



## Deka ETF Newsletter. Wertarbeit März 2015.

März 2015

### Sehr geehrte Investoren,

es mag auf den ersten Blick erstaunen, wenn ein normalerweise um Aktualität bemühter Newsletter den Blick in die Vergangenheit richtet. Das Jubiläum „15 Jahre ETFs“ erscheint uns dafür als ein würdiger Anlass. In Interview und Kolumne beleuchten daher zwei langjährige Marktkenner die wichtigsten Meilensteine der ETF-Geschichte. Stefan Kraus, Senior Vice President Market Development bei der Deutschen Börse AG und zuständig für das ETF-Segment, zeichnet die Entwicklung nach – von den anfänglichen Hindernissen einer unbekannteren Produktklasse über die Explosion der Produktanzahl bis hin zu aktuellen Themen wie den Vorteilen des börslichen und außerbörslichen Handels, Kostensenkungen und Smart Beta. Unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann lässt maßgebliche Stationen aus Anlegersicht Revue passieren: von dem Anlageprodukt neuen Typs, das günstige Preise, Transparenz und Liquidität in nicht gekannter Weise verbindet, über den soliden Status des Sondervermögens in der Finanzkrise 2008, die Replikationsdebatte bis hin zur Frage, ob ETFs künftig zum Massenprodukt avancieren werden.



Marktbericht und Makro Research untermauern die ungebrochene Dynamik im ETF-Markt mit neuen Rekordmeldungen. In die durch Geldschwemme und günstiges Konsumklima befeuerte Euphorie mischt sich aber auch die Ahnung bevorstehender Kurskorrekturen. Letztere stufen unsere Volkswirte jedoch als temporär ein, sehen für das Gesamtjahr weiterhin positive Vorzeichen und zu Wertpapierinvestments mittelfristig keine Alternative.

Ihr Martin Siegel  
Leitung Institutionelle Kunden  
ETF-Vertrieb  
DekaBank

- 
- ▶ Interview. „Hohe Dynamik bei Smart Beta.“

---

  - ▶ Kolumne. ETFs – ein Massenprodukt?

---

  - ▶ Marktbericht. ETFs in der Geldschwemme.

---

  - ▶ Makro Research. Volkswirtschaftliche Prognosen 03/2015 (März/April 2015).

## Interview.

### „Hohe Dynamik bei Smart Beta.“



Im Jahre 2000 kamen die ersten ETFs auf den deutschen Markt. Stephan Kraus, Senior Vice President Market Development und verantwortlich für das ETF-Segment bei der Deutschen Börse AG, zeichnet die Erfolgsgeschichte nach.

#### **15 Jahre ETFs in Deutschland, 15 Jahre ETFs an der Deutschen Börse. Was waren aus Ihrer Sicht in dieser Zeit die schönsten Erfolge?**

Zu den schönsten Erfolgen zählt sicherlich die Entwicklung des Marktes über die vergangenen Jahre. Zum Handelsstart vor 15 Jahren sind wir mit zwei ETFs auf den EURO STOXX 50 und den STOXX Europe 50 gestartet. Daraus ist Europas größtes Segment mit über 1.060 börsennotierten ETFs von einer Vielzahl internationaler Anbieter entstanden. Das Anlagespektrum deckt nicht mehr nur Aktienmärkte verschiedenster Regionen und Branchen ab, sondern erstreckt sich auch auf andere Assetklassen wie Anleihen, Rohstoffe und Volatilität. Dabei war es zu Beginn des ETF-Handels in Europa alles andere als einfach, Anbieter für das neue Segment zu gewinnen. Die Produkte, ihre Funktionsweise und Vorteile waren den meisten Anlegern und potenziellen Emittenten noch unbekannt und Aktieninvestments standen nach dem Platzen der Dotcom-Blase grundsätzlich unter keinem guten Stern. Auch waren die Bedenken etablierter Fondsanbieter groß, sich mit der Auflage von ETFs Konkurrenz im eigenen Haus zu machen. Dass sich ETFs dennoch als Finanzinstrument erfolgreich etablieren konnten und heute solch großen Zuspruch unter Investoren finden, ist aus unserer Sicht der größte Erfolg.

