

ETF-Newsletter Wertarbeit

Von großen Linien und kleinem Zins

Dezember 2019

Neue Perspektiven für mein Geld.

Deka
Investments

Sehr geehrte Anleger*innen,

der Countdown für das neue Anlagejahrzehnt läuft. Zeit für einen Blick auf das vergangene Jahr und das beginnende, und auch auf die großen Linien: Die Kennzeichen der Zehner Jahre und den Erwartungshorizont für die Zwanziger.

Keiner der Experten, die in dieser Ausgabe der „Wertarbeit“ zu Wort kommen, zweifelt am Fortbestand der expansiven Geldpolitik und an der Fortdauer des Zinstiefs. Was unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann lakonisch als „im Geld baden wie Dagobert“ bezeichnet, wird die Zinslandschaft nach Ansicht unserer Experten noch bis Mitte der 2020er Jahre prägen. Für die vermögenden Privatkunden bleibt dies eine große Herausforderung, wie Jan Krämer, Leiter Portfoliomanagement Investment Products bei der Vermögensverwaltung der Commerzbank im Interview schildert. ETFs bieten für dieses Umfeld einen guten instrumentellen Werkzeugkasten, sodass mittlerweile fast 30 Prozent des Volumens der Commerzbank Vermögensverwaltung auf die kostengünstigen und flexiblen ETFs entfallen.

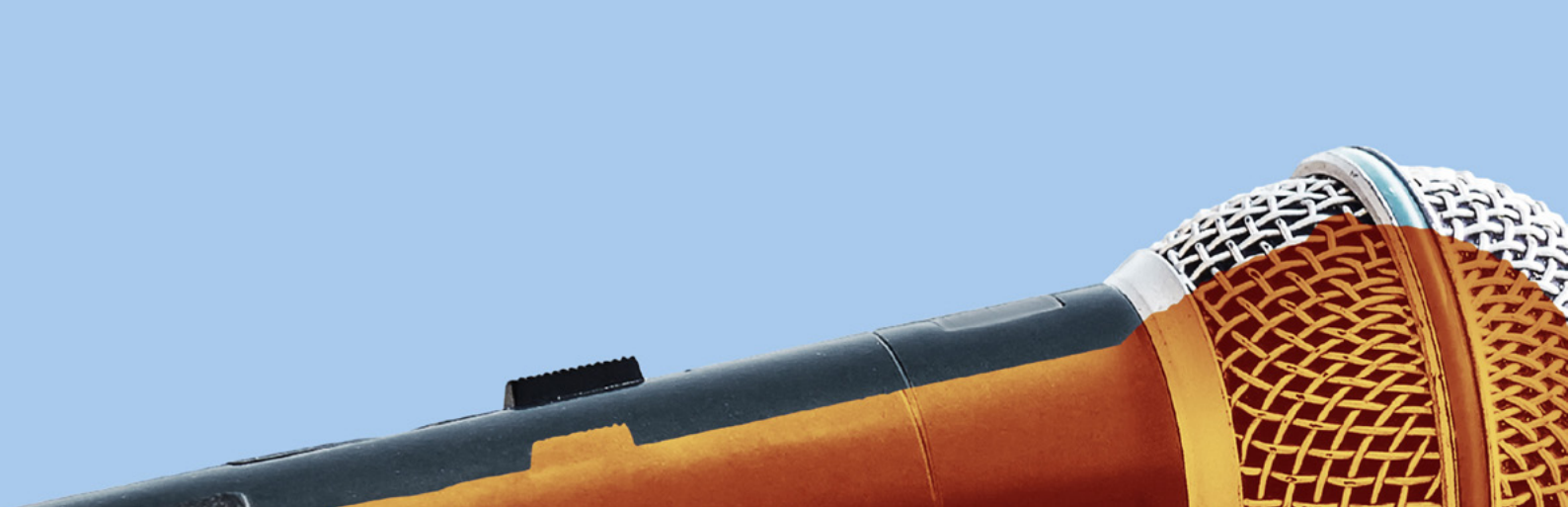
Mit einer Fortsetzung der starken Dynamik des Jahres 2019 rechnet indes kaum jemand. Zwar scheint der längste Zyklus der deutschen und amerikanischen Wirtschaftshistorie nach wie vor intakt und eine grundsätzliche Beruhigung der politischen Großwetterlage in 2020 damit nicht unwahrscheinlich. Unsere Volkswirte rechnen aber mit eher horizontal verlaufenden Aktien- und Rentenmärkten, die keine großen Kursphantasien entfachen dürften. Renditetreiber werden in diesem Setting eher Kupons und Dividenden sein.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,
Leitung Betreuung ETF,
Deka Investment GmbH



Interview

„Ausweg aus der Zinsfalle bieten“

Die Vermögensverwaltung der Commerzbank hat ein Volumen von rund 17 Milliarden Euro. Jan Krämer, Leiter Portfoliomanagement Investment Products, erläutert die Konzepte und den Einsatz von ETFs.

Wie fügt sich die Vermögensverwaltung in das Kundengeschäft der Commerzbank ein? Welche Zielgruppen und welche Mindestanforderungen gibt es?

Die Vermögensverwaltung bietet Lösungen für die drei großen Bereiche: Privatkunden, Unternehmerkunden und Firmenkunden. Bezogen auf die klassischen Privatkunden, variiert das Angebot in Abhängigkeit von festgelegten Mindestvolumina. Bereits ab einem Vermögen von 100.000 Euro bieten wir beispielsweise eine reine ETF-Vermögensverwaltung an. Diese wird in vier Risikoprofilen für unsere Kunden produziert, die wie üblich von Vermögenserhalt über Vermögensaufbau – konservativ, dynamisch – bis offensiv in Form von Vermögenswachstum reichen. Außerdem steht auch eine Variante zur Verfügung, die aus aktiven und passiven Fonds besteht, unsere MultiManager-Vermögensverwaltung. Ab 250.000 Euro beginnt dann die individuelle Vermögensverwaltung, die auch Einzelaktien aus Europa und den USA umfasst aber auf der Rentenseite über Fonds investiert bleibt. Ab einer Million Euro kommen dann auch einzelne Anleihen dazu und ab 2,5 Millionen Euro ist die Vertragsgestaltung komplett individuell.

Gibt es so etwas wie eine übergeordnete Philosophie oder bestimmt das immer der Kunde?

Natürlich sprechen wir mit dem Kunden über seine Wünsche und vor allem über seine Risikoneigung, aber wir haben eine klare Philosophie, die wir dem Kunden erläutern, die er also vor der Mandatsvergabe kennt. Wir verstehen uns als echte Risikomanager. Wir agieren stets risi-

kobedacht, sind dann aber bereit, an der einen oder anderen Stelle ganz bewusst ins Risiko zu gehen. Allerdings ist unsere oberste Maxime auch, das Vermögen unserer Kunden zu erhalten, sodass wir lieber auf den letzten Renditepunkt verzichten, wenn wir dafür zu viel Risiko in Kauf nehmen müssten. Außerdem ist ein besonderes Merkmal unseres Angebots die unbedingte Transparenz. Der Kunde kann jederzeit sein Portfolio einsehen und nachvollziehen, wie wir seine Performance generieren. Er hat also ständig Einblick in unsere Leistungsfähigkeit. Ein weiteres Merkmal ist, dass wir mit allen Instrumenten täglich liquide sind.

Wie fügt sich in diesen Rahmen die sogenannte Index-Vermögensverwaltung ein, die wir ja schon mal in der „Wertarbeit“ vorgestellt haben?

Die Index-Vermögensverwaltung ist in ihrer Ausgestaltung eine risikoreduzierende Strategie. Grundlage ist ein Weltportfolio mit ETFs, das auf der Aktienseite taktisch veroptioniert wird. Wir schreiben also Call-Optionen und sammeln Optionsprämien ein. Dieser Ansatz ist üblicherweise erst ab einem Volumen von 500.000 Euro sinnvoll. Wir haben aber auch einen Publikumsfonds, so dass Kunden mit geringeren Anlagesummen diese Strategie ebenfalls nutzen können.

Welche Anlageklassen stehen zur Auswahl?

Im Fokus haben wir Aktien, Renten, Rohstoffe und Währungen, wobei die Währungen bei einem international

aufgestellten Portfolio immer implizit enthalten sind und entsprechend ausgesteuert werden müssen. Wie gesagt, unsere Vermögensverwaltung muss täglich liquide sein. Damit scheiden alternative Formen wie Private Equity, Private Debt, Infrastrukturfinanzierungen und Einzelimmobilien aus. Der Kunde kann also sicher sein, dass er bei einem Entnahmewunsch oder einer Kündigung immer nach drei bis höchstens fünf Handelstagen sein Geld auf dem Konto hat.

Dann lassen Sie uns die Verwendung von ETFs genauer betrachten. Wie setzen Sie diese ein?

In der ETF-Vermögensverwaltung nutzen wir Musterportfolios, die aufgrund unserer strategischen Asset Allokation an die erwähnten Risikoprofile angepasst werden. Je nach Marktentwicklung agieren wir auch kurzfristig und verändern die taktische Allokation. Die Index-Vermögensverwaltung dagegen ist ein weitgehend statisches Konzept. Das passen wir auf der ETF-Seite nur an, wenn sich die strategische Ausrichtung ändert. Hier ist der Fokus auf die Vereinnahmung von Optionsprämien ausgerichtet.

Und wie ist das in der MultiManager-Vermögensverwaltung, wo Sie auch aktive Fonds nutzen?

In unserem Fondsauswahlprozess setzen wir den aktiven Fonds immer in Beziehung zu einem entsprechenden ETF, wenn es einen solchen gibt. In den sogenannten effizienten Märkten, die sehr liquide und gut analysiert sind, erhält meistens der ETF den Vorzug. Anders sieht es in illiquiden, nicht sehr tiefen und sehr jungen Märkten aus. Da ergeben sich häufig Opportunitäten, die man nur mit aktivem Management nutzen kann. Im Übrigen bin ich der Überzeugung, dass die Entscheidung aktiv versus passiv ein dynamischer Prozess ist. Segmente, die früher als tief und effizient galten, können sich verändern, und plötzlich ergeben sich Opportunitäten für aktives Management. Diese Entwicklung müssen wir ständig beobachten und entsprechend neu entscheiden.

Gilt das auch für die Rentenmärkte? Da heißt es ja, dass klassische aktive Ansätze keinen Mehrwert im Vergleich zu ETFs liefern?

Das ist nach meiner Erfahrung nicht so. Das kommt immer auf den Einzelfall an. Marktsegmente, die eher standardisiert funktionieren, können Sie natürlich besser über ETFs abbilden. Aber nehmen Sie den Bereich von besonders kurz laufenden High-Yield-Instrumenten außerhalb des Investmentgrade-Ratings. Den können Sie nicht mit einem ETF abbilden. Dazu brauchen Sie den aktiven Manager, um auf bestimmte Marktstrukturen zu reagieren. Es wird also immer aktive und passive Fonds geben.

Wie wählen Sie die ETFs aus? Welche Rolle spielen die Replikationsmethode, die Tracking Difference oder die Liquidität?

Wir schauen uns natürlich alle diese Kriterien genau an. In der Index-Vermögensverwaltung, die statisch ausgerichtet ist, setzen wir auf physische Replikation. Dort, wo wir die Anlageklassen taktisch steuern, nutzen wir auch swapbasierte Produkte. Die Tracking Difference ist ein Kriterium, aber vor allem wollen wir zuerst den zugrundeliegenden Index verstehen. Wie gut bildet er einen Markt ab? Welche Risiken gibt es? Da ist die Tracking Difference erst mal zweitrangig. Klar, die Liquidität der Instrumente ist wichtig. Wir fragen immer die Rahmenbedingungen im Market Making vorher ab und analysieren stets die Marktliquidität.

"Die Kunden leiden brutal unter den Negativzinsen und suchen nach einem Ausweg aus der Falle. Dazu bietet der ETF-Markt einen guten instrumentellen Werkzeugkasten."

Wie halten Sie es mit Strategie-ETFs, auch als Smart Beta bekannt, zum Beispiel mit Faktorinvestments oder Dividendenstärke?

Das Dividententhema ist in unserer Analyse eher nachgeschaltet, mal abgesehen von der Stiftungsvermögensverwaltung, die ja laufende Erträge für den Stiftungszweck generieren muss. Die Faktorrisikoanalyse ist bei uns dagegen etabliert, allerdings eher als Aspekt der Portfoliokonstruktion. Die einzelnen Lösungen sollten im gleichen Risikoprofil auch die gleichen Faktorladungen haben, um einen systematischen Mehrwert auf den verschiedenen Ebenen erzielen zu können. Wir nutzen zwar auch die Möglichkeit, Faktorprämien zu generieren. Allerdings sind wir da durchaus vorsichtig, weil zu starkes Engagement in ständig wechselnden Faktortrends unser Risikomanagement stören kann. Dafür ist ja eine klare Beta-Steuerung wichtig.

Lassen Sie uns Ihr Risikomanagement genauer unter die Lupe nehmen. Wie gewichten Sie strategisch und taktisch die Anlageklassen? Verkaufen Sie Assets oder sichern Sie ab?

Das ist immer eine Mischung. Normalerweise wird ein Long-Vehikel verkauft. Aber in bestimmten taktischen Situationen nutzen wir auch schon mal kurzfristig

Short-Instrumente. Langfristig machen sie wenig Sinn, weil sie dann zu viel kosten. Unsere strategische Asset Allokation gestalten wir mit Hilfe einer sogenannten Investment Clock. Die setzt Konjunkturzyklen zu Marktphasen und Anlagesegmenten in Beziehung. Nach unserer Erfahrung erhält man damit relativ stabile Ergebnisse. So lässt sich für ein Musterportfolio der Value-at-Risk gut berechnen und dem Kunden demonstrieren, was abgeleitet aus der Historie an Kennzahlen ungefähr zu erwarten ist.

Arbeiten Sie mit Wertsicherungs- oder Stopp-Loss-Marken?

Nein, das machen wir nicht. Wir haben die Erfahrung gemacht, dass man innerhalb unseres Investmentprozesses mit Stopp-Loss ein Portfolio systematisch negativ beeinflusst. Das erklären wir auch dem Kunden. Unsere Analyse ist immer fundamental. Ein starker Rückschlag ist erst einmal der Anlass nochmals tiefer in die Analyse einzusteigen und dann gegebenenfalls über einen Verkauf zu entscheiden.

Fehlt Ihnen noch etwas im ETF-Angebot?

Der Markt entwickelt sich dynamisch, und der Wettbewerb sorgt dafür, dass ständig neue interessante ETFs auf den Markt kommen. Dazu sind wir ja auch im intensiven Gespräch mit den Anbietern. Zurzeit reden wir über die Möglichkeit, angesichts der extrem niedrigen, ja sogar negativen Zinsen noch stabile Erträge mit Anleihen zu erzielen. Das bezieht sich weniger auf das Zinsniveau als auf die Zinsstrukturkurven. Dazu könnten wir systematische Strategien mit einem nach wie vor vorhandenen Carry gut gebrauchen, die im Prinzip auch mit einem ETF umzusetzen sein sollten. Allerdings bedeutet das im Hinblick auf die Kunden auch weniger Transparenz. Der Erklärungsbedarf wird unvermeidlich zunehmen.

Die ETFs sind in Ihrer Vermögensverwaltung gut etabliert. Wird ihre Bedeutung weiter zunehmen?

Davon gehe ich aus. Schon jetzt beträgt der ETF-Anteil bezogen auf unser Gesamtvolumen in der Vermögensverwaltung fast 30 Prozent. Das ist deutlich höher als im allgemeinen Fondsmarkt. Die Kunden leiden brutal unter den Negativzinsen und suchen nach einem Ausweg aus der Falle. Dazu bietet der ETF-Markt mit den leicht zugänglichen Anlageklassen und den niedrigen Kosten einen guten instrumentellen Werkzeugkasten. Im nächsten Jahr dürfte sich der Trend zu ETFs im Hinblick auf die Beratung zum Thema Nachhaltigkeit noch verstärken.



Kolumne

Wie Dagobert in Geld baden



Dr. Bernhard Jünemann
Finanzjournalist

Erwartungen sind ein wichtiger Antriebsfaktor für die Börsen. Sie dienen dazu Hypothesen über die Kursentwicklung aufzustellen und entsprechende Investitionsentscheidungen zu begründen. Das Missliche nur: Erwartungen gehen selten auf. Besonders gefährlich ist, wenn die Erwartungen kollektiv gleichlaufen. Dann kommt es meist ganz anders.

In dieser Hinsicht machte 2019 keine Ausnahme. Nach dem schlechten Jahr 2018 waren die Erwartungen zu Beginn dieses Jahres auf Vorsicht getrimmt. Vor allem für das erste Halbjahr wurde noch mit vielen Bremsfaktoren gerechnet.

Doch es kam anders. Die Märkte liefen praktisch das ganze Jahr mit kleinen Unterbrechungen nach oben. 25 Prozent Plus bei den großen Indizes, selbst bei Dow & Co, die ja 2018 vergleichsweise stabil gelaufen sind.

Dieser Boom hat einen klaren Grund: Die Geldschleusen sind wieder weit geöffnet worden. Die US-Notenbank hat auf Zinssenkungen umgeschaltet und entsprechend mehrfach gehandelt. Die EZB nahm ihre Anleihekäufe wieder auf. Damit wurden negative Signale zur Konjunktur negiert, Gewinnrevisionen kaum zur Kenntnis genommen.

Kein Wunder, dass vor diesem Hintergrund die meisten Prognosen für das Jahr 2020 positiv sind. In der Tat ist der monetäre Faktor auch weiter klar positiv für die Börsen zu bewerten. Die Fed dürfte die Geldschleusen weiter öffnen, wenn die US-Konjunktur Schwächezeichen zeigt. Im Übrigen ist in den USA 2020 die Präsidentenwahl. In der Vergangenheit hat die Fed in solch einer Situation nie massiv die Zinsen angehoben. Auch in Europa bleibt die Geldpolitik expansiv. Daran wird sich unter der neuen EZB-Präsidentin Christine Lagarde nichts ändern, auch wenn ihr Stil verbindlicher sein dürfte als der ihres Vorgängers. Anleger können also weiterhin wie Dagobert Duck in Geld baden.

Die konjunkturellen Faktoren sind nicht so klar. Das Wachstum in den USA verlangsamt sich, das Gewinnwachstum schrumpft. Nur der Konsum boomt angesichts des immer noch sehr robusten amerikanischen Arbeitsmarkts. Das Steuersenkungsprogramm vom Trump hat seine Wirkung verloren.

In Europa dürfte das Wachstum schwächlich bleiben, aber die unmittelbare Gefahr einer ausgeprägten Rezession ist unwahrscheinlich. Unterstützend sollten vielfältige Investitionsanstrengungen in den meisten Ländern sein, die sich überwiegend auf die Infrastruktur ausrichten, aber Multiplikatoreffekte für die Gesamtwirtschaft zeitigen sollten.

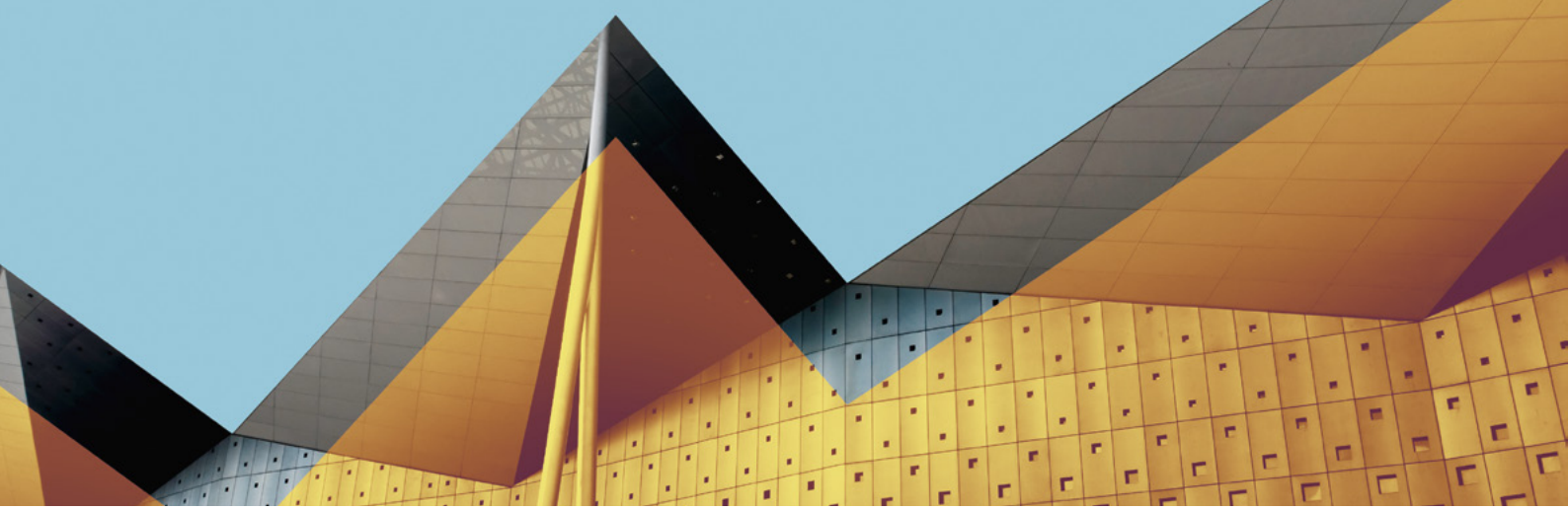
Die Rezessionsgefahr für Europa durch den Brexit scheint gebannt. Nach den Wahlergebnissen in Großbritannien zu urteilen, kommt es zum Brexit, aber in geordneter Form. Die Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen zwischen Großbritannien und der EU dürften sich über das gesamte Jahr hinziehen und könnten immer mal wieder für Irritationen sorgen. Aber der Druck zur Einigung ist auf beiden Seiten groß.

Die Emerging Markets in ihrer Gesamtheit profitieren von der lockeren Geldpolitik in den Industrieländern. So sollte die Wachstumsrate der Weltwirtschaft leicht zulegen. Man geht von einer Rate von 3,4 Prozent aus. Chinas Wachstum hat sich deutlich verlangsamt, bewegt sich aber immer noch mit fünf Prozent auf robustem Niveau. Natürlich belastet der Handelsstreit mit den USA. Eine Einigung wird aber immer wahrscheinlicher, weil Präsident Trump einen Erfolg für seine Wiederwahl unbedingt benötigt. Das Ende im Handelsstreit würde die Börsen zumindest für kurze Zeit in Feierlaune versetzen.

Fazit: Der Aktienaufschwung geht ins zehnte Jahr. Aus monetärer Sicht spricht nichts gegen Dividendenwerte. Psychologisch ist jedoch kaum zu erwarten, dass die großen Indizes nochmals 25 Prozent hinlegen. Aber acht bis zehn Prozent wären auch gut ausreichend und ohnehin markttechnisch gesünder. Mit erhöhter Volatilität und zeitweisen Rückschlägen ist natürlich immer zu rechnen. Aber darauf sollte jedes weltweit diversifizierte Portfolio vorbereitet sein.



„Die Rezessionsgefahr für Europa durch den Brexit scheint gebannt. Nach den Wahlergebnissen in Großbritannien zu urteilen, kommt es zum Brexit, aber in geordneter Form.“



ETF-Monitor

Rallye im November

Der Schwung aus dem goldenen Oktober machte auch den November zu einem Börsenfest. Unterstützt durch die lockere Geldpolitik und immer wieder genährte Hoffnungen auf eine Beilegung des Handelskrieges zwischen den USA und China ließen die Kurse fast aller großen Indizes kräftig steigen. DAX und Euro STOXX 50 schafften fast drei Prozent. Die US-Märkte machten es etwas besser und markierten neue Rekorde. Der Dow legte so 3,7 Prozent zu. Übertroffen wurde er nur vom Nasdaq, dem die Technologiewerte ein Plus von 4,5 Prozent bescherten. Da ließ sich der TecDAX nicht lumpen und übertraf alle mit einem Gewinn von 9,7 Prozent.

Bei so viel Risikofreude hatte es der Goldpreis schwer. Nachdem er schon im Oktober die Marke von 1500 Dollar unterschritten hatte, verlor er weitere 3,2 Prozent. Bei Sil-

Zahlen und Fakten.

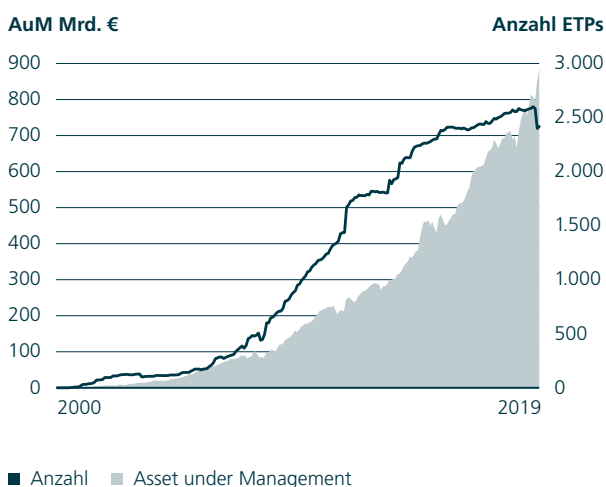
2.266

Die Zahl der ETFs und ETNs, zog wieder an – um 0,7 % auf 2.266 ging es nach oben.

886

Das Volumen der in Europa gehandelten Titel erhöhte sich um 3,8 % auf 886 Mrd. Euro.

Europäischer ETP-Markt.



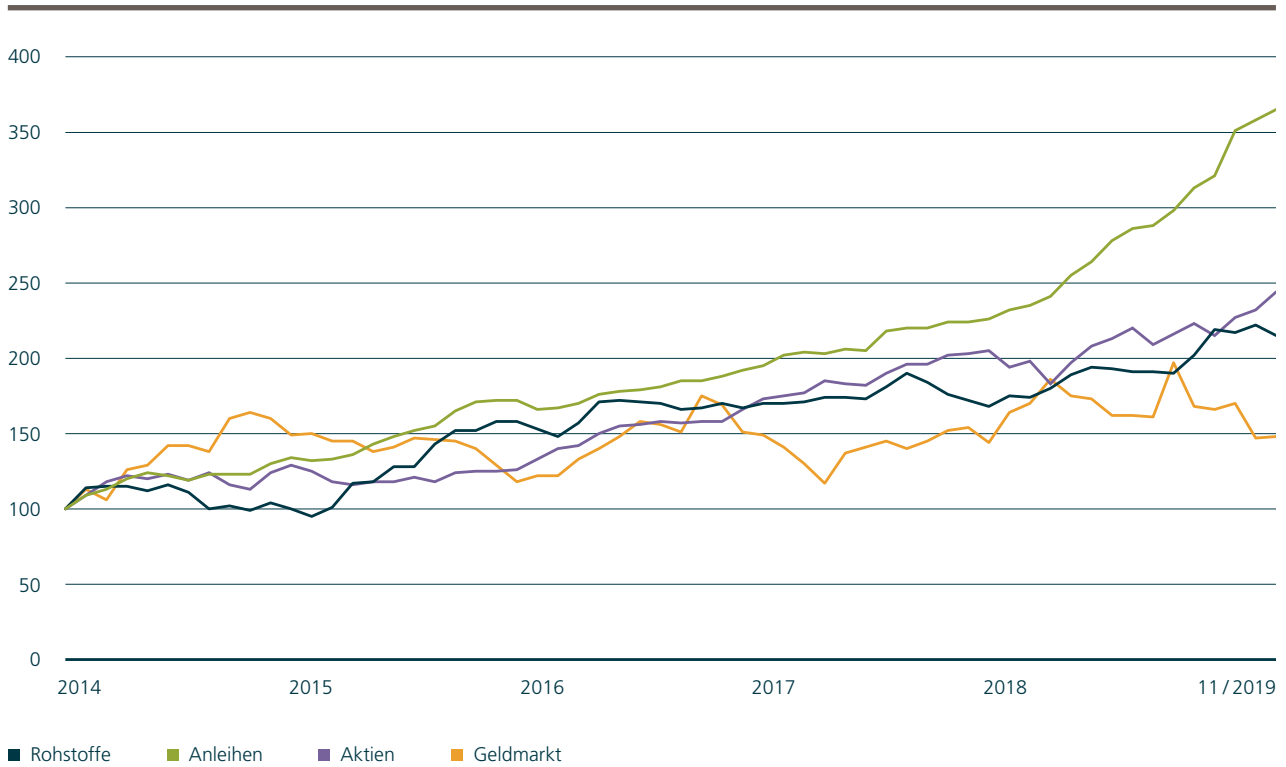
Quelle: Morningstar

ber ging es sogar sechs Prozent abwärts. Der Ölpreis dagegen konnte sich in der Hoffnung auf weitere Förderbeschränkungen der Opec um 3,5 Prozent befestigen. Wenig Veränderungen dagegen an der Währungsfront. Der Euro gab gegenüber dem US-Dollar 1,2 Prozent nach.

Die Gewinnerliste der ETFs wurde von der Biotech- und Pharmabranche angeführt. Entsprechende Fonds legten um die 12 Prozent zu. Gleich danach glänzten dann auch schon die TecDAX-ETFs mit fast zehn Prozent. Von den Länderfonds zeigten Türkeititel Erholungstendenzen, die ja nach dem Einmarsch in Syrien erst kräftig zurückgefallen waren. Hier ging es rund acht Prozent aufwärts.

Nur rund ein Viertel der in Europa gehandelten ETFs rangierten im Minus. Darunter waren viele Lateinamerikafonds, die um die fünf Prozent verloren, was übrigens den MSCI Emerging Markets im Vergleich zu den anderen Standardindizes deutlich bremste. Auch Minenwerte mit Edelmetallbezug waren auf den Verkaufslisten und gaben rund vier Prozent ab.

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



Quelle: Morningstar

Anlageklassen.

Das Nettomittelaufkommen korrespondierte mit den AuM. Den Aktien flossen den dritten Monat in Folge neue Gelder zu. 11,1 Milliarden Euro waren es. Die Anleihen verbesserten

ihre Bilanz netto um 3,7 Milliarden Euro. Die Rohstoffe verloren 320,4 Millionen Euro. Der Geldmarkt profitierte bescheiden, gerade mal mit 21,1 Millionen Euro.

Zahlen und Fakten.

63,5

Die Rohstoffe mussten Federn lassen. Sie verloren 2,8 Prozent auf 63,5 Milliarden Euro.

581

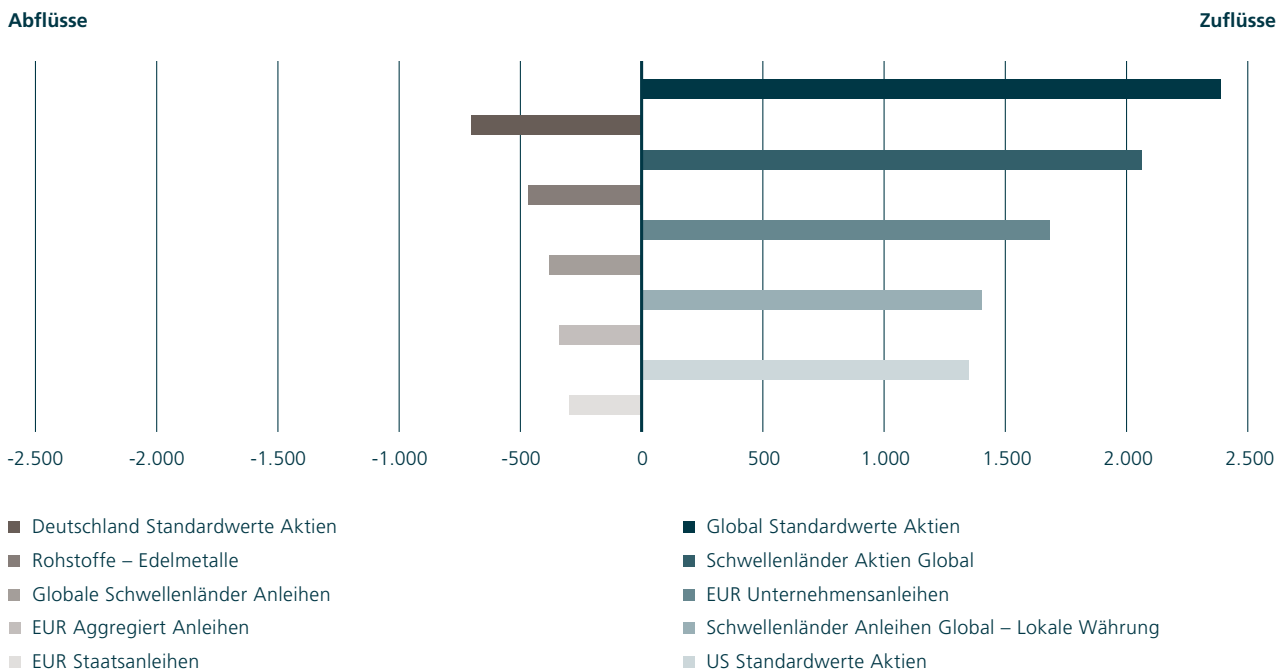
Die Aktien konnten sich um 5,2 Prozent auf 581 Milliarden Euro verbessern.

231,7

Um 1,8 Prozent auf 231,7 Milliarden ging es bei den Anleihen leicht aufwärts.

3,5

Der Geldmarkt verbuchte sogar ein kleines Plus von 0,8 Prozent auf 3,5 Milliarden Euro.



Quelle: Morningstar

Nettomittelabflüsse.

Diese internationale Ausrichtung bekamen deutsche Standardwerte negativ zu spüren. Ihr Nettomittelaufkommen sank um 705,5 Millionen Euro. Rohstoffwerte mit Edelmetallbezug wurden ebenfalls abgestoßen; 468 Millionen Euro gingen verloren. Globale Schwellenländeranleihen, also in Hartwährungen wie Euro oder Dollar, waren ebenfalls nicht mehr gefragt und verringerten ihr Aufkommen um 380,8 Millionen Euro. Das gleiche Schicksal erlitten Euro-Anleihefonds mit gemischten Bonds und Staatsanleihen. Hier ging es um 339,7 und 299,9 Millionen Euro abwärts.

Nettomittelzuflüsse.

Bezogen auf die einzelnen Anlagekategorien waren vor allem die globalen Standardwerte bei den Aktien gefragt, die ihr Aufkommen netto um 2,4 Milliarden Euro steigerten. Gefolgt wurden sie von globalen Schwellenländer-Aktien mit 2,1 Milliarden Euro. Nach leichten Zinssteigerungen waren Euro-Unternehmensanleihen wieder attraktiv und verbuchten ein Plus von 1,7 Milliarden Euro. Auch Schwellenländer-Anleihen in Lokalwährung waren gesucht und konnten 1,4 Milliarden Euro einsammeln. Schließlich inspirierten die Rekorde in den USA, so dass amerikanische Standardaktien ebenfalls 1,4 Milliarden Euro frisches Geld verbuchen konnten.

Marktkommentar: Gute Bilanz trotz Störfeuer

Die gute Marktentwicklung hätte ja bis zum Jahresende weiterlaufen können, wenn nicht – na, Sie wissen schon – Donald Trump mal wieder getwittert und Zweifel an einem Deal mit China geäußert hätte. Das sorgte zeitweilig für Irritationen. Positiv wurden dagegen die neuesten Wirtschaftsdaten aus China vermerkt, die eine Stabilisierung des Wachstums signalisierten. Und dann gab noch die Parlamentswahlen in Großbritannien, die im klaren

Ergebnis nun einen geordneten Austritt aus der EU Ende Januar wahrscheinlich machen. Kommentierte ein Händler:

„Ein paar übliche Störfeuer sind immer möglich, aber die gute Bilanz für 2019 wird das nicht mehr ändern.“



Makro Research

Seitwärts ins neue Anlagejahrzehnt



Dr. Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

Das Jahr neigt sich dem Ende zu und mithin endet ein Jahrzehnt. 2019 im Besonderen und die Zehnerjahre im Allgemeinen waren eine gute Zeit für Wertpapiere, Kurssteigerungen haben bei Aktien wie auch bei Anleihen die laufenden Erträge dominiert. Haupttreiber hierfür war der anhaltend fallende Zinstrend aufgrund der expansiven Geldpolitik der Notenbanken, die sich mit Macht sämtlichen Unsicherheiten und geopolitischen Risiken entgegengestellt haben. Nach einer kurzen Phase des geldpolitischen Rückzugs ist spätestens seit der Jahresmitte 2019 klar: Der neuerliche ultralockere geldpolitische Kurs bleibt bis auf Weiteres eingeschlagen. So wird die Europäische Zentralbank ihr erneut aufgenommenes Wertpapierankaufprogramm noch zwei Jahre fortsetzen. Vor Mitte der Zwanzigerjahre ist daher kaum mit einer ersten Zinserhöhung zu rechnen. Indes sehen wir den Tiefpunkt der Kapitalmarktrenditen als erreicht an. Für die Zwanzigerjahre gilt anders als für die Zehnerjahre im Grundsatz, dass Dividenden und Kupons wieder die entscheidenden Renditetreiber sein werden. Von der Kursseite kommt insbesondere bei den festverzinslichen Wertpapieren wenig bis gar keine Unterstützung.

In den kommenden Monaten wird sich die globale Konjunktur mühevoll durchkämpfen. Eine Rezession ist unwahrscheinlich, doch gut drei Prozent Plus für 2020 und für 2021 sind keine wirkliche Offenbarung. Immerhin setzt sich der längste Aufschwung der deutschen und amerikanischen Wirtschaftsgeschichte fort. Sofern der Brexit mit einem Abkommen Ende Januar 2020 über die Bühne geht und eine weitere Eskalation des Handelskonfliktes zwischen den USA und China vermieden wird, sollte es wieder ein bisschen entspannter zugehen. Die lange Phase der Abwärtsrevisionen bei den Konjunkturprognosen dürfte beendet sein, und für die Unternehmen scheinen Gewinnsteigerungen im mittleren einstelligen Bereich möglich.

Ein Befreiungsschlag für die Märkte sieht freilich anders aus. Demnach steht uns mit Blick auf die Aktien- und die Rentenmärkte im Jahr 2020 eher eine Seitwärtsbewegung bevor. Ein Allzeithoch beim Deutschen Aktienindex DAX wird wohl drin sein, und die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen krabbelt ein paar Basispunkte nach oben. Indes fehlt die Phantasie für kräftige neue Trends bei der Kursentwicklung. Auf der Aktienseite braucht es eine Überzeugung für neuerliche Gewinnsteigerungen, und auf der Rentenseite kommt erst mit klar anziehenden Inflationsraten Bewegung in die Zinslandschaft. Sich festigende Konjunkturperspektiven und wieder steigende Makroindikatoren reichen dafür nicht. Somit bleibt uns die Nullzinswelt noch geraume Zeit als Kapitalmarktrahmen erhalten. In der Konsequenz wird die Übernahme von Risiko entlohnt, dafür sorgen die Notenbanken. Die Entlohnung wird primär über die laufenden Erträge der Anlageklassen erfolgen, wenn man die konstruktiven Wertpapierperspektiven auf den Punkt bringen möchte.



Prognoserevisionen und Änderungen.

- Deutschland: Inflation 2020: 1,6 % (bisher: 1,5 %).
- Euroland: Inflation 2020: 1,3 % (bisher: 1,2 %).
- Aufwärtsrevision der BIP-Prognosen für Brasilien und Russland, Abwärtsrevision für China, Indien, Mexiko und Südafrika.

Konjunktur Industrieländer.

Deutschland

Neben der globalen Unsicherheitswelle (Handelsstreit, Brexit, ...) schwappt nun auch noch eine nationale Unsicherheitswelle über Deutschland hinweg. Die deutsche Paradebranche, die Automobilindustrie, leidet unter strukturellen Problemen. Noch ist unklar, wohin der Weg vom Verbrennungsmotor führt. Welche Antriebstechnologie und welche Anbieter werden sich durchsetzen? Nur eines ist klar: Es werden weniger Arbeitskräfte benötigt. Wie groß die Belastung für die Konjunktur ist, zeigen die Oktober-Produktionszahlen. Ohne die Automobilindustrie wäre die Industrie nur leicht gegenüber dem Vormonat geschrumpft. Mit ihr war es ein Minus von 1,7 %. Auch im Einzelhandel sank der Umsatz im Oktober um 1,9 % gegenüber dem Vormonat. Alles in allem deutet sich für das vierte Quartal 2019 eine neuerliche Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts an.

Prognoserevision: Inflation 2020: 1,6 % (bisher: 1,5 %).

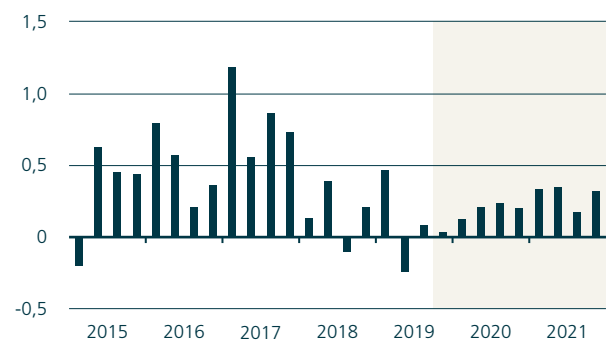
Euroland

Die vorläufige Schnellschätzung eines Zuwachses beim Bruttoinlandsprodukt in Euroland im dritten Quartal um 0,2 % im Vergleich zum Vorquartal wurde bestätigt. Die tragende Säule für das Wachstum in Euroland war der private Konsum. Hier zeigt sich die wichtige stabilisierende Wirkung des europäischen Arbeitsmarktes, der sich im Bereich der Vollbeschäftigung befindet. Geringe positive Impulse gab es auch vom Staatskonsum und von den Investitionen. Eine Belastung für das Wirtschaftswachstum war, wie schon im zweiten Quartal, der Außenhandel. Nach der dritten Schätzung von Eurostat für das Wachstum im dritten Quartal im Vergleich zum Vorquartal ist nun die Rangfolge unter den vier großen EWU-Ländern wie folgt: Spanien (0,4 %), Frankreich (0,3 %), Deutschland und Italien (jeweils 0,1 %).

Prognoserevision: Inflation 2020: 1,3 % (bisher: 1,2 %)

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

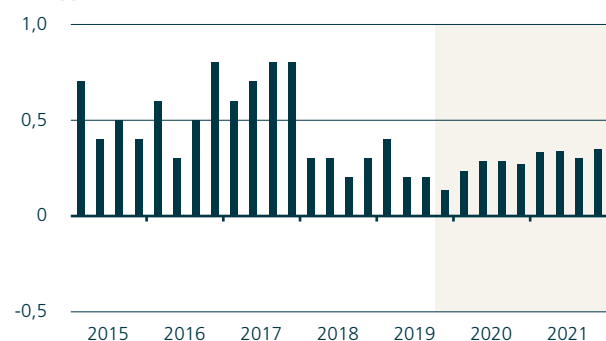
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

USA

Die ersten Konjunkturdaten für das vierte Quartal bestätigen unsere Einschätzung, dass die US-Wirtschaft im Schlussquartal 2019 nur moderat gewachsen ist. Nach zwei relativ kräftigen Quartalen normalisiert sich zurzeit die Konsumdynamik der privaten Haushalte. Zudem waren die Lagerinvestitionen im dritten Quartal relativ hoch, und von einer üblicherweise darauffolgenden Normalisierung gehen wachstumsbremsende Effekte aus. Die Nachrichtenlage zu den Handelskonflikten mit China und anderen Ländern hat sich in den vergangenen Wochen zwar tendenziell entspannt. Gleichwohl kann sich dies jederzeit schnell ändern. Die jüngsten Verbraucherpreisdaten zeigten auffallend heterogene Entwicklungen, aber insgesamt ist das Inflationsumfeld weiterhin kompatibel mit dem Inflationsziel der Fed in Höhe von 2%.

Prognoserevision: –

Märkte Industrieländer.

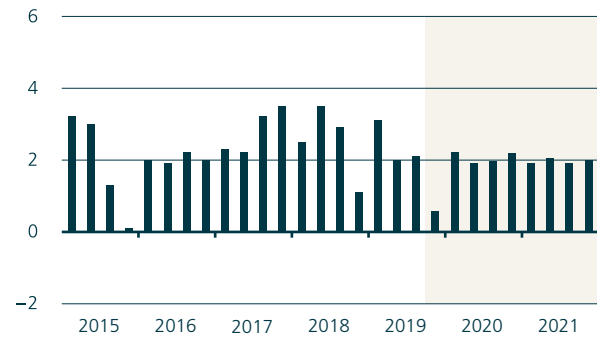
Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Bei ihren ersten öffentlichen Auftritten als EZB-Präsidentin verteidigte Christine Lagarde die aktuelle Geldpolitik und unterstrich die Bereitschaft, auf eventuelle Verschlechterungen des wirtschaftlichen Umfelds zu reagieren. Zugleich sagte sie jedoch auch zu, wachsam gegenüber schädlichen Nebenwirkungen der expansiven Ausrichtung zu sein. Wir sehen in diesem Spagat den Versuch, offenkundige Meinungsunterschiede im EZB-Rat auszugleichen. Dies dürfte dazu führen, dass der aktuelle geldpolitische Status Quo bis auf Weiteres konserviert wird. Die Hürden für eine Aufstockung der monatlichen Nettowertpapierkäufe oder eine erneute Senkung des Einlagensatzes liegen sehr hoch. Gleichzeitig dürfte aber auf absehbare Zeit keine Mehrheit für einen geldpolitischen Ausstieg zustande kommen. Wir gehen davon aus, dass sich die Geldmarktsätze in den nächsten Jahren auf den derzeitigen Niveaus seitwärts bewegen. Sollten dennoch zu starke Markterwartungen über eine bevorstehende Straffung aufkommen, dürfte die EZB dem mit ihrer Forward Guidance entgegenwirken.

Prognoserevision: –

USA: Bruttoinlandsprodukt.

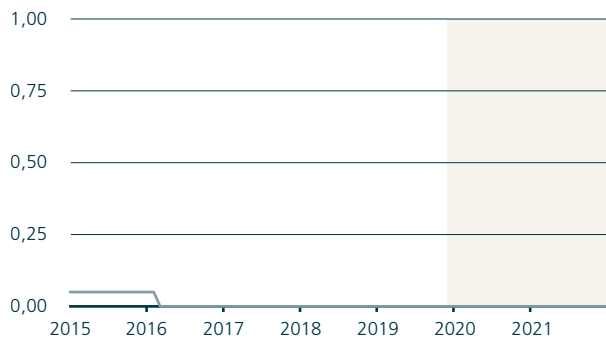
in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Hauptrefinanzierungssatz.

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Rentenmarkt Euroland.

Anleger haben ihre Erwartungen über eine weitere Lockerung durch die EZB zurückgefahren, sind aber noch weit davon entfernt, sich auf einen geldpolitischen Ausstieg einzustellen. Zudem würde die EZB derartigen Markterwartungen entgegenwirken, um für ein weiterhin wachstumsfreundliches finanzielles Umfeld zu sorgen. Sie verankert damit das kurze Ende der Bundkurve und begrenzt den möglichen Renditeanstieg in den längeren Laufzeitbereichen. Auch von den Inflationserwartungen und den Renditen von US-Treasuries dürften vorerst nur geringe Belastungen für langlaufende Bundesanleihen ausgehen. Wir rechnen daher mit einer nur langsamen Verteilerung. Deren wichtigste Triebfeder besteht darin, dass bei nachlassenden konjunkturellen Abwärtsrisiken das Interesse der Anleger an risikoarmen, langlaufenden Staatsanleihen nachlässt.

Prognoserevision: –

Devisenmarkt: EUR – USD.

Der Euro hat in den vergangenen Wochen gegenüber dem US-Dollar leicht abgewertet. Der EUR-USD-Wechselkurs startete mit 1,11 in den November und beendete den Monat bei 1,10 EUR-USD. Weder aus den USA noch aus Europa gab es für den EUR-USD-Wechselkurs richtungweisende Nachrichten. Die europäischen Stimmungsindikatoren signalisieren zwar keine Rezession, aber auch nicht mehr als ein kleines Wachstumsplus. Auf der geldpolitischen Seite heißt es derzeit abwarten. Bei der Europäischen Zentralbank wird mit Spannung die geldpolitische Positionierung der neuen EZB-Präsidentin erwartet. In den USA ist der kleine Zinssenkungszyklus der Zentralbank vorerst vorüber und die Datenabhängigkeit des zukünftigen geldpolitischen Kurses in den USA hat wieder zugenommen.

Prognoserevision: –

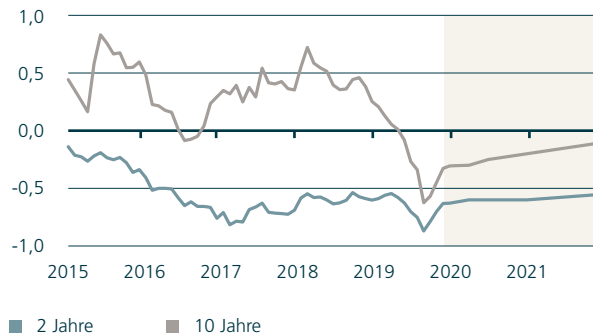
Aktienmarkt Deutschland.

Das wirtschaftliche Umfeld bleibt für die deutschen Unternehmen herausfordernd. Eine schnelle Verbesserung ist angesichts der globalen Gemengelage nicht in Sicht. Mittlerweile sind sich aber sowohl die Unternehmen als auch die Anleger der schwierigen Rahmenbedingungen bewusst und haben diese in ihre Erwartungen mit einbezogen. Trotz der hervorragenden Kursentwicklung dominiert somit eher die Zurückhaltung, was eine vernünftige Basis für das Jahresende 2019 und den Jahresstart 2020 darstellt. Zudem bewegen sich die Bewertungen auf wenig ambitionierten Niveaus. Es ist davon auszugehen, dass sich das wirtschaftliche Umfeld auf dem jetzt erreichten niedrigen Niveau stabilisieren kann. Dies signalisieren zumindest die zuletzt veröffentlichten Frühindikatoren. Damit ist die Basis für moderat ansteigende Unternehmensgewinne und auch Aktienkurse gelegt. Erratische Nachrichten zum Handelskonflikt werden allerdings in regelmäßigen Abständen für Kursschwankungen sorgen.

Prognoserevision: –

Bundesanleihen: Renditen.

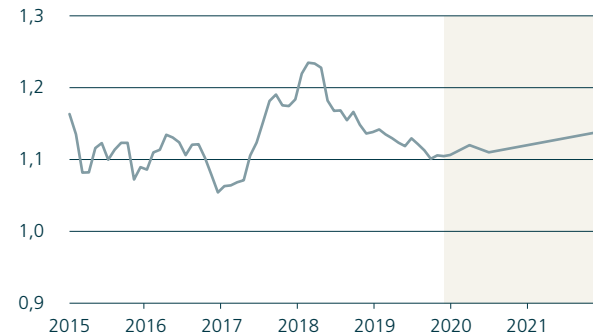
in % p.a.



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarktprognose

	06.12.2019	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	13.166,58	13.500	13.800	13.600
EuroStoxx50	3.692,34	3.730	3.800	3.750
S&P 500	3.145,91	3.050	3.100	3.050
Topix	1.713,36	1.750	1.800	1.750

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Die EZB hat im ersten Monat ihres neuen Wertpapierkaufprogramms knapp 6 Mrd. EUR, etwa ein Viertel ihrer Gesamtkäufe, auf Unternehmensanleihen allokiert und damit den Markt überrascht. An den Kreditmärkten ist dies auch grundsätzlich positiv aufgenommen worden, aber trotzdem sind die Risikoaufschläge von Kassa-Anleihen zuletzt nochmals ein Stück angestiegen. Der Wiedereinstieg der EZB hätte eigentlich nachgebende Risikoaufschläge in der Kasse erwarten lassen. Allerdings haben viele Emittenten die gute Marktstimmung genutzt, um mit neuen und teils sehr großen Anleihen auf den Markt zu kommen. Zudem hat die EZB ihren Anteil an Primärmarktkäufen erhöht, den Sekundärmarkt also weniger gestützt als erwartet. Gleichzeitig haben manche Marktteilnehmer begonnen, zum Jahresende Gewinne mitzunehmen.

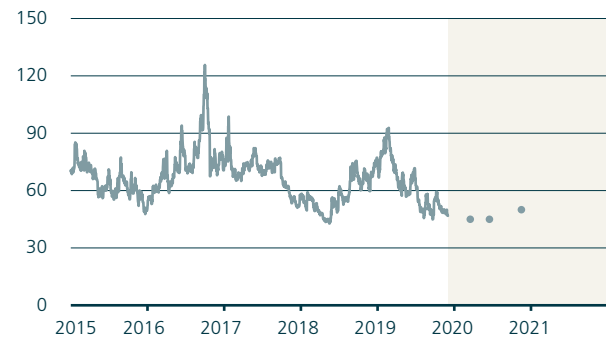
Emerging Markets.

Märkte.

An den Renten- und Aktienmärkten der Schwellenländer ist es in den vergangenen Wochen zu moderaten Kursverlusten gekommen. Zwar stützt das Bild eines anhaltenden globalen Niedrigzinsumfelds die Stimmung, doch es fehlen klare Impulse für eine neue Aufwärtsbewegung. In diesem Umfeld könnte es zu Gewinnmitnahmen kommen, nachdem die Entwicklung seit Jahresbeginn bislang sehr gut gewesen ist. Der Zinssenkungszyklus in den Schwellenländern ist bereits weit fortgeschritten, und die Notenbanken dürften kaum noch in der Lage sein, für weitere Renditerückgänge an den Rentenmärkten zu sorgen. Mit der Stabilisierung der Einkaufsmanagerindizes haben die Rezessionsängste zwar abgenommen, doch das Umfeld für Unternehmen dürfte auch 2020 schwierig bleiben. Gleichzeitig stehen viele Länder vor ungelösten politischen Problemen. Positiv bleibt festzuhalten, dass die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, die 2018 maßgeblich zu den Währungskrisen in Argentinien und der Türkei beigetragen haben, in den Schwellenländern insgesamt eher gesunken sind. Problematisch bleiben die Leistungsbilanzdefizite u.a. in Südafrika und Rumänien.

iTraxx Europe.

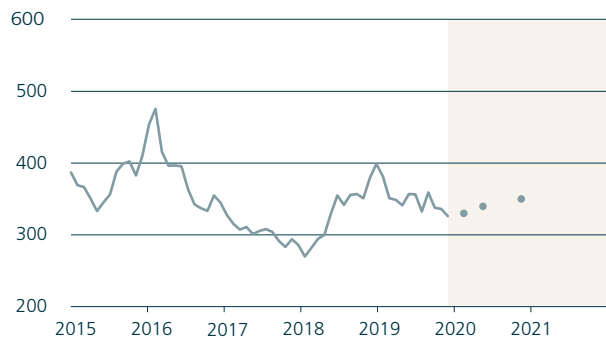
Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread.

Basispunkte



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien überarbeitet, deren Eintrittswahrscheinlichkeiten jedoch unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 70 %)

- **Nullzinszeit:** Extremes Niedrigzinsumfeld wird bis auf Weiteres zum neuen Normalzustand. Kaufkraftherhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch unter Inkaufnahme höherer Risiken.
- **Weltwirtschaft:** Globaler Aufschwung hält an, Dynamik wird aber schwächer. Aufbau von Handelsbeschränkungen dämpft Wachstum.
- **Euroland:** Privater Konsum ist zentrale Wachstumsstütze in ansonsten schwachem Wachstumsfeld. Ohnehin fragiler Finanzsektor in Südeuropa bleibt aufgrund hoher Staatsverschuldung krisenanfällig. Angesichts der Risiken durch Handelsstreit mit USA, durch zu lockere Finanzpolitik der italienischen Regierung sowie durch Brexit ist der konjunkturelle Ausblick nur verhalten positiv.
- **Vereinigtes Königreich (UK):** Pragmatische Lösung für EU-Austritt wird gefunden. Anhaltende Unsicherheit sowie höhere Handelsbarrieren dämpfen Wachstumserwartungen für UK.
- **USA:** Lockere Geldpolitik stützt Wirtschaft und Märkte. Höhere Handelsschranken haben nur begrenzte Bremswirkung.
- **Inflation:** Inflationsraten bleiben im Bereich der Notenbankziele bzw. nähern sich ihnen äußerst langsam von unten an.
- **Geldpolitik:** Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und nutzen verbleibende Mittel zur geldpolitischen Lockerung, um Konjunktur zu stützen.
- **Zinsen:** Verzinsung sicherer Geldanlagen verharrt auf sehr niedrigen Niveaus. Reale (d.h. inflationsbereinigte) Zinsen werden in Deutschland noch für sehr lange Zeit negativ bleiben.
- **Finanzmärkte:** Moderateres Wachstum führt zu verhaltenem Aufwärtstrend der Aktienkurse bei hohen Ausschlägen. An Rentenmärkten drohen bei sicheren Anlagen leichte Wertverluste, lediglich risikoreichere Segmente bieten hier gewisse Chancen auf positive Gesamterträge.

■ Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Massive Eskalation des Handelskonflikts lässt globale Wachstumsabschwächung in eine Rezession münden.
- EU-Austrittsprozess in UK erfolgt ungeordnet. Folge wären spürbare Marktverwerfungen in UK und in der EU.
- Starke Kursanpassungen in riskanteren Bereichen der Anleihemärkte lösen über Ansteckungseffekte größere Marktturbulenzen in anderen Marktsegmenten aus (z.B. Aktien, Private Equity, Immobilien). Dies könnte zu verstärkter Verunsicherung von Unternehmen und erschwertem Zugang zu Kapital führen.
- Neuaufgabe der Eurokrise, beispielsweise wegen hoher Nettoneuverschuldung in Italien. Hohe Gesamtverschuldung in Frankreich bietet ebenfalls nennenswertes Krisenpotenzial.
- Ausgeprägte und dauerhafte Wachstumsabschwächung in China mit der Folge einer globalen Rezession.

■ Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 5 %)

- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz hoher Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank Verschuldungsabbau schreitet Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu spürbaren 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. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Die Einschätzung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.



Deka Investment GmbH

Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt

Postanschrift:
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 652
Telefax: (0 69) 71 47 - 11 43
E-Mail: service@deka.de
www.deka-etf.de