

# ETF Wertarbeit

## 05/18

**Deka**  
Investments

### Sehr geehrte Investoren,

„Politische Börsen haben kurze Beine“, besagt eine alte Börsenweisheit. „Lügen haben kurze Beine“, heißt es seit Jahrhunderten im Volksmund. In der reflexhaften Twitter-Politik des US-Präsidenten Donald Trump und den kurzlebigen Reaktionen der Märkte scheint beides bisweilen zusammenzufallen, beobachtet unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann.

Frank Mohr, der Interviewpartner dieser Ausgabe und Head of ETF Sales Trading bei der Commerzbank, konstatiert volatile Märkte und hohe ETF-Umsätze, die z.B. im Februar doppelt so hoch lagen wie sonst übliche Werte. In diesem turbulenten Umfeld, so Mohr, haben ETFs erneut ihre reibungslose Funktion unter Beweis gestellt: durch robuste Handelstechnik und hohe Liquidität. Daher sieht er in ETFs weniger einen potenziellen Auslöser von Crashes, als vielmehr ein effizientes Instrument für den kurzfristigen liquiden Handel.

Das aktuelle, nach wie vor hohe Kursniveau sollte Investoren nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Volatilität zuletzt deutlich zugenommen hat. Unser Marktkommentar sieht daher neben der positiven Marktentwicklung und den positiven Nachrichten aus den Unternehmen auch Alarmsignale, die sich in die aktuelle Konstellation mischen. Wachsamkeit bleibt unter diesen Umständen erste Investorentugend.

Ihr Deka ETF Team

#### Interview

Frank Mohr, Commerzbank

### „Mehr Volatilität, aber kein Stress“

Der Head of ETF Sales Trading über Market Making, Handelsumsätze sowie pro und contra von MiFID II. →

#### Kolumne

Dr. Bernhard Jünemann

### Die „kurzen Beine“ des Donald Trump

Die Märkte haben die letzten Schritte von US-Präsident Trump relativ ungerührt hingenommen. Wachsamkeit ist geboten. →

#### Zahl des Tages

Euro STOXX 50 – April

**+5,2 %**

Ein ungewöhnlich freundlicher April führt die Standard-Indizes nach oben – darunter der Euro STOXX 50 mit +5,2 %. →

#### ETF-Monitor

Rekorde trotz Unruhe

**+4,3 %**

Auch der DAX konnte im April kräftig zulegen. →

**Makro Research mit Dr. Ulrich Kater**  
Volkswirtschaftliche Prognosen

### Der späte Zyklus.

Trotz kaum verbesserter Nachrichtenlage nährt die Markterholung die Hoffnung auf ein konstruktives Kapitalmarktumfeld. →

# „Mehr Volatilität, aber kein Stress“



Frank Mohr ist Head of ETF Sales Trading der Commerzbank und verantwortet damit einen der größten Market Maker Europas. Im Interview ordnet er die jüngsten Kursbewegungen ein und beurteilt neue Trends und Tendenzen.

**Wir sind in einem sogenannten Sägezahnmarkt, der durch kräftige Kurschwankungen gekennzeichnet ist. Wie spiegelt sich das bei den Flows wider? Raus aus den Kartoffeln, rein in die Kartoffeln?**

So kann man das nennen. In den ersten zwei Monaten dieses Jahres haben wir extrem volatile Märkte erlebt und entsprechend auch sehr hohe Umsätze bei den ETFs. Ein Beispiel: Im Februar gab es bei uns in einer Woche mehr als 70.000 ETF-Trades. Normalerweise bewegen sich die Umsätze bei 30.000 bis 35.000 pro Woche. Da ging es also hoch her.

**Welche Trends konnten Sie ausmachen – nach Ländern, Regionen, Sektoren oder auch Smart Beta?**

Die Volumina waren in den vergangenen Monaten sehr stark nachrichtengetrieben. Handelskrieg ja oder nein, um nur ein Beispiel zu nennen. Da sind Investoren zunächst lieber aus Europa raus und in die USA reingegangen, was dann nach kurzer Zeit wieder zum Teil zurückgenommen wurde. In solchen Zeiten bewegen sich die Flows am stärksten bei den großen Benchmark-Indizes. Smart Beta ist weiterhin ein Thema, aber immer noch überschaubar.

**Gibt es einen stärkeren Trend zu Schwellenländern? Deren Aktienkurse haben sich ja zum Teil besser gehalten als die der großen Industrieländer?**

Punktuell gab es immer wieder deutliche Bewegungen. Aber in der Masse kann man das kaum mit den großen Hauptmärkten vergleichen. Wir als Market Maker sehen ja immer beide Seiten, die der Käufer und der Verkäufer. So kann man schon festhalten, dass in der Tendenz mehr Geld von Europa in die USA geflossen ist als umgekehrt.

**War das schon eine Stresssituation, was sich da in den vergangenen Monaten abgespielt hat? Oder wie wurde der Handel gemeistert?**

Natürlich lieben wir als Market Maker Volatilität. Je mehr gehandelt wird, desto größer ist die Chance, Ertrag zu erzielen. Es gab eine starke Aktivität seit Jahresbeginn, aber als Stress würde ich das nicht bezeichnen. Alles hat reibungslos funktioniert. Preise wurden gestellt, die Stücke sind geliefert worden. Der ETF-Handel hat einmal mehr bewiesen, dass er reibungslos funktioniert.

**Trotzdem hört man seit einigen Monaten immer wieder Warnungen vor den ETFs. Sie verstärken die Schwankungen, sie könnten Auslöser eines neuen Crashes sein. Vereinzelt wird sogar gefordert, die Haltedauer von Fonds zwangsweise zu verlängern. Wie sehen Sie das?**

Nach meiner Erfahrung ist diese Diskussion völlig überzogen. Wenn die ETFs so gefährlich wären, müsste man auch gleich die Futures verbieten. Damit agieren die Investoren ja ähnlich, und meist sogar mit Hebelwirkung. ETFs sind eine Vereinfachung, mit der sich Allokationen schnell anpassen lassen. Das geschieht heute mit ETFs weitgehend automatisiert und mit einem Wertpapier. Früher gab es ebenso diese Veränderungen, aber da mussten die Kunden mit 30 oder 50 Aktien Basket-Trading machen. Das läuft jetzt reibungsloser. Natürlich kann diese Vereinfachung auch zeitweise zu mehr Volatilität führen. Aber das ist für die robuste Handelstechnik mit ETFs kein Problem und dürfte kaum der Auslöser für einen Crash sein. Begrenzung des Handels durch erzwungene längere Haltedauer wäre nicht hilfreich, ja sogar kontraproduktiv, weil die Liquidität verknappt würde. Ich stelle fest, dass Liquidität inzwischen auf vielen Konferenzen ein großes Thema ist. Danach wird immer wieder gefragt. Da muss man einiges erklären, aber genau die hohe Liquidität zeichnet den ETF-Handel aus.