#### **Was ist nicht so gut gelaufen? Wo musste man umsteuern? Oder was muss noch besser werden?**

Eine große Herausforderung der Anfangsjahre war die Vermittlung der Funktionsweise von ETFs. Es gab kaum Fachliteratur über die Produkte und der klassische Vertriebsweg über Banken und Fondsvermittler stand ETFs nicht offen. Es war also vor allem eine Aufgabe für Emittenten und Börsen, das Konzept des fortlaufend an der Börse handelbaren Indexfonds Anlegern möglichst einfach zu erläutern. Unser Lösungsansatz bestand darin, uns die wesentlichen Produkteigenschaften zweier bereits bekannter Wertpapierarten, dem Fonds und der Aktie, zunutze zu machen: Die einfache Handelbarkeit einer Aktie kombiniert mit der Diversifikation eines Fondsinvestments. Die Themen Produktausgestaltung und Transparenz haben die Industrie auch in den Folgejahren immer wieder beschäftigt, sei es in Form der Diskussion über die Wahl der Replikationsmethode, den Themen Gebührentransparenz und Tracking-Effizienz oder der Frage nach der wahren Liquidität eines ETF, die sowohl den abgebildeten Markt als auch das außerbörsliche Transaktionsvolumen miteinbezieht. Die positive Nachricht an dieser Stelle lautet, dass es bei all diesen Punkten deutliche Fortschritte in den vergangenen Jahren gegeben hat oder diese künftig zu erwarten sind, sei es durch Regulierungsvorhaben oder Brancheninitiativen. Dennoch bleibt die Herausforderung bestehen, das Wissen um Vorteile und Einsatzmöglichkeiten von ETFs einer noch breiteren Schicht an Investoren zugänglich zu machen. Deshalb haben wir vergangenes Jahr ein zweitägiges Seminarprogramm ins Leben gerufen, in dem Mitarbeiter von Banken und Vermögensverwaltern den Abschluss „Zertifizierter ETF-Spezialist“ erwerben und ihre Qualifikation hinsichtlich ETFs und ETPs verbessern können.

#### **Wird das rasante Wachstum der AuM durch entsprechende Entwicklung der Umsätze untermauert?**

Auch die Umsätze haben sich seit dem Start unseres ETF-Segments sehr positiv entwickelt. In den letzten Monaten haben die Handelsvolumina ein Niveau von durchschnittlich rund 16 Milliarden Euro auf Xetra erreicht. Demgegenüber steht ein Monatsumsatz von gerade mal zwei Milliarden Euro während der ersten fünf Jahre des Segments. Natürlich unterliegt auch die Umsatzentwicklung Schwankungen, die zu einem großen Teil auf die Volatilität am Aktienmarkt zurückgeführt werden können. In Zeiten rückläufiger Volatilität sehen wir tendenziell eine geringere Handelsaktivität bei ETFs. Steigt die Volatilität an, resultiert dies üblicherweise auch in einen deutlichen Umsatzanstieg. Vor dem Hintergrund der geopolitischen Entwicklungen in den vergangenen Monaten ist es daher nicht überraschend, dass der Januar 2015 mit über 18 Milliarden Euro einer der drei umsatzstärksten Monate seit Bestehen des Segments war.

## Interview.

### „Hohe Dynamik bei Smart Beta.“

#### **Warum sollte ein institutioneller Anleger bei Ihnen an der Börse kaufen? Er bekommt doch bei einem Market Maker außerbörslich möglicherweise bessere Konditionen?**

Nach unserer Einschätzung liegt der OTC-Anteil am gesamten ETF-Handelsvolumen bei ca. 70 Prozent. Dies ist in erster Linie auf die deutlich höheren Auftragsgrößen im außerbörslichen Handel zurückzuführen. Je nach Transaktionsgröße kann eine außerbörsliche Ausführung auch durchaus sinnvoll sein, zum Beispiel wenn diese die verfügbare Liquidität an der Börse um ein Vielfaches übersteigt. Der börsliche Handel bietet jedoch gegenüber dem Handel auf einer OTC-Plattform zahlreiche Vorteile, darunter das Risikomanagement durch zentrale Gegenparteien, die Verhinderung von Marktmissbrauch durch eine Handelsüberwachung sowie das hohe Maß an Vor- und Nachhandelstransparenz. Es ist zudem für börsenübliche Transaktionsgrößen keinesfalls sichergestellt, dass im Direkthandel mit einem Market Maker bessere Konditionen erzielt werden können. Unsere Empfehlung an institutionelle Investoren lautet daher, sich ein vollständiges Bild von der Orderbuchliquidität sowie den mit einer außerbörslichen Transaktion verbundenen Risiken und Aufwänden zu machen und dann eine informierte Entscheidung zu treffen.

#### **Wie haben Sie also im Laufe der Jahre den Service für Anleger verbessert? Für die Institutionellen wie für die Privaten?**

Ein Aspekt mit dem wir in den vergangenen Jahren vor allem auf Privatanlegerseite konfrontiert wurden, ist der wahrgenommene Verlust an Übersichtlichkeit, der mit einer schnellen Expansion des Produktangebots einhergeht. In den Anfangsjahren gab es in der Regel nur wenige ETFs auf einen bestimmten Markt, oftmals gar nur einen ETF pro Index. Damit war die Entscheidungsfindung für den passenden ETF sehr einfach. Heute hat der Anleger in aller Regel die Wahl zwischen mehreren Produkten verschiedener Anbieter, wenn er sich für eine bestimmte Region oder Branche als Anlageuniversum interessiert. Über unsere Website [boerse-frankfurt.de](http://boerse-frankfurt.de) bieten wir Anlegern eine Orientierungshilfe bei der Navigation durch das umfassende ETF-Produktangebot mit zahlreichen Detailinformationen. Der Wettbewerb auf Anbieterseite hat natürlich auch zahlreiche Vorteile für Anleger: Neben der Erschließung neuer Märkte haben sich sowohl die Managementgebühren als auch die Geld-Brief-Spannen im Handel deutlich reduziert, so dass ETF-Transaktionen heute zu nochmals geringeren Gesamtkosten getätigt werden können. Darüber hinaus halten wir regelmäßig Webinare ab und stellen wöchentliche Marktberichte und Hintergrundartikel bereit, so dass sich Anleger Grundlagenwissen aneignen und über aktuelle Marktentwicklungen informieren können. Für institutionelle Anleger haben wir beispielsweise die Transparenz über OTC-Transaktionsvolumina erhöht und ETF-Bewertungspreise zum Ende jedes Handelstages eingeführt. Zudem schauen wir uns derzeit auch Themen wie Wertpapierleihe und Sicherheitenmanagement im Hinblick auf eine Optimierung für ETFs an.

#### **Der Anteil der Privaten liegt seit Jahren bei zehn bis 15 Prozent, gemessen an den Ordergrößen. Gibt es aus Ihrer Erfahrung Hinweise, dass sich die Nutzung von ETFs in dieser Anlegergruppe verstärkt – wenn nicht direkt, dann doch über Portfoliolösungen durch Banken und Vermögensverwalter?**

ETFs werden von immer mehr Privatanlegern als Anlageinstrument entdeckt. Dabei nutzen insbesondere Selbstentscheider die Produkte schon heute regelmäßig als Baustein einer ausgewogenen und kosteneffizienten Vermögensanlage. Auch wenn sich der relative Anteil von Privatanlegern in den vergangenen Jahren kaum verändert haben mag, wächst dennoch die absolute Zahl der Nutzer mit dem Markt mit. Darüber hinaus bieten mittlerweile nahezu alle Direktbanken kostengünstige ETF-Sparplan-Modelle für Privatanleger an, um die Nachfrage nach einer langfristig ausgerichteten Vermögensanlage mit ETFs entsprechend zu adressieren. Gleiches gilt auch für das wachsende Angebot der von Ihnen angesprochenen ETF-Portfoliolösungen von verschiedenen Anbietern. Abgesehen von den reinen Transaktionsdaten sehen wir auch ein steigendes Interesse von Privatanlegern anhand der unverändert hohen Zugriffszahlen auf die redaktionellen ETF-Inhalte unseres Internetangebots. Hier scheint also ein großer Bedarf an Informationen rund um ETFs und den zu Grunde liegenden Märkten zu bestehen. Natürlich ist es noch ein weiter Weg, bis ETFs alle Gruppen von Privatanlegern gleichermaßen erreichen. Die positive Berichterstattung in den Medien und die langfristigen Performance- und Kostenvorteile gegenüber alternativen Anlageprodukten werden aber sicher dazu beitragen, dass ETFs weiterhin an Popularität unter Privatanlegern gewinnen.

#### **Was können Sie über die Nutzung der ETFs sagen? Gibt es eine Bewegung hin zu Strategie-ETFs oder zu Smart Beta. Das Thema Dividenden-ETF liegt ja angesichts der mageren Zinsen bei Anleihen auf der Hand?**

Wir sehen derzeit sowohl auf Anbieter- wie auch Anlegerseite eine ausgesprochen hohe Dynamik im Bereich Smart Beta-ETFs. Die Anzahl verfügbarer Produkte ist seit der Auflage des ersten Dividendenstrategie-ETF vor rund 10 Jahren auf über 100 ETFs angewachsen. Allein in den ersten drei Monaten dieses Jahres wurden mehr Smart Beta-ETFs als in jedem vorherigen Gesamtjahr in unserem Segment notiert. Diese Entwicklung wird von zunehmendem Investoreninteresse begleitet, wie sich anhand der aktuellen Assets under Management

## **Interview.**

### **„Hohe Dynamik bei Smart Beta.“**

von rund 16 Milliarden Euro erkennen lässt. Zum Vergleich: Vor fünf Jahren waren lediglich 2,5 Milliarden Euro in Smart Beta-ETFs investiert. Der größte Anteil des verwalteten Vermögens entfällt dabei mit rund 10 Milliarden Euro auf Dividendenstrategie-ETFs und weitere rund zwei Milliarden Euro auf Minimum Volatility-ETFs.

#### **Wie entwickelt sich der Bereich aktive ETFs?**

Active ETFs stecken in Europa nach wie vor in den Kinderschuhen. Derzeit sind 15 Produkte in unserem Segment notiert, die zusammen rund zwei Milliarden Euro verwalten. Das Interesse an Active ETFs als Produkttyp ist jedoch unverändert hoch, wie wir anhand zahlreicher Anfragen von Anbieterseite sehen. Aus Anbietersicht bietet die Auflage eines Active ETF den Vorteil, dass der durch klassische ETFs etablierte Vertriebsweg Börse auch für aktive Anlagekonzepte genutzt und damit ein immer größer werdender Kreis an Investoren angesprochen werden kann. Die nächsten Jahre werden zeigen, wie sich der Markt weiterentwickeln wird und ob sich der Wachstumstrend von Index-ETFs auch auf Active ETFs übertragen lässt.

#### **In den letzten Jahren haben amerikanische Fondsgesellschaften den deutschen Markt entdeckt – zunächst bezogen auf institutionelle Kunden, obwohl ETFs in den USA einen hohen Privatanlegeranteil haben. Welche Trends und Tendenzen können sie da ausmachen? Was kommt da noch?**

Es gibt in der Tat ein hohes Interesse US-amerikanischer ETF-Emittenten am europäischen Markt, wie die jüngsten Produkteinführungen von WisdomTree und First Trust in Europa belegen. Beide Anbieter sind im US-Markt mit ETFs auf proprietäre Smart Beta-Indizes sehr erfolgreich. Wir registrieren aber auch ein verstärktes Interesse aus anderen Regionen der Welt wie beispielsweise Asien. Insgesamt lässt sich feststellen, dass der ETF-Markt zunehmend globaler wird und auch europäische Emittenten ihr Geschäft außerhalb Europas expandieren.

#### **Wie sehen Sie die Zukunft? Wird die Nutzung von ETFs noch stärker und somit das Wachstum von 25 Prozent pro Jahr weitergehen?**

Wir gehen davon aus, dass der europäische ETF-Markt weiterhin hohe Wachstumsraten beim verwalteten Vermögen verzeichnen wird. Dabei wird insbesondere die Verbreiterung der Investorenbasis sowohl auf institutioneller wie auf Privatanlegerebene eine entscheidende Rolle spielen. Bei der Anzahl verfügbarer ETFs in unserem Segment sehen wir in den letzten zwei bis drei Jahren eine Stabilisierung auf hohem Niveau oberhalb der Marke von 1.000 Produkten. Produktinnovationen wie RQFII-ETFs auf den chinesischen Aktienmarkt oder neue Entwicklungen bei Smart Beta-ETFs werden aber Wachstumsimpulse für den Gesamtmarkt setzen.



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

15 Jahre ETFs in Deutschland – ein guter Anlass für einen persönlichen Rückblick. Dafür habe ich in meinem ersten Artikel zu ETFs geblättert, der im November 2004 in BÖRSE ONLINE erschienen ist. Zum Thema Indexfonds kam ich durch Zufall. Wir hatten gerade eine TV-Produktion beendet und ich suchte als Ergänzung zu meinen Aufgaben als stellvertretender Chefredakteur noch ein, zwei Anlagebereiche zur Bearbeitung. „Übernehmen Sie doch die Indexfonds“, schlug die zuständige Ressortleiterin vor, „da tut sich was und da hat man es auch nicht mit Derivaten zu tun“. Sie dachte wohl, für Leute über 50 Jahre seien komplizierte Derivatekonstruktionen nicht mehr geeignet.

Ihre erste Aussage „Da tut sich was“ hat sich klar erfüllt, aber bei Derivaten lag sie schief. Denn kurz darauf begann die Welle der synthetischen ETFs, die mit Swaps bestückt als das bessere Produkt im Vergleich zu klassisch replizierenden Fonds gepriesen wurden. Um Derivate kam ich nicht herum. Besonders kurz vor Einführung der Abgeltungsteuer 2009 mussten die Erträge aus solchen Konstruktionen genauestens unter die Lupe genommen werden.

Der ETF-Markt präsentierte sich 2004 noch bescheiden. Vier Jahre nach der Einführung der Indexfonds in Deutschland gab es gerade 56 Produkte an der Deutschen Börse mit einem Volumen von 15 Milliarden Euro. Aber die Vorteile lagen klar auf der Hand: unkomplizierter Zugang zu Anlageklassen weltweit, geringe Kosten, liquider Handel wie bei Aktien. So begann genau in diesem Jahr zu meinem Journalistenglück der rasante Aufstieg dieser neuen Produktkategorie mit Wachstumsraten von regelmäßig 20 Prozent pro Jahr beim verwalteten Vermögen. Heute beträgt es in Deutschland mehr als 200 Milliarden Euro, in Europa sogar mehr als 400 Milliarden. Wer hätte das damals geahnt?

Deborah Fuhr, damals Head of Global Exchange Traded Funds Research bei Morgan Stanley in London hat es wohl geahnt. Ihre Prognose klang exotisch: „Indexfonds werden zum Massenprodukt wie Computer – jeder wird sie nutzen.“

In der Tat hat die Nutzung zugenommen, nicht nur bei den institutionellen Anlegern, sondern auch bei den Privaten. Kaum ein Vermögensverwalter heute, der seinen Kunden kein ETF-Angebot macht. Kaum eine Direktbank, die das Angebot an ETF-Sparplänen nicht ständig ausweitet. Und das obwohl die Kundenberater in den Filialbanken wegen fehlender Provisionen das Produkt immer noch nicht aktiv empfehlen.

Die Anfangstage waren durch heftige Auseinandersetzungen geprägt. Da gab es erstens den Vergleich mit Zertifikaten, die ja in Deutschland schon Anfang der 1990er Jahre eingeführt wurden. Vor allem gegenüber Zertifikaten auf Kursindizes punkteten die ETFs, da der Anleger bei Ihnen in jedem Fall voll in den Genuss der Dividenden kam. Die Finanzkrise 2008 hat dann klar gemacht, was die Sicherheit eines Sondervermögens im Vergleich zu Inhaberschuldverschreibungen wie Zertifikaten wert ist. Die Indexfonds erlebten in dieser Krise einen gewaltigen Schub.

Die Finanzkrise hat auch den Kampf zwischen physisch replizierenden und synthetischen Fonds entschieden, weil das Sicherheitsbedürfnis der Kunden enorm wuchs. Zuvor gab es keinen ETF-Kongress, auf dem sich nicht die Vertreter der unterschiedlichen Replikationsmethoden heftig stritten. Spätestens seit der Finanzkrise bevorzugen die Kunden in der Mehrheit Fonds, in deren Sondervermögen genau das drin liegt, was auf dem Etikett draufsteht. Aber auch die synthetische Replikation hat aufgerüstet. Swaprisiken wurden be- und übersichert, sodass Profis ohne große Bedenken dort zu swapbasierten Produkten greifen, wo sie Vorteile bei der Abbildung bringen.

Schließlich kamen die Managementgebühren für die bereits am Anfang gepriesenen niedrigen Kosten der ETFs ins Rutschen. Kaum vorstellbar, dass beim DAX-ETF mal 0,5 Prozent Verwaltungskosten pro Jahr berechnet wurden. Heute bekommt man ihn für 0,08 Prozent bei minimalsten Spreads zwischen An- und Verkauf. Das Gebührenthema ist jedenfalls bei den Kaufentscheidungen ziemlich an den Rand gerückt.

## Kolumne.

### ETFs – ein Massenprodukt?

Wichtiger ist natürlich die Auswahl des richtigen Index – und die ist nicht unbedingt leichter geworden, weil das Angebot schlicht überwältigend ist. Kaum ein Land, kaum eine Region, kaum eine Anlageklasse, die nicht abgedeckt ist. Strategie-ETFs, die sich 2004 auf Wachstum, Value oder Dividenden beschränkten, eröffnen unter dem Label „Smart Beta“ viele zusätzliche Möglichkeiten. Ich gestehe, die ersten Dividenden-ETFs haben mich 2005 überzeugt. Das gilt auch heute noch, trotz der Klumpenrisiken von Banktiteln während der Finanzkrise.

ETFs – Massenprodukte wie Computer? Na ja, trotz der rasanten Entwicklung ist es noch nicht so weit. Aber die ETFs sind auf dem besten Weg dahin. Die Wachstumsstory ist noch längst nicht zu Ende. Happy Birthday!

## Marktbericht. ETFs in der Geldschwemme.



Der Jahresauftakt war schon ein Schub für die Aktien. Dieser hielt auch noch im Februar an. Drei Ereignisse sorgten für gute Stimmung an den Börsen: die Aussicht auf eine Verlängerung des Hilfsprogramms für Griechenland, die Hoffnung auf eine Entspannung im Ukraine-Konflikt und die Erwartung einer durch die EZB ausgelösten Geldschwemme. Hinzu kamen einige positive Konjunkturdaten, die mehr Wachstum in der Eurozone versprachen.

Ohne große Rückschläge liefen die Börsen deshalb weiter. Der Dax schaffte im Februar 6,6 Prozent, der MDAX sogar 8,1 Prozent. In den USA verbesserte sich der Nasdaq um sieben Prozent, der S&P 500 konnte noch 5,5 Prozent verbuchen. Die stärkste Performance legte der Ölpreis vor, immerhin gleich 18,3 Prozent – nach dem dramatischen Verlust in den Monaten zuvor. Die Emerging Markets hinkten hinterher, der MSCI-Index rückte aber nur drei Prozent vor. Die Edelmetalle, die sich zuvor noch kräftig erholt hatten, wurden wieder links liegen gelassen. Gold verlor 5,6 und Silber 3,7 Prozent. Der Euro blieb unter Druck, hielt sich aber mit Verlusten von 0,8 Prozent noch ganz ordentlich.

Bei den ETFs wurden all diejenigen belohnt, die darauf gesetzt hatten, dass dem dramatischen Wertverlust der Moskauer wie der Athener Börse eine ordentliche Gegenreaktion folgen sollte. Indexfonds mit russischen Aktien erholten sich rund 25 Prozent, griechische Titel schossen um 21,4 Prozent nach oben. Bei den Branchen waren es die europäischen Banken, die bis zu 15 Prozent profitierten. Auf der Verliererseite fielen türkische Aktien mit Verlusten um die acht Prozent auf. Auch ETFs mit Bezug zu Edelmetallen ließen Federn, dort gab es Rückgänge von sechs bis sieben Prozent.

Für die Assets under Management (AuM) der in Europa gehandelten ETFs gab es in diesem Umfeld natürlich einen neuen Rekord. Das Volumen stieg erstmals über die Marke von 400 Milliarden Euro. 6,8 Prozent auf 407,7 Milliarden Euro ging es nach oben. Bei der Anzahl neuer ETFs blieb es gemächlich. Immerhin wurden 19 neue Produkte an den Markt gebracht, ein Anstieg um 1,2 Prozent auf 1.549 ETFs in Europa.

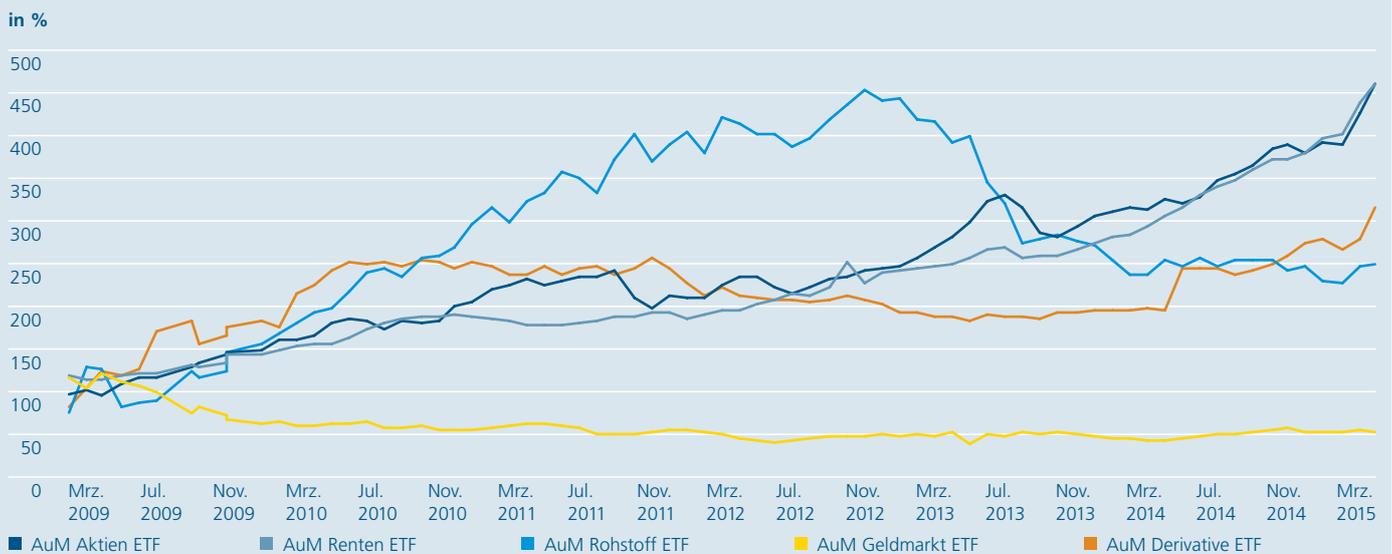
### ETF Markt (AuM und Anzahl).



## Marktbericht. ETFs in der Geldschwemme.

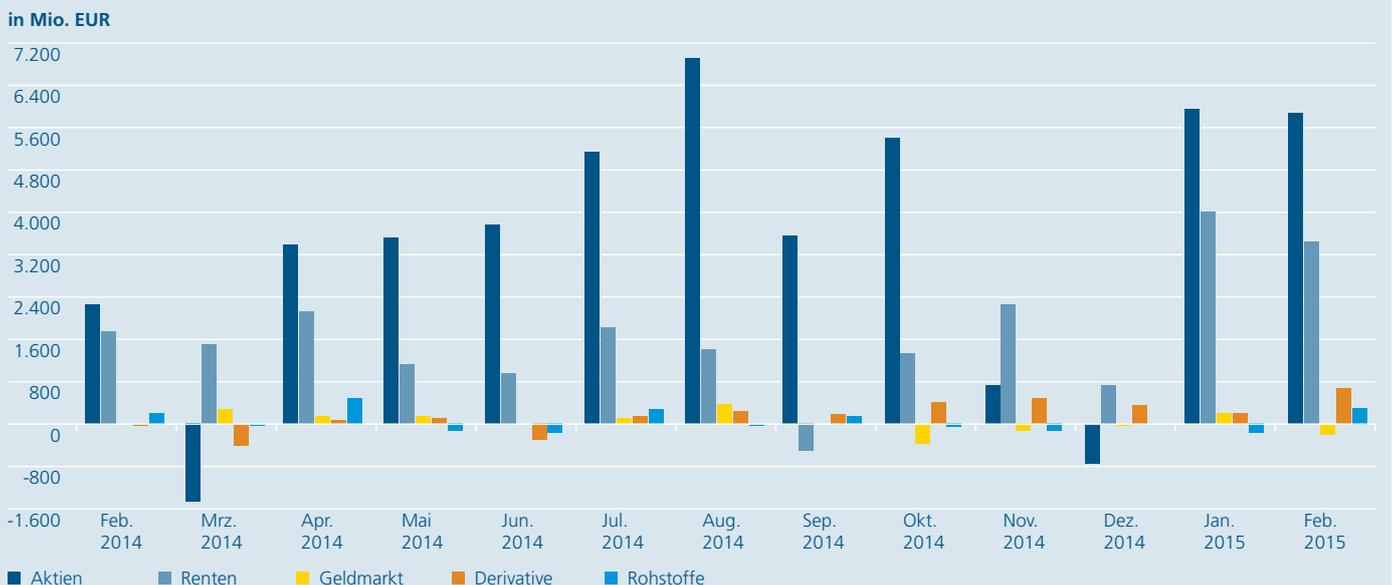
Dieser Anstieg ging vor allem auf das Konto der Aktien. ETFs dieser Anlageklasse erhöhten die AuM um 7,7 Prozent auf 294,5 Milliarden Euro. Obwohl sich das Renditeniveau der Anleihen kaum bewegte, legten Renten-ETFs 4,7 Prozent auf 84,3 Milliarden Euro zu. Die Erholung des Ölpreises bescherte den Rohstoffen ein leicht erhöhtes Volumen. Es stieg um 0,8 Prozent auf 15,03 Milliarden Euro. Bei so vielen guten Anlagemöglichkeiten wurden die Geldmