ansätze.

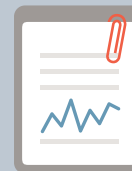
Ob das gelingt, hängt von der Strategie ab. Denn der Markt ist kein Roboter, er wird von Millionen von Teilnehmern gemacht, die ganz unterschiedliche Ansätze verfolgen und ist zum großen Teil durch Psychologie geprägt. Er ist ein Verfahren zur Antizipation einer unsicheren Zukunft. Deshalb kommt es immer wieder zu Übertreibungen in beide Richtungen und zu Überraschungen, die kaum jemand auf der Agenda hat. Das dürfte sich durch die Digitalisierung nicht grundsätzlich ändern. Man muss jedoch wegen der erhöhten Reaktionsgeschwindigkeit mit heftigeren Schwankungen rechnen.

Jede Strategie hat wegen dieser Markteigenschaft ihre gute und ihre schlechte Zeit. Das lässt sich an den Ergebnissen der vermögensverwaltenden Fonds der letzten fünf Jahre illustrieren. Morningstar hat globale Ansätze mit fester und flexibler Aufteilung von Anlageklassen, mit oder ohne ETFs gesteuert, diskretionär oder quantitativ, verglichen. Das Ergebnis ist ernüchternd, aber nicht unfreundlich. In den vergangenen fünf Jahren schafften aggressive, defensive und ausgewogene Mischfonds mit stabilen Quoten rund drei Prozent per annum, flexible Mischfonds mit hohem Aktienanteil und aktiver Risikosteuerung nur 1,5 Prozent. Am besten schnitt, man wagt es kaum zu sagen, ein selbstgebasteltes 50:50-ETF-Portfolio ab, das – auch dank geringer Kosten – rund acht Prozent pro Jahr hinlegte.

Nun wissen wir, dass diese Fonds in dieser Zeit überdurchschnittlich von dem massiven Zinsverfall profitierten. Das muss in der Zukunft nicht so sein. Die flexiblen Mischfonds mit hohem Aktienanteil litten unter der hohen Volatilität der Märkte auch in Aufwärtsbewegungen. Die bewährten Muster lieferten oft zu späte und sogar falsche Signale.

Fazit: Wer digitale Vermögensstrategien nutzen möchte, muss sich bewusst sein, dass nicht alles in jeder Marktphase funktioniert. Deshalb gilt auch hier: Nicht alles auf eine Karte setzen. Machen Sie es, wie große Vermögen und Institutionelle es seit jeher tun: Diversifizieren Sie Ihre Mandate und damit Strategien. Das wenigstens ist in der FinTech-Welt wegen geringeren Kosten sowie unkomplizierter Abwicklung sogar leichter umsetzbar. Und ETFs sind ohnehin immer dabei.

April, April – der Markt macht, was er will



Nach der rasanten Aufholjagd im Februar und März ging der Börse im April wieder die Kraft aus. Sie lief unter teilweise heftigen Schwankungen seitwärts. Die Kursveränderungen der Aktien hielten sich in Grenzen. Dagegen glänzten die Rohstoffe. Öl mit plus 19 Prozent gefolgt von Silber mit plus 15 Prozent und Gold mit plus fünf Prozent. Unter den großen Aktienindizes schnitten der Euro STOXX 50 mit plus 0,8, DAX und Dow Jones mit jeweils 0,7 Prozent am besten ab. Technologiewerte litten, die Nasdaq verlor 1,9 Prozent und koppelte auch den TecDAX mit minus 0,1 vom DAX ab. Am schlechtesten sah es noch in Japan aus, wo der Nikkei 0,6 Prozent verlor. Übertreffende Einflussfaktoren gab es im April nicht. Die sich weiter abschwächende US-Konjunktur und das Wiedererstarken des Euro – er gewann 0,6 Prozent gegenüber dem Dollar – wurden gelassen weggesteckt.

Im großen Universum der ETFs spiegelten sich diese Trends ebenfalls wider. Edelmetall-Minenwerte legten um rund 25 Prozent zu, bei den Öl- und Energie-ETFs waren es rund 15 Prozent. Auch rohstoffnahe Branchenfonds waren gefragt. So gewann der STOXX Europe 600 Basic Resources rund 12 Prozent. Unter den Länderfonds fiel wieder Brasilien auf. Hier wurden Gewinne um die 10 Prozent verzeichnet. Offenbar half das Absetzungsverfahren gegen die der Korruption verdächtige Präsidentin Rousseff.

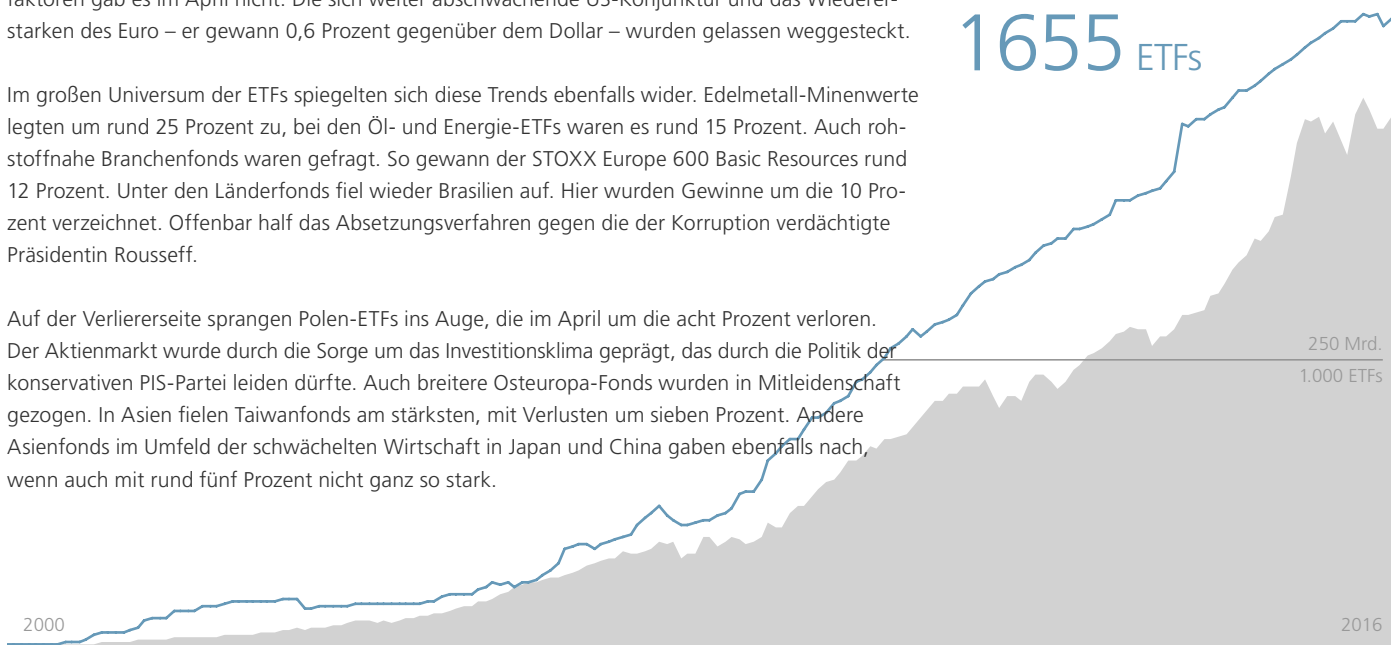
Auf der Verliererseite sprangen Polen-ETFs ins Auge, die im April um die acht Prozent verloren. Der Aktienmarkt wurde durch die Sorge um das Investitionsklima geprägt, das durch die Politik der konservativen PIS-Partei leiden dürfte. Auch breitere Osteuropa-Fonds wurden in Mitleidenschaft gezogen. In Asien fielen Taiwanfonds am stärksten, mit Verlusten um sieben Prozent. Andere Asienfonds im Umfeld der schwächelten Wirtschaft in Japan und China gaben ebenfalls nach, wenn auch mit rund fünf Prozent nicht ganz so stark.

ETF Markt – AuM 2,1% ▲

471,5 MRD.

ETF Markt – Produkte +8 ▲

1655 ETFs

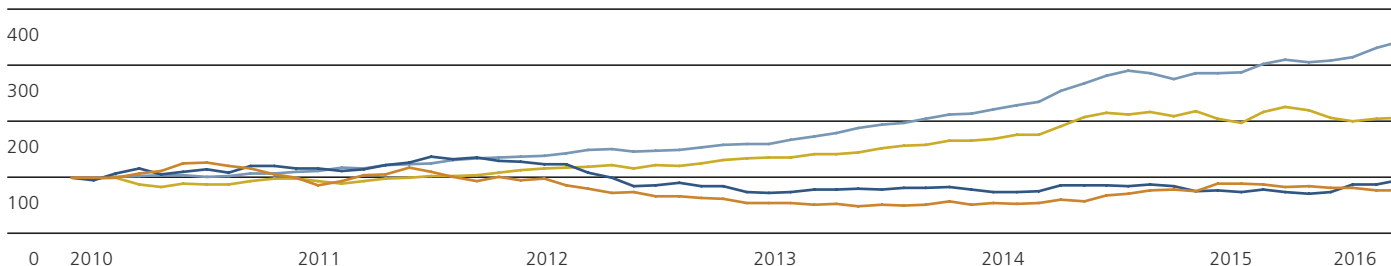


Quelle: Morningstar

Entwicklung AuM in Assetklassen (Jahresvergleich)

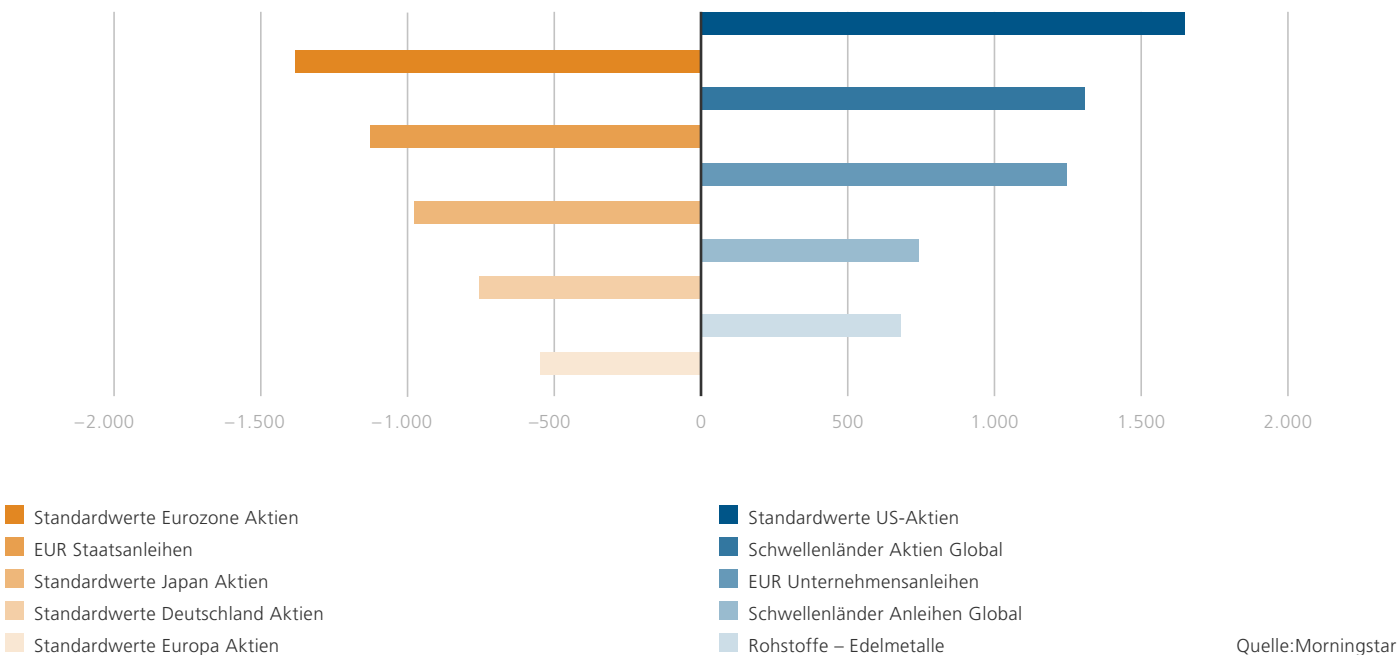
Aktien	Renten	Rohstoffe	Geldmarkt
0,8% ▲	3,4% ▲	8,7% ▲	0,8% ▲
300,1 MRD.	119,3 MRD.	37,3 MRD.	3,4 MRD.

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



Quelle: Morningstar

Netto-Mittel: Ab- und Zuflüsse nach Anlageklassen in Mio. Euro (April 2016)



Standardwerte Eurozone Aktien

- 1,38 MRD.

EUR Staatsanleihen

- 1,13 MRD.

Standardwerte US-Aktien

+ 1,65 MRD.

Schwellenländer Aktien Global

+ 1,31 MRD.

Die Verliererseite der Flows wurde durch Aktien dominiert. Standardtitel aus der Eurozone verzeichneten netto Abflüsse von 1,4 Milliarden. Wenig gefragt waren auch europäische Staatsanleihen. Hier zogen die Investoren 1,2 Milliarden Euro ab. Ansonsten mieden die Investoren Standardwerte aus Japan, Deutschland und Gesamteuropa.

In welchen Anlagesegmenten waren die Flows am stärksten? Gefragt waren vor allem wieder amerikanische Standardwerte, die ein Plus von 1,7 Milliarden Euro verzeichnen konnten, genährt unter anderem durch ein Wiedererstarren des Euros. Die Schwellenländer konnten weiter frisches Geld verbuchen, 1,3 Milliarden Euro waren es im April. Heiß begehrt waren europäische Unternehmensanleihen. Gerechnet wird mit weiter sinkenden Renditen, wenn die EZB zur Jahresmitte ihr Kaufprogramm auf Corporate Bonds ausdehnt. Das sorgte für ein Plus von 1,2 Milliarden Euro. Im Fokus waren auch wieder Schwellenländeranleihen, die neue Mittel von 740,7 Milliarden Euro erhielten.

→ Historische Entwicklung

Marktkommentar: Alle Blicke auf den Juni gerichtet

Zur Frage, wie sich nun die Märkte weiter entwickeln werden, melden sich verstärkt die technischen Analysten. Sie verweisen darauf, dass es der DAX nicht nachhaltig geschafft hat, die 200-Tage-Linie zu überwinden. „Damit ist der Baissetrend weiter intakt“, heißt es. Da die laufende Bilanzsaison bisher keine spektakulären positiven Impulse brachte, richten sich Händler und Investoren auf große Ereignisse aus, die den Markt kräftig bewegen könnten. Die sollten spätestens im Juni kommen, je nachdem wie der Kampf zwischen „Brexiters“ und „Remainers“ in Großbritannien ausgeht.



Da die Bilanzsaison keine spektakulären Impulse brachte, richten sich Händler und Investoren auf große Ereignisse aus, die den Markt bewegen könnten – wie z.B. die Brexit-Abstimmung im Juni.

Langsamem Schrittes auf dem richtigen Weg.

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank



Im vergangenen Jahrzehnt stand die Globalisierung als Treiber für die Weltwirtschaft und als großes Thema für die Geldanlage im Fokus. Die starken Zuwächse im Welthandel spielten vor allem den exportorientierten Unternehmen in die Hände. Die deutschen Maschinenbauer schrieben einige Kapitel dieser Erfolgsgeschichte. Ein durchzugsstarker globaler Aufschwung konnte mitreißen und entfachte an den Kapitalmärkten viel Phantasie.

Seit der Finanz- und der Eurostaatsschuldenkrise ist allerdings die Euphorie komplett aus den makroökonomischen Analysen und Prognosen gewichen. Mit Anstiegen der weltwirtschaftlichen Produktion von gerade einmal 3 % können schnell Zweifel an der Stabilität des Aufschwungs aufkeimen. Der extrem schwache Start ins Jahr 2016 an den Börsen war sicherlich auch ein Reflex auf die schwächere Wachstumsdynamik der Emerging Markets. Wir müssen uns daran gewöhnen, dass die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in China auf ein Niveau von unter 7 % von dauerhafter Natur ist. Es handelt sich um einen Strukturwandel mit einer angestrebten Verschiebung der Wachstumskräfte hin zu Konsum und Dienstleistungen.

Für die Industrieländer mag man das Bild eines langsamen Entwachsens aus all den Strukturproblemen und Altlasten bemühen. Das ist nicht spektakulär, aber es funktioniert. Sicherlich ist dieser Prozess in den USA schon weiter vorangeschritten – dort herrscht wieder Vollbeschäftigung. Aber auch in Europa geht die Arbeitslosigkeit zurück. Das moderate Expansionstempo hat durchaus einen Vorteil: Es kommt kein unmittelbarer Inflationsdruck auf, der die Notenbanken zu baldigen Bremsmaßnahmen drängen könnte. Vielmehr kam es in Euroland zuletzt zu einer disinflationären Phase, die nun aber zu Ende gegangen sein dürfte. Vor allem energiepreisbedingt werden sich die Inflationsraten in den kommenden Monaten von der Nulllinie nach oben entfernen.

Die Binnenwirtschaft in Europa kann – allen politischen Turbulenzen in Europa zum Trotz – dem mangelnden Impuls vom Welthandel die Stirn bieten. Zyklisch helfen niedrige Zinsen, ein unterbewerteter Euro und tiefe Rohstoffpreise. In Deutschland kommt erfreulicherweise hinzu, dass höhere Lohnzuwächse im Zusammenspiel mit einer steigenden Beschäftigung maßgeblich zu dem stärkeren Wachstum der privaten Konsumausgaben beitragen.

So moderat die globale Expansion in dieser Zeit auch sein mag, wir haben eine konstruktive Haltung gegenüber der Aktienanlage im Allgemeinen und gegenüber Konsumtiteln im Besonderen. Wenngleich die Renditebäume nicht in den Himmel wachsen, eine hinreichende Entschädigung für die Schwankungsanfälligkeit an den internationalen Börsen im momentanen Nullzinsumfeld ist aus unserer Sicht weiterhin zu erwarten.

Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:

- ▲ **Euroland:** Bruttoinlandsprodukt 2016: 1,6 % (bisher: 1,5 %).
- ▼ **USA:** Bruttoinlandsprodukt 2016: 1,9 % (bisher: 2,0 %).
- ▲ Geringere Renditeanstiege für US-Staatsanleihen im Jahr 2017.
- **Aktien Deutschland:** Abwärtsrevision der 3-Monatsprognose, Aufwärtsrevision der 6-Monatsprognose.
- ▲ **Gold:** Aufwärtsrevision für 2016 und 2017.
- **Wechselkurs EUR-USD:** Seitwärtsbewegung auf Sicht von 3 Monaten.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Das deutsche Bruttoinlandsprodukt dürfte im ersten Quartal um über einen halben Prozent zugelegt haben. Damit scheint die deutsche Konjunkturwelt in bester Ordnung zu sein. Tatsächlich beruht dieses starke Wachstum aber im Wesentlichen auf einer starken Jahreswende. Seit Februar zeigen sich die Konjunkturindikatoren mehrheitlich schwach. Damit steuert Deutschland auf ein wenig dynamisches zweites Quartal zu. Doch schon das dritte Quartal dürfte schon wieder kräftiger ausfallen, angefacht vom Konsum der privaten Haushalte. Die Inflationsrate ist im April noch einmal auf -0,3% im Vergleich zum Vorjahr gefallen. Angesichts der aktuellen Energiepreissteigerungen dürfte damit aber die Phase negativer Inflationsraten vorüber sein.

Prognoserevision: –

Euroland

Der gesamtwirtschaftliche Jahresauftakt in Euroland war erfolgreich. Das Wachstum betrug im ersten Quartal 0,6% im Vergleich zum Vorquartal. Dabei steht die Europäische Währungsunion (EWU) auf einem breiten Wachstumsfundament. Die vier großen EWU Länder trugen allesamt zum Wachstum bei. Dabei ragte besonders Spanien mit einem Plus von 0,8% im Vergleich zum Vorquartal hervor. Das Wirtschaftswachstum verbessert nach und nach auch die Lage am europäischen Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote in Euroland ist im März auf 10,2% zurückgegangen. Dies ist der niedrigste Stand seit August 2011. Allerdings sind die Länderunterschiede nach wie vor sehr groß. Spanien ist mit einer Arbeitslosenquote von 20,4% das Schlusslicht in der EWU und Deutschland mit 4,2% der Spitzenreiter.

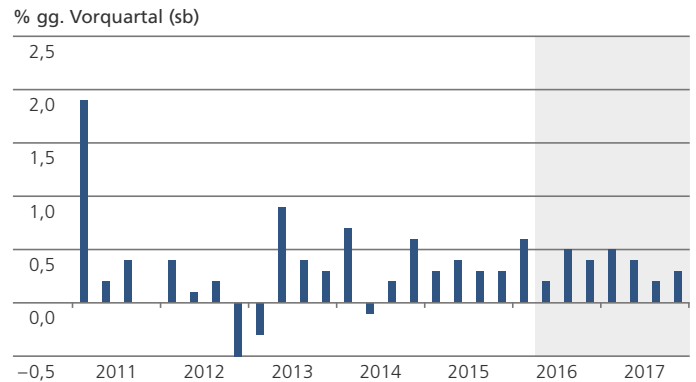
Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2016: 1,6% (bisher: 1,5%).

USA

Im ersten Quartal ist das Bruttoinlandsprodukt nur um magere 0,5% (auf das Gesamtjahr hochgerechnet) gegenüber dem Vorquartal angestiegen. Hauptverantwortlich für diese Schwäche ist allerdings eine unzureichende Saisonbereinigung, die zu einem zu ausgeprägten Wachstumsabschlag führt. Positiv gewendet bedeutet dies, dass die beiden Folgequartale statistisch nach oben verzerrt sein werden und daher verhältnismäßig kräftig ausfallen dürften. Die ersten monatlichen Konjunkturdaten deuten dies zumindest an. So war beispielsweise das Gesamtlohnwachstum im April außergewöhnlich hoch. Dies spricht für eine zeitnah stärkere Konsumdynamik. Enttäuschend schwach sind hingegen weiterhin die Hinweise zur Investitionsdynamik der Unternehmen.

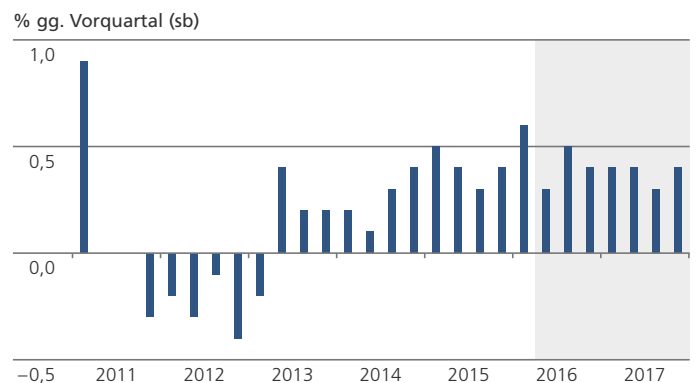
Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2016: 1,9% (bisher: 2,0%).

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt



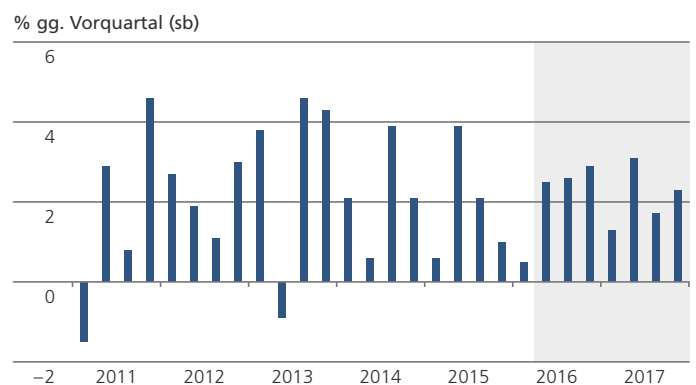
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Die Kommunikation der EZB zu ihrer zukünftigen Geldpolitik bleibt ambivalent. Einerseits betonen die Notenbanker, dass sie trotz der bereits extrem niedrigen Leitzinsen und trotz der umfangreichen unkonventionellen Maßnahmen den monetären Stimulus bei Bedarf noch weiter erhöhen könnten. Andererseits deuten ihre Kommentare zum verbesserten finanziellen Umfeld sowie zur Stabilität des Wirtschaftswachstums in Euroland nicht auf die Notwendigkeit einer weiteren Lockerung hin. Zudem scheint die EZB eine starke Abneigung speziell gegenüber einer erneuten Senkung des Einlagensatzes zu haben, da sie die Risiken eines solchen Schritts nicht einzuschätzen vermag. Dennoch hat die Aufwertung des Euros dazu beigetragen, dass am Geldmarkt nach wie vor eine hohe Wahrscheinlichkeit für einen noch tieferen Einlagensatz gesehen wird. Wir gehen davon aus, dass dieser Zustand noch für einige Zeit anhalten kann, ohne dass es letztlich zu einer Leitzinssenkung kommen wird. Insofern sollten die EONIA- und EURIBOR-Sätze ihre Untergrenzen weitgehend erreicht haben.

Prognoserevision: –

Rentenmarkt Euroland

Die Rendite zweijähriger Bundesanleihen hält sich deutlich unterhalb des EZB-Einlagensatzes von -0,40 %, da die Marktteilnehmer weiterhin eine hohe Wahrscheinlichkeit für eine erneute Senkung des unteren Eckzinses sehen. Auch wenn wir diese Einschätzung nicht teilen, gehen wir von einem nur langsamen Anstieg der Renditen am kurzen Ende der Bundkurve aus. In den längeren Laufzeitbereichen hatten die wieder leicht nach oben gerichteten Inflationserwartungen bislang nur einen bescheidenen Effekt auf die Renditen. Dieser dürfte jedoch stärker zum Tragen kommen, sobald globale Konjunkturrisiken und politische Unwägbarkeiten in Europa in den Hintergrund treten. Der Versteilerung der Bundkurve werden allerdings dadurch Grenzen gesetzt, dass ein Ende des Wertpapierkaufprogramms der EZB an den Märkten vorerst nicht thematisiert wird.

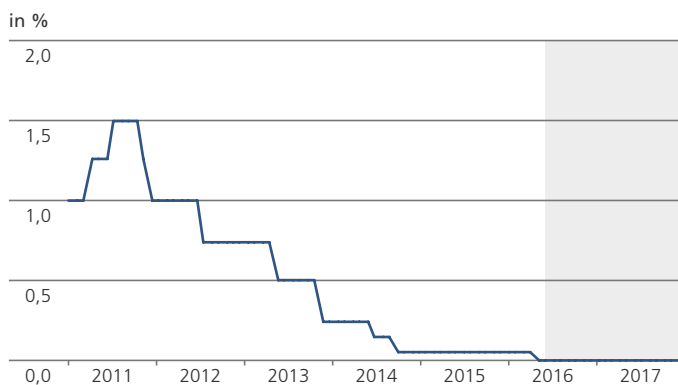
Prognoserevision: –

Devisenmarkt: EUR-USD

Der Euro war gegenüber dem US-Dollar mit 1,14 EUR-USD in den April gestartet. Dies ist auch der Wert am 10. Mai gewesen. In dem Zeitraum dazwischen liegt eine volatile Seitwärtsbewegung in einem engen Band von 1,12 EUR-USD bis 1,16 EUR-USD. Dabei haben die realwirtschaftlichen Daten aus Europa den Euro gestützt. Das Wachstum ist im ersten Quartal unerwartet kräftig ausgefallen und das Wirtschaftsvertrauen in Euroland hat sich zu Beginn des zweiten Quartals überraschend stark verbessert. Die EZB hat auf ihrem Zinsentscheid im Mai auf die weiterhin schwache Inflationsentwicklung verwiesen und so der Aufwertung des Euro einen Dämpfer verpasst. Gleichzeitig kommen von der US-Notenbank keine Zinserhöhungssignale, sodass gegenwärtig für den EUR-USD-Wechselkurs nicht mehr als eine volatile Seitwärtsbewegung bleibt.

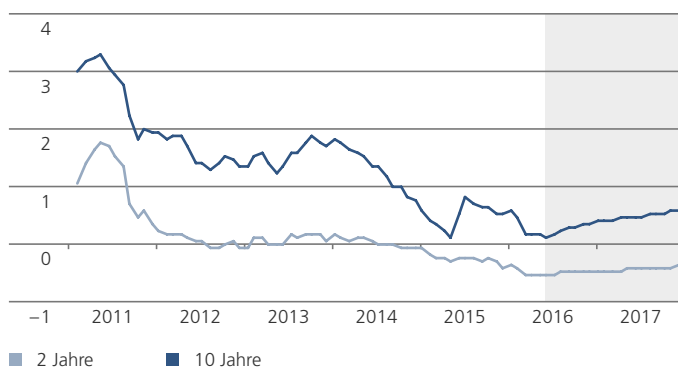
Prognoserevision: Seitwärtsbewegung auf Sicht von drei Monaten.

EZB: Hauptrefinanzierungssatz



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen in % p. a.



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR-USD



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Aktienmarkt Deutschland

Die im ersten Quartal stark ausgeprägten und in den Kursen eingepreisten Konjunktursorgen haben sich in den tatsächlich berichteten Daten so nicht bestätigt. Entsprechend stark konnte sich der Markt von seinem Tief im Februar wieder erholen. Das wirtschaftliche Umfeld ist stabil, allerdings bleibt das Wachstum niedrig. Damit ist der Ausblick für die Unternehmensgewinne wenig dynamisch. Dies wird auch durch die Berichterstattung zum gerade abgelaufenen ersten Quartal unterstrichen. Damit fehlt dem Aktienmarkt derzeit eine wichtige fundamentale Unterstützung, und die Aufholbewegung sollte zunächst einmal in eine Seitwärtsbewegung übergehen. Einerseits puffert die moderate Bewertung des Aktienmarktes Kurskorrekturen nach unten hin ab. Andererseits verhindert das schwache Gewinnwachstum starke Bewertungsausweitungen und damit deutliche Kursanstiege.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der 3-Monatsprognose, Aufwärtsrevision der 6-Monatsprognose.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen haben sich in den vergangenen Wochen weiter eingeeengt. Dies gilt sowohl für Anleihen, die in EUR denominated sind, als auch für solche in USD, die nicht auf der Kaufliste der EZB stehen werden. Dies unterstreicht, dass der treibende Faktor der Spreadeinengung die globale Verbesserung der Stimmung für Unternehmensanleihen aufgrund der Trendwende bei Rohstoffpreisen gewesen ist. Damit sollte die Spreadeinengung bei Unternehmensanleihen aus der Eurozone bereits einen Großteil des Potenzials ausgeschöpft haben, und deutlich engere Spreadaufschläge sind eher unwahrscheinlich. Dank der im Juni startenden Käufe der EZB sollte allerdings das Rückschlagsrisiko bei Unternehmensanleihen aus Europa kleiner sein als das in anderen Marktsegmenten.

Aktienmarktprognose

	11.03.2016	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	9.975,32	10.000	10.500	10.500
EuroStoxx50	2.956,71	3.050	3.100	3.150
S&P 500	2.064,46	1.950	2.000	2.050
Topix	1.334,30	1.200	1.150	1.150

Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

iTraxx Europe (125)



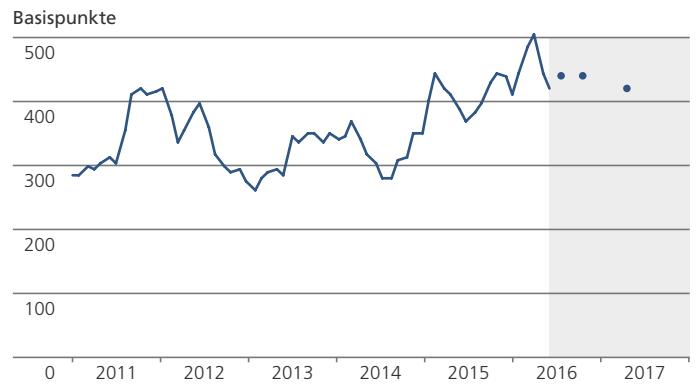
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Emerging Markets

Emerging Markets: Märkte

Die Kurse von EM-Aktien haben zuletzt wieder nachgegeben, und EM-Renten tendierten volatil seitwärts, nachdem es zwischen Mitte Februar und Mitte April zu einer kräftigen Kurserholung gekommen war. Die Kursentwicklung spiegelt unsere Einschätzung wider, dass die Krisenszenarien, die zu Beginn des Jahres gehandelt wurden, nicht sehr wahrscheinlich sind. Doch es gibt weiterhin ernste makro-ökonomische Probleme. Das Konjunkturmilieu dürfte den Märkten auch in den kommenden Monaten kaum Unterstützung bieten, und die Unternehmensverschuldung bleibt auf einem hohen Niveau. In Brasilien könnte ein Regierungswechsel zu einer Stimmungsaufhellung führen, doch dürfte schnell klar werden, dass der weitere Weg sehr steinig bleibt. Sofern die Briten am 23. Juni beschließen, die EU zu verlassen, würde es zu einem Anstieg der Risikoaversion kommen, von dem auch EM-Anlagen negativ betroffen wären. Starke US-Zahlen können jederzeit dazu führen, dass der Markt einen steileren Zinspfad der Fed erwartet, als dies bislang der Fall ist. Vor allem EM-Währungen würden dann gegenüber dem US-Dollar erneut unter Druck geraten.

EMBIG-Spread



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Szenarien

Basisszenario



(Wahrscheinlichkeit: 75 %)

- **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. Reformen der Krisenländer tragen langsam Früchte. Rückenwind durch globales Wachstum, Euro-Abwertung und Energiepreizrückgänge lässt langsam nach.
- **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 Rohstoffpreizrückgänge 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 hat im Dezember 2015 als erste große Notenbank mit Leitzinserhöhungen begonnen. Die Dynamik der Erhöhungen bleibt aber extrem 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 sollten sich bestenfalls seitwärts bewegen mit ebenfalls hoher Volatilität.
- **Geldanlage:** Steigende Unsicherheit im Zuge der beginnenden US-Leitzinserhöhungen erhöht Schwankungsanfälligkeit der Wertpapiermärkte. In diesem Umfeld sind 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.
- Erstarkte Euro-skeptische Kräfte in einzelnen Ländern (Griechenland, Österreich, Niederlande, Spanien) bringen Reform- und Anpassungsprozess in Euroland zum Stillstand. 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 Gegensteuerungsmöglichkeiten längere Dauer eines solchen erneuten konjunkturellen Einbruchs, danach zähe Erholung.
- Sollten sich die Befürworter eines EU-Austritts beim Referendum im Vereinigten Königreich (UK) durchsetzen, sind starke Marktturbulenzen in UK und in Euroland sowie Rezessionen in beiden Wirtschaftsräumen zu erwarten.
- 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
www.deka-etf.de