# „Mehr Volatilität, aber kein Stress“



**ETFs sind ja dem Namen nach börsengehandelte Produkte, aber es dominiert klar der OTC-Handel mit rund 70 Prozent Anteil. Gibt es da weitere Verschiebungen?**

Die Aufteilung von 70 zu 30 Prozent ist in den vergangenen Jahren stabil. Aber der OTC-Handel wurde mehr und mehr standardisiert. Anfragen der Kunden werden heute automatisiert beantwortet und entsprechend Preise gestellt. Da sind wir als Händler physisch nicht mehr so stark involviert. So können die Systeme auch kleinere Orders leicht abwickeln. Diese Standardisierung macht den Börsen schon zu schaffen.

**Sie sind ja auch Designated Sponsor für rund 1.100 ETFs an der Deutschen Börse. Ist der Börsenhandel nur noch für die Retail-Kunden?**

Nein, der Börsenhandel hat weiterhin seine Berechtigung. Wir handeln sehr gerne auch an der Börse. Sie hat einfach eine größere Visibilität und ist für den Produkthanbieter wie ein Schaufenster. Die Prozesse sind für die angeschlossenen Banken weitgehend standardisiert, so dass sie den Orderflow reibungslos darüber abwickeln können. Das nutzen auch institutionelle Kunden gern.

**Die Regulierungen werden seit Jahren verschärft. Nun gilt ja MiFID II. Wie betrifft diese Finanzmarktrichtlinie ihre Arbeit?**

Auch wir sind betroffen. Wir sind zwar kein Produkthanbieter, für den die meisten Regeln gelten, aber für uns gibt es deutlich erhöhte Anforderungen beim Reporting. Jetzt muss auch jeder OTC-Handel reportet werden. Aber darauf haben wir uns längst eingestellt, sodass MiFID II für uns kaum Mehrarbeit bringt. Ich sehe auch klare Vorteile. Weil inzwischen alle Daten, Börsen- und OTC-Handel, verfügbar sind, könnte man in Europa endlich auch konsolidierte Handelszahlen veröffentlichen. Die gibt es in den USA schon lange. In Europa wurde darüber bisher nur geredet, aber jetzt könnte das verwirklicht werden. Dann können Investoren genau schauen, was an einem Tag mit welchem Produkt europaweit gehandelt wird.

**Amerikanische Fondsgesellschaften drängen auf den Europäischen ETF-Markt, teilweise mit aggressiver Preisgestaltung. Wie wirkt sich das aus?**

Für uns als Market Maker sind das erst einmal neue Partner, also willkommen. Zudem zeigen die Amerikaner, dass sie dem europäischen Markt noch immer starkes Wachstumspotenzial zutrauen. Das macht Mut. Gewiss, der Preiskampf wird noch mal verschärft. Aber damit wird es für Investoren, die sich bei ETFs bisher noch zurückgehalten haben, immer interessanter in den Markt einzusteigen.

**Sehen Sie dann Zeichen einer Konsolidierung auf dem ETF-Markt? Bisher wachsen die Assets under Management, die AuM, ja mit Raten von 20 Prozent und mehr pro Jahr.**

Wenn der Markt kräftig fällt, wirkt sich das natürlich auch auf die AuM aus, weil die Kurse in die Berechnung eingehen. Aber die Flows sprechen weiterhin für Wachstum. Wir reden schon seit Jahren immer wieder über eine Konsolidierung. Die findet ja auch in einem Wachstumsmarkt statt. Der eine oder andere Anbieter ist verschwunden, hat aufgegeben oder wurde übernommen. Es fragt sich, ob alle bei dem heftigen Preiskampf mithalten können. Das ist letztlich auch eine Frage der Größe. Aber zurzeit stehen die Zeichen in Europa klar auf weiteres Wachstum.

# Die „kurzen Beine“ des Donald Trump



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

An den Finanzmärkten, besonders den Aktienbörsen, entscheiden Millionen von Akteuren. Meist weiß niemand, was die Kurse im Einzelnen bewegt, da niemand die individuellen Entscheidungen kennt. Vieles was dann an Erklärungen folgt, ist eine nachgeschobene Begründung für Kursbewegungen, manchmal plausibel, manchmal kompliziert um die Ecke gedacht. Deshalb gibt es viele Investoren, die darauf schwören, dass erst die Kurse kommen und danach die Nachrichten.

In der Tat zeichnen sich die Börsen häufig durch eine feine Witterung der künftigen Entwicklungen aus, die sich aus jeweils vorliegenden Fundamentaldaten nicht oder noch nicht ableiten lassen. Dabei gibt es natürlich auch Irrungen und Wirrungen. Die Börse als Prognoseinstrument ist nicht unfehlbar. Aber in der Regel lohnt es sich, das Kursgeschehen genau zu analysieren, um Investitionsentscheidungen zu treffen.

Das trifft besonders auf politische Börsen zu, die ja nach einem bekannten Spruch nur kurze Beine haben. Wie also muss man die Reaktion auf die Entscheidung von Präsident Donald Trump verstehen, aus dem Atomvertrag mit dem Iran auszusteigen? Die Märkte haben es zur Kenntnis genommen und ihre Aufwärtsbewegung der vergangenen Wochen einfach fortgesetzt. Börsentechnisch also ein Nicht-Ereignis. Lediglich der Ölpreis hat einen Sprung nach oben gemacht mit der Befürchtung, dass die Wiederaufnahme von Sanktionen gegen den Iran zu einer Angebotsverknappung führen könnte.

Zunächst kam diese US-Entscheidung nicht unerwartet, sie hatte sich lange vorher abgezeichnet. Darum gilt die Börsenerkenntnis, dass die Erwartung eines Ereignisses viel stärker wirkt als das Ereignis selbst, wie schon im ältesten Buch über die Börse 1688 zu lesen ist. So gesehen, hat der Markt die jüngste Wendung längst verarbeitet.

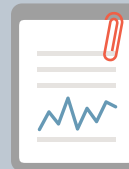
Entscheidend für die Wirkung politischer Ereignisse sind die fundamentalen Wirtschaftsdaten. Sie sind bis auf einige negative Ausreißer weiterhin gut und dürften sich auch durch den Ausstieg der Amerikaner aus dem Iran-Vertrag nicht allzu stark ändern. Die Weltwirtschaft wächst robust, Amerika profitiert von der Trump'schen Steuerreform, Europa erholt sich weiter, wenn auch etwas langsamer. Die Schwellenländer zeigen einige negative Reaktionen, ohne schon den Welttrend zu gefährden. Ihnen dürften eher die US-Zinsentscheidungen längerfristig Sorgen bereiten.

Das alles relativiert die US-Ankündigung – vorerst. Die Schreckensszenarien, die nun gewälzt werden – atomares Wettrüsten in Nahost, ein großer Krieg zwischen dem Iran und Saudi-Arabien oder mit Israel, gelten nach dem Votum der Märkte als unwahrscheinlich.

Schließlich haben sich die Börsen an die Tweets und Entscheidungen von Donald Trump gewöhnt, auch wenn sie gelegentlich Überraschungen bergen. Großspurige Ankündigungen erweisen sich immer wieder als Luftblasen. Präsidentielle Fake News erinnern daran, dass nicht nur die politische Börsen, sondern auch Lügen gemäß dem Volksmund kurze Beine haben. Möglicherweise dürften auch die Märkte darauf setzen, dass die Republikaner bei den nächsten Midterm Elections im Herbst einen Dämpfer im Kongress erleiden und dem Präsidenten die Handlungsmöglichkeit beschränken werden.

Der Anleger ist deshalb weiterhin gut beraten, die Fundamentaldaten vor allem anderen im Blick zu behalten. Hier ist die Zinswende in den USA und später auch in Europa die wichtigere Entscheidungsgrundlage. Für Sorglosigkeit ist jedenfalls kein Anlass, wie Sorglosigkeit ohnehin für Investoren immer Gefahren birgt. So gesehen ist ein Sägezahnmarkt mit erhöhter Volatilität eine Chance, sich auf unruhigere Zeiten einzustellen. Die aber sind, so muss man erinnern, der ganz normale Wahnsinn an der Börse.

# Rekorde trotz Unruhe



Beim Wetter macht ja der April bekanntlich, was er will. Manchmal beschert er dann mehr freundliche Tage als erwartet. Genau so verlief der Monat an den Börsen, die sich aus den heftigen Schwankungen der Vormonate mit Tendenz nach unten vorerst wieder befreien konnten – Handelskrieg hin oder her.

Bemerkenswert war die Stärke Europas und Japans, die sich von den Zollrohungen aus den USA nicht die Laune verderben ließen. So schafften der Euro STOXX 50 5,2 Prozent, der Nikkei 4,7 und der DAX 4,3 Prozent. Amerika war dagegen gar nicht „first“. Dow und S&P 500 legten jeweils 0,3 Prozent zu, während der breite Nasdaq Composite unverändert blieb. Die Emerging Markets litten unter steigenden amerikanischen Zinsen und verbuchten ein Minus von 0,6 Prozent.

Die steigenden US-Zinsen – bei den zehnjährigen Laufzeiten wurden wieder drei Prozent erreicht – forderten auch ihren Tribut bei den Währungen. Der Dollar wertete auf, der Euro ab. Er verlor gegenüber dem Dollar zwei Prozent und notierte gegen Monatsende klar unter der Marke von 1,20 Dollar. Bei den Rohstoffen glänzte das schwarze Gold. Der Brentpreis befestigte sich um 7,2 Prozent und etablierte sich klar über der Marke von 70 Dollar pro Fass. Dabei machte sich bereits die Erwartung bemerkbar, dass Präsident Donald Trump das Iran-Abkommen aufkündigen werde. Der Goldpreis, der zum Monatsanfang noch bei 1.350 Dollar je Feinunze notiert hatte, signalisierte dagegen allerdings keine Krise. Er schwächte sich um 0,8 Prozent ab und notierte nur knapp über 1.300 Dollar.

ETFs mit verschiedenen Spielarten von Energieaktien waren denn auch im April der Renner. Für US-Titel wurden bis zu 14 Prozent mehr verlangt, für Europawerte waren es immerhin noch 12 Prozent mehr. Dank guter Konsumdaten legten Einzelhandels-ETFs bis neun Prozent zu. Angeheizt durch Übernahmeerüchte war der Telekomsektor gefragt. Entsprechende Fonds gewannen um die acht Prozent. Bei den Ländern fiel Griechenland mit Aufschlägen von neun Prozent positiv auf.

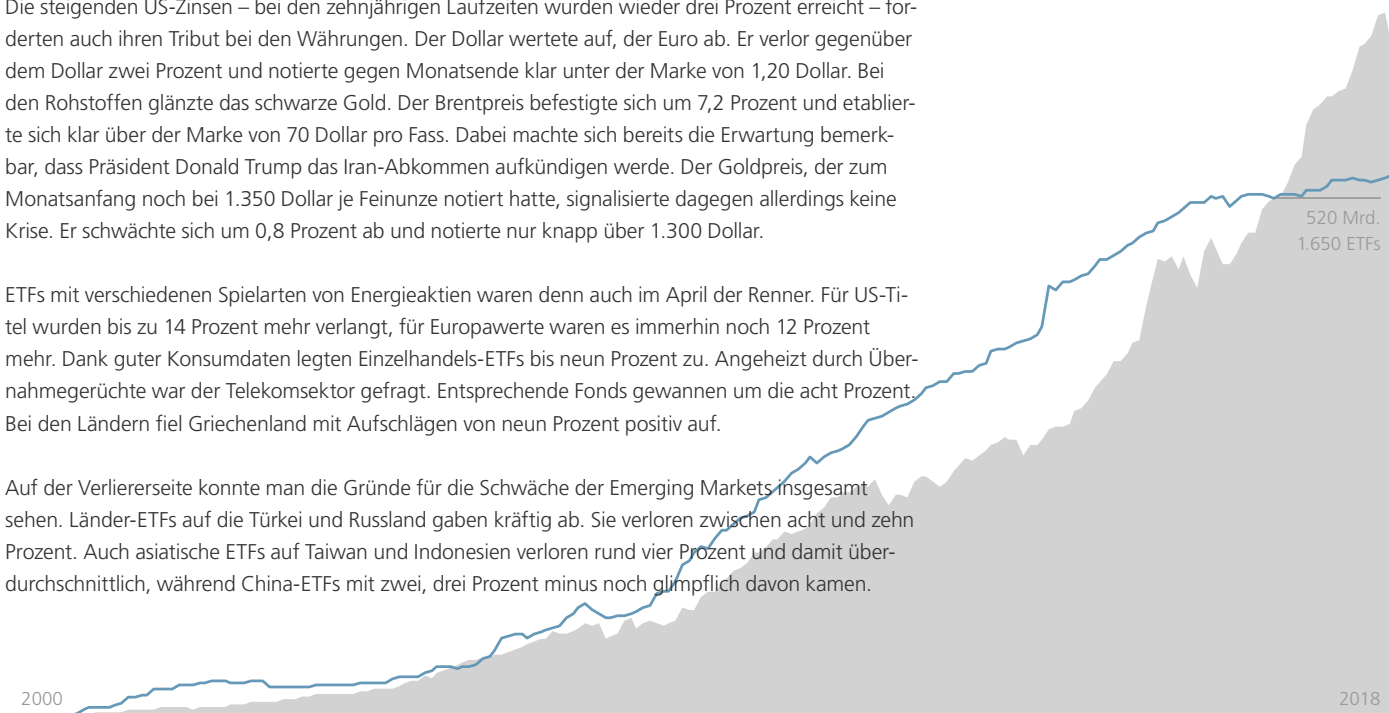
Auf der Verliererseite konnte man die Gründe für die Schwäche der Emerging Markets insgesamt sehen. Länder-ETFs auf die Türkei und Russland gaben kräftig ab. Sie verloren zwischen acht und zehn Prozent. Auch asiatische ETFs auf Taiwan und Indonesien verloren rund vier Prozent und damit überdurchschnittlich, während China-ETFs mit zwei, drei Prozent minus noch glimpflich davon kamen.

ETF Markt – AuM 5,9% ▲

687,2 MRD.

ETF Markt – Produkte + 20 ETFs ▲

1.727 ETFs

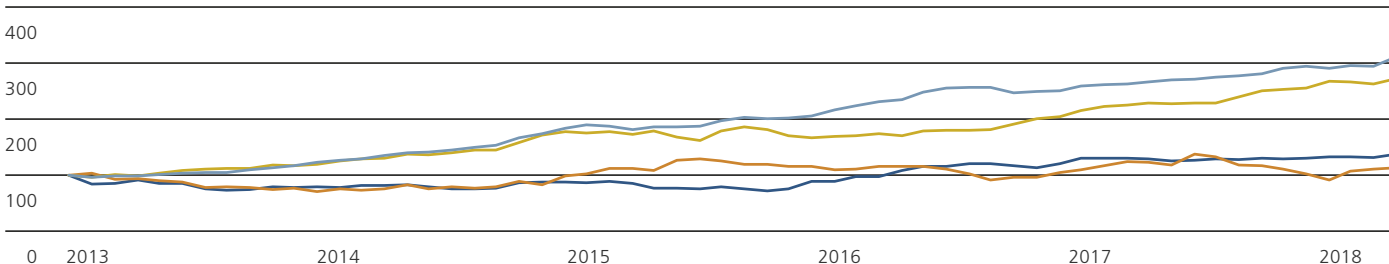


Quelle: Morningstar

## Entwicklung AuM in Assetklassen

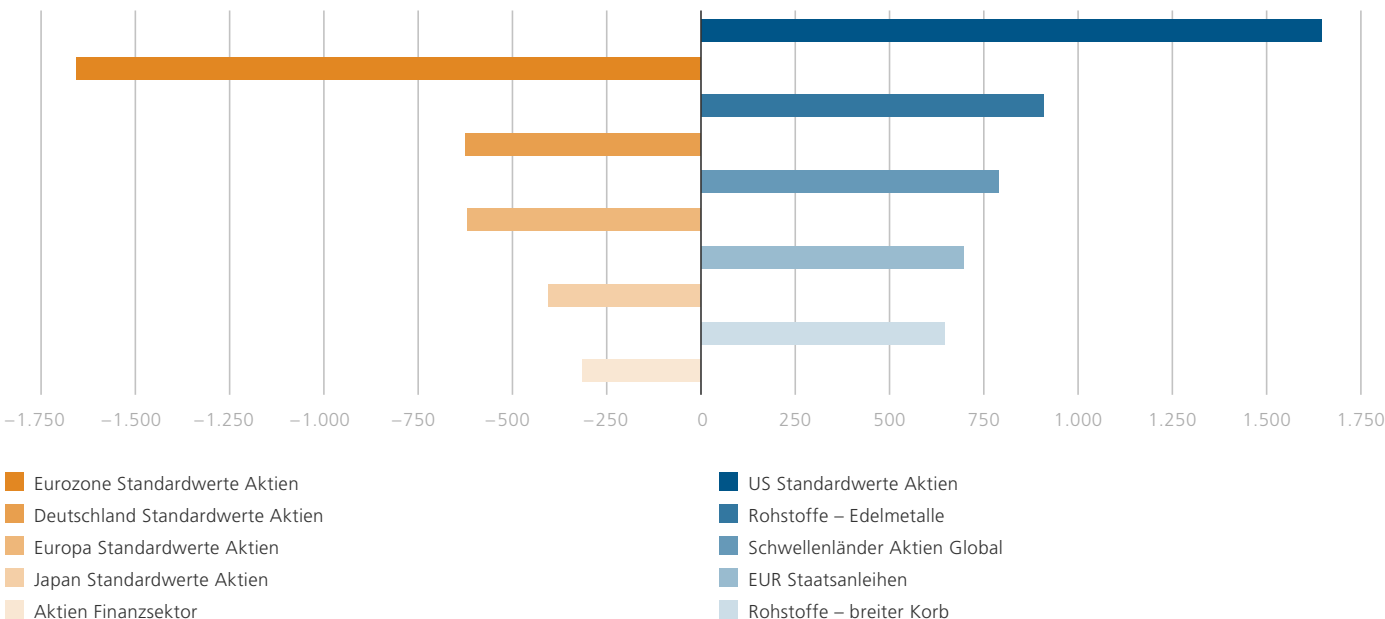
<b>Aktien</b> <span style="float: right;">3,9% ▲</span>	<b>Renten</b> <span style="float: right;">6,2% ▲</span>	<b>Rohstoffe</b> <span style="float: right;">4,5% ▲</span>	<b>Geldmarkt</b> <span style="float: right;">2,6% ▲</span>
453,3 MRD.	153,0 MRD.	52,4 MRD.	3,4 MRD.

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



Quelle: Morningstar

Netto-Mittel: Ab- und Zuflüsse nach Anlageklassen in Mio. Euro (April 2018)



Quelle: Morningstar

Eurozone Standardwerte Aktien	Deutschland Standardwerte Aktien	US Standardwerte Aktien	Rohstoffe – Edelmetalle
-1,7 MRD.	-624,8 MIO.	+1,6 MRD.	+909,3 MIO.

Trotz kräftiger Kursgewinne für die Aktien wurden Mittel in Europa abgezogen. 1,7 Milliarden Euro weniger gab es für die Eurozone, 619,3 Millionen Euro gingen Europa insgesamt verloren. Auch Deutschland musste Federn bei den Flows lassen, ein Minus von 624,8 Millionen Euro. Sogar in Japan machte sich nach den starken Kursgewinnen Vorsicht bemerkbar. Die Aktien-ETFs dort verloren 405,2 Millionen Euro. Schließlich ließen Investoren Finanzwerte links liegen, was deren Flows um 313,7 Millionen Euro verringerte.

Aufgeteilt nach einzelnen Kategorien profitierten vor allem Standardaktien aus den USA. Sie verbuchten 1,6 Milliarden neue Mittel. Die Edelmetalle waren trotz leichter Kursschwäche beliebt. Sie steigerten ihre Flows um 909,3 Milliarden Euro. Auch Schwellenländer, ebenfalls mit leichter Kursschwäche, legten deutlich zu, um 789,3 Millionen Euro. Gefragt waren seit langer Zeit auch europäische Staatsanleihen, die mit 696,4 Millionen Euro bedacht wurden. In Rohstoffe als breiter Korb wurden 646,3 Millionen Euro neu investiert.

**Marktkommentar: Positive Marktentwicklung mit Alarmsignalen.**

Trotz der guten Kursentwicklung im April spricht kaum ein Händler oder Strategie von einer neuen nachhaltigen Aufwärtsbewegung. Der mögliche Handelskrieg zwischen China und den USA, neue Auseinandersetzungen im Nahen Osten veranlassen viele Anleger zur Zurückhaltung. Auch die Charttechnik präsentiert sich noch ohne klare Signale. Die US-Märkte haben sich zwar oberhalb der 200-Tage-Linie gehalten, kommen ihr aber immer wieder sehr nahe. Dax und Euro STOXX 50, die bereits seit Wochen unter diesem wichtigen Trendindikator notierten, konnten diese Linie jedoch im April kurzfristig wieder zurückerobern. Immerhin kommen weiterhin gute Nachrichten aus dem Unternehmenssektor und sollten den Kursen einige Unterstützung bieten.



Kaum ein Händler oder Strategie spricht von einer nachhaltigen Aufwärtsbewegung.

# Der späte Zyklus.

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank



Es ist zweifellos nicht einfach, sich von den brandaktuellen politischen Risikothemen in der Konjunktur- und Marktbetrachtung zu lösen. Zu präsent und beunruhigend sind die Entscheidungen von US-Präsident Trump bezüglich neuer Strafzölle und jetzt auch noch bezüglich des Ausstiegs der USA aus dem Atomabkommen mit dem Iran. Der Rohölpreis hat schon deutlich zugelegt, und die Sicherheitslage im Nahen Osten erfährt einen herben Rückschlag. Die Risiken daraus sind offenkundig, aber dominierend für unser Makrobild sind sie (noch) nicht.

Nach wie vor sind wir überzeugt davon, dass vor allem die Notenbanken im Fokus stehen, wenn wir die Kapitalmarktperspektiven für die kommenden Quartale betrachten. Letztendlich geht es um die Inflationsentwicklung, das Erreichen von Inflationszielen und den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik, also konkret: Wie schnell und wie hoch geht der Zinsanstieg? Diese Frage ist ob des schon lange andauernden Aufschwungs alles andere als trivial. Zusätzlich erschwert wird die Antwort durch die Tatsache, dass die Inflationsraten in dieser späten Zyklusphase eigentlich schon viel höher sein müssten, wenn man bedenkt, dass die Arbeitslosenquoten u.a. in Deutschland und in den USA extrem niedrig sind. Die Preisentwicklungen sind bislang indes auffällig unauffällig. Die amerikanische Notenbank Fed sieht die US-Inflationsraten immerhin schon mehr oder weniger im Zielbereich. Ein leichtes Überschießen wird sie wohl hinnehmen und damit zu keiner Verschärfung ihres Zinserhöhungspfades ansetzen. Zwar tut dieser geldpolitische Kurs in den USA der Konjunktur nicht sehr weh, aber in diesem späten Zyklus werden die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts dennoch eine Mäßigung erleben. Ob sich die konjunkturelle Abschwächung in den nächsten ein oder zwei Jahren wie die Vorstufe einer Rezession anfühlen wird, beeinflusst die Märkte sicherlich. Für Volatilität ist insofern gesorgt.

Mehrheitlich sprechen unserer Einschätzung nach die makroökonomischen Rahmenbedingungen für eine Fortsetzung des Aufschwungs. In Deutschland interpretieren wir die weitgehend enttäuschenden Konjunkturdaten im ersten Quartal als Ausrutscher. Die Auslastung bei den Unternehmen mit lauten Hinweisen auf Engpässe bei Personal und Kapazitäten weisen auf eine solide Nachfrage hin.

Schlussendlich erleben wir eine Phase an den Finanzmärkten, in der angesichts von konjunkturellen Unsicherheiten, politischen Risiken und gelassen wirkenden Notenbanken keine Inflationshysterie aufkommt. So haben sich zuletzt die Aktienmärkte erholt und die Rentenmärkte beruhigt. Die politische Nachrichtenlage ist freilich kaum besser geworden, was uns vorsichtig macht, die finale Entwarnung für die im Februar begonnene Korrekturphase an den Märkten auszurufen. Immerhin geben wir dem späten Zyklus die Chance, im späteren Jahresverlauf einem konstruktiven Kapitalmarktumfeld wieder hinreichend Raum zu geben.

## Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:

- ▲ **USA:** Verbraucherpreise 2018: 2,6 % (vorher: 2,5 %); 2019: 2,4 % (vorher: 2,5 %).
- **Emerging Markets:** Bruttoinlandsprodukts-Prognose (2018) für Russland nach unten, für Mexiko nach oben revidiert.
- **Rohöl:** Mit Blick auf die politische Entwicklung haben wir die Rohölpreis-Prognose über den kompletten Prognosehorizont nach oben genommen.

## Konjunktur Industrieländer

### Deutschland

Während der Rückgang der Stimmungsindikatoren nicht mehr als eine Renaissance des Realismus ist, schlagen sich die schwachen „harten“ Indikatoren nahezu Eins zu Eins in der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts nieder. Statt eines noch bis vor kurzem erwarteten Wachstums von 0,6% im Vorquartalsvergleich (qoq), dürfte gerade einmal die Hälfte herauskommen. Vieles deutet allerdings darauf hin, dass es sich hierbei um eine temporäre Schwäche handelt. So berichten die Unternehmen von starken Engpässen bei Material, Maschinen und Personal, während sie sich gleichzeitig einer sehr hohen Nachfrage gegenübersehen. Man sollte daher in diesen unruhigen Zeiten erst einmal Ruhe hinsichtlich eventueller Neueinschätzungen der Konjunktur walten lassen.

**Prognoserevision: –**

### Euroland

Zum Jahresanfang hat sich die Wachstumsdynamik in Euroland wie erwartet verlangsamt. Laut der veröffentlichten vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat legte das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Euroland im ersten Quartal 2018 um 0,4% im Vergleich zum Vorquartal zu. Die Wachstumsabkühlung betraf aber nur einen Teil der großen EWU-Länder. In Spanien (+0,7% qoq) und in Italien (+0,3% qoq) hat sich die Konjunkturdynamik gegenüber dem vierten Quartal 2017 nicht verlangsamt. Dagegen musste Frankreich (+0,3% qoq) nach dem hohen Wachstum im vierten Quartal 2017 von 0,7% einen deutlichen Rückgang hinnehmen. Auch Deutschland (prognostizierte +0,3% nach 0,6% im Vorquartal) dürfte ebenfalls mit einer spürbaren Verlangsamung des Wachstums wesentlich zur Abkühlung in der EWU beigetragen haben.

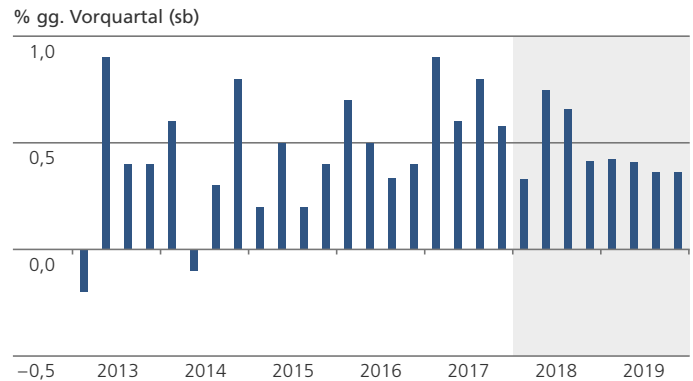
**Prognoserevision: –**

### USA

Das Bruttoinlandsprodukt ist im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal und auf das Gesamtjahr hochgerechnet um 2,3% angestiegen. Oftmals lag in den vergangenen Jahren im ersten Quartal die schwächste Wachstumsdynamik des Jahres vor. Angesichts dessen war das Expansionstempo zum Jahresstart zufriedenstellend. Eingedenk der Steuersenkungen zu Beginn des Jahres hätte man sich freilich eine noch stärkere Dynamik vorstellen können. Relativ kräftig war der Beschäftigungsaufbau im April, die Arbeitslosenquote fiel mit 3,9% auf den niedrigsten Stand seit Ende 2000. Allerdings blieb die Lohndynamik hinter den Erwartungen zurück. Der Deflator der privaten Konsumausgaben erreichte im März mit 2,0% erstmals wieder den Zielbereich der Zentralbank. Ein erhöhter Inflationsdruck kann hieraus aber nicht abgeleitet werden.

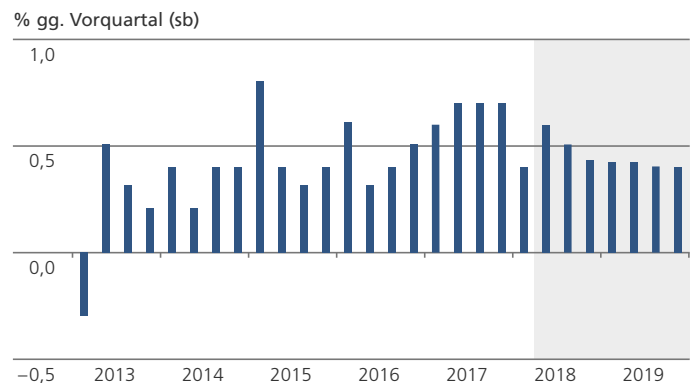
**Prognoserevision: Verbraucherpreise: 2018: 2,6% (vorher: 2,5%); 2019: 2,4% (vorher: 2,5%)**

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt



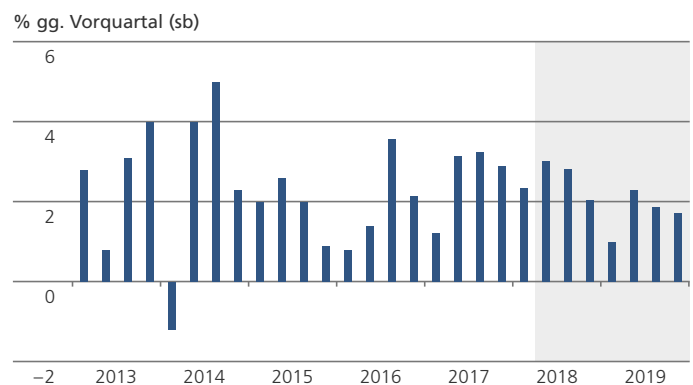
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### USA: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank



## Märkte Industrieländer

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Auf ihrer Ratssitzung Ende April ließ die EZB ihre Forward Guidance unverändert und hielt insbesondere an der Aussage fest, dass die Wertpapierkäufe erst eingestellt werden, wenn eine „nachhaltige Anpassung am Pfad der Inflation“ zu erkennen ist. Dies lenkt das Augenmerk auf die makroökonomischen Projektionen, die die EZB auf ihrer nächsten Pressekonferenz Mitte Juni vorstellen wird. Trotz einiger zuletzt schwächerer Konjunkturdaten gehen wir davon aus, dass Draghi dann eine weiter gewachsene Zuversicht zum Ausdruck bringen wird, das Inflationsziel mittelfristig zu erreichen. Dies würde unseres Erachtens grünes Licht dafür geben, bei der anschließenden Sitzung Ende Juli anzukündigen, dass die Wertpapierkäufe zum Jahresende auslaufen. Gleichzeitig dürfte die EZB in ihrer Forward Guidance noch deutlicher hervorheben, dass vorerst keine Leitzinserhöhungen beabsichtigt sind. Insgesamt sollte sich daher wenig an den in den Geldmarktfutures eingepreisten Erwartungen ändern, dass die EONIA- und EURIBOR-Sätze in den nächsten Jahren nur langsam ansteigen.

**Prognoserevision:** –

### Rentenmarkt Euroland

Schwache Konjunkturdaten und die Handelsstreitigkeiten der USA mit China und der EU haben bei Marktteilnehmern die Erwartung gestärkt, dass die EZB ihr Wertpapierkaufprogramm über September hinaus verlängern und die Leitzinsen eher später anheben wird. In den nächsten Monaten dürfte sich der makroökonomische Datenkranz jedoch wieder etwas bessern und die EZB vermutlich auf ihrer Sitzung Ende Juli ankündigen, die Wertpapierkäufe zum Jahresende auslaufen zu lassen. Dies sollte den Renditen langlaufender Bundesanleihen etwas mehr Spielraum nach oben eröffnen, während eine konkretere Forward Guidance der EZB in Bezug auf die Leitzinsen das kurze Ende weiterhin niedrig halten dürfte. Ohne eine gravierende Eskalation sollte die politische Unsicherheit in Italien einer leichten Versteilerung der Bundkurve nicht im Wege stehen.

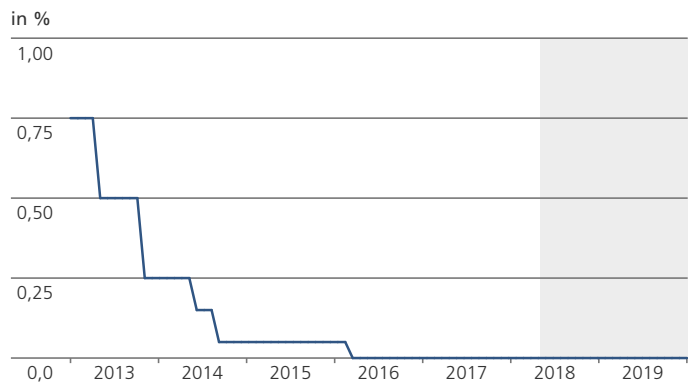
**Prognoserevision:** –

### Devisenmarkt: EUR-USD

Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar über die vergangenen Wochen spürbar abgewertet. Mitte April lag der EUR-USD Wechselkurs noch bei 1,24. In den folgenden drei Wochen folgte dann eine Euro-Abwertung bis auf 1,18 EUR-USD. Damit lag der EUR-USD Wechselkurs wieder auf dem Niveau, mit dem er in das Jahr gestartet war. Die Euro-Schwäche ging einher mit fallenden Zinsen in Euroland und steigenden Zinsen in den USA, wodurch der US-Zinsvorteil deutlich angestiegen ist und Niveaus erreichte, die es in den vergangenen fast 30 Jahren nicht gegeben hat. Der Zinsunterschied zwischen US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen erreichte Anfang Mai über drei Prozentpunkte und selbst bei einer Laufzeit von zehn Jahren lag der US-Zinsvorsprung noch bei 2,4 Prozentpunkten.

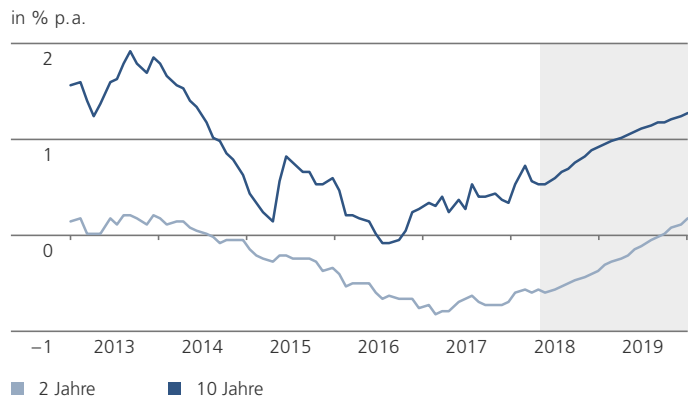
**Prognoserevision:** –

### EZB: Hauptrefinanzierungssatz



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

### Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Wechselkurs EUR-USD



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Aktienmarkt Deutschland

Die Konjunkturdaten aus Deutschland für das erste Quartal sind schwach ausgefallen und auch die Stimmung im Unternehmenssektor trübt sich ein. Allerdings ist damit keine grundlegende Trendwende verbunden. Ein Teil der rückläufigen Stimmung ist der hohen Kapazitätsauslastung und damit Lieferengpässen geschuldet und nicht etwa auf eine sich abzeichnende Nachfrageschwäche zurückzuführen. Die Berichterstattung der Unternehmen zum ersten Quartal fällt bei den Umsätzen und den Ergebnissen hinter das Niveau des Vorjahres zurück und liegt auch unterhalb der Markterwartungen. Die Zahlen sind aber durch den im Vergleich zum Vorjahresquartal angestiegenen Euro-Wechselkurs belastet, die zugrundeliegende operative Geschäftsentwicklung verläuft dagegen zufriedenstellend. Somit sind die Rahmenbedingungen für den deutschen Aktienmarkt zwar grundsätzlich intakt, allerdings von keiner besonders starken positiven Dynamik geprägt.

**Prognoserevision: –**

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

Unternehmensanleihen haben die Irritationen aus einem aufziehenden Handelsstreit und nachgebenden Stimmungsindikatoren gut verkraftet. Auch die zuletzt spürbar niedrigeren Käufe der EZB in diesem Sektor haben die Spreads nicht nachhaltig belastet. Draghi erklärte hierzu, es handle sich lediglich um saisonale Faktoren. Unterstützung gab es von Seiten der Unternehmensberichte. Im ersten Quartal konnten große europäische Unternehmen ihre Gewinne um etwa 4 % steigern, für das Gesamtjahr werden um etwa 7 % höhere Gewinne erwartet. Dabei wurden die Ergebnisse doch recht spürbar vom kräftigen Eurokurs ausgebremst. Währungsbereinigt liegen die Umsätze um 5 bis 10 % höher. Aktuell hat der Euro jedoch wieder nennenswert gegenüber dem US-Dollar nachgegeben, wodurch sich der weitere Ausblick aufhellt.

## Emerging Markets

### Emerging Markets: Märkte

Eine Kombination externer Faktoren und länderspezifischer Probleme hat in den vergangenen Wochen auf der Wertentwicklung von EM-Anlagen gelastet. Ein wichtiger Treiber war der Anstieg der US-Renditen, der zu neuer Stärke des US-Dollars führte. Auf der Stimmung gelastet haben zudem die Sorge vor einer Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China, die Aufkündigung des Atomabkommens mit dem Iran durch die USA sowie der schnelle Anstieg der Ölpreise, der gerade die Länder trifft, die wegen ihrer Leistungsbilanzdefizite ohnehin kritisch betrachtet werden. In Argentinien und der Türkei ist es den Notenbanken trotz wiederholter Zinsanhebungen bislang nicht gelungen, die Währung zu stabilisieren. Argentinien sucht nun um einen IWF-Kredit nach, um die Märkte zu beruhigen. Die kommenden Wochen dürften von Unsicherheit über die politische und konjunkturelle Entwicklung geprägt bleiben. Da wir erwarten, dass die Konjunktur ungeachtet der Belastungsfaktoren hält, dürften sich die Märkte nach einer volatilen Phase wieder stabilisieren.

## Aktienmarktprognose

	11.05.2018	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	13.001,24	12.500	12.900	13.500
EuroStoxx50	3.565,52	3.500	3.500	3.600
S&P 500	2.727,72	2.550	2.650	2.700
Topix	1.794,96	1.700	1.700	1.750

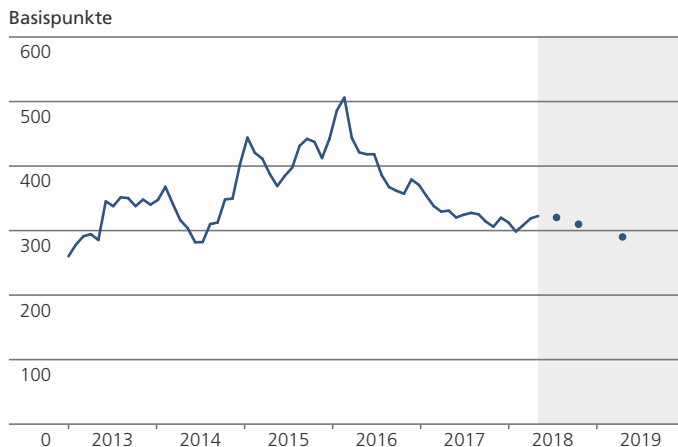
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## iTraxx Europe (125)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## EMBIG-Spread



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

# Szenarien

## Basisszenario



(Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- **Weltwirtschaft:** Innerhalb des Prognosezeitraums, d.h. bis Ende 2019, ist kein Ende des globalen Aufschwungs zu erwarten. Das Wachstum ist maßgeblich von binnenwirtschaftlichen Kräften getragen.
- **Euroland:** Stetiger Rückgang der Arbeitslosigkeit stärkt die Aufwärtsbewegung. Zuwachsraten liegen über dem Normaltempo („Potentialwachstum“).
- **Deutschland:** Wachstumsdynamik und Stimmung werden langsam moderater, bleiben aber gut. Trotz Vollbeschäftigung keine Inflationsgefahren.
- **Vereinigtes Königreich (UK):** EU-Austrittsprozess verläuft zäh und mit Rückschlägen, jedoch weitgehend geordnet, unter anderem auch dank verlängerter Übergangs- und Verhandlungsfristen. Wachstumserwartungen für UK werden durch zu erwartenden Austritt gedämpft.
- **USA:** Volkswirtschaftliche Kapazitäten sind weitgehend ausgelastet. Ausgeprägte Überhitzungserscheinungen, insbesondere stark steigende Inflation, sind bis Ende 2019 nicht zu erwarten. Die Steuerreform könnte den Überhitzungsprozess allerdings beschleunigen.
- **Inflation:** Inflationsraten bleiben niedrig und nähern sich nur langsam den Notenbankzielen an. Kein Überschießen der Inflation im Prognosezeitraum.
- **Geldpolitik:** Langsamer Rückzug der Notenbanken aus der ultra-lockeren Geldpolitik. Dank der Netto-Wertpapierverkäufe der US-Notenbank Fed sinkt ab 2018 die aggregierte Bilanzsumme der großen Notenbanken. EZB beendet 2018 ihre Netto-Anleihekäufe und erhöht 2019 erstmals die Leitzinsen (Einlagensatz).
- **Zinsen:** Langsamer Anstieg der Zinsen für sichere Geldanlagen. Realzinsen (d.h. inflationsbereinigte Zinsen) werden noch für lange Zeit negativ bleiben.
- **Finanzmärkte:** Aktienmärkte mit moderatem Anstieg bei steigender Schwankunganfälligkeit, d.h. ausgeprägtere zwischenzeitliche Rückschläge sind wahrscheinlich. Leichte Verluste an Rentenmärkten angesichts langsam steigender Renditen.

## Negativszenario



(Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Massive Handelsbeschränkungen durch die US-Regierung sowie Gegenmaßnahmen betroffener Staaten eskalieren zu einem Handelskrieg. Kurzfristige Folge wäre ein weltweiter Konjunkturunbruch mit negativen Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität. Ein Rückzug der USA aus globaler Verantwortung könnte lokale Krisen schüren.
- Ausufernde Inflation führt zu kräftigen Leitzinssteigerungen. Folge des daraus resultierenden schnellen und starken Marktzinsteils wären ein konjunktureller Einbruch und finanzielle Instabilitäten wegen rückläufiger Aktienkurse, Anleihekurse und Immobilienpreise.
- Kurskorrekturen in einzelnen, hoch bewerteten Marktsegmenten (z.B. Immobilien, Private Equity) führen über Ansteckungseffekte zu größeren Markturbulenzen. Verunsicherung von Unternehmen und erschwelter Zugang zu Kapital könnten eine konjunkturelle Abwärtsbewegung auslösen.
- Ausstieg der USA aus dem Atom-Abkommen mit dem Iran mündet in Eskalation des Nahost-Konflikts und führt zu deutlichen Kursverlusten bei Risikoassets sowie einem dramatischen Ölpreisanstieg.
- EU-Austrittsprozess in UK erfolgt ungeordnet. Folge wären spürbare Marktverwerfungen in UK und in der EU.
- Ausgeprägte und dauerhafte Wachstumsabschwächung in China mit der Folge einer globalen Rezession.

## Positivszenario



(Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz hoher Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank des Abbaus von Verschuldung schreitet die Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu spürbaren und stetigen Aktienkursanstiegen. Dies hätte insbesondere positive Auswirkungen auf die Investitionsdynamik.
- Reformprozess in Euroland stabilisiert Finanzsektoren der Krisenländer und setzt damit stärkere Wachstumspotenziale frei.
- 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)

 **Finanzgruppe**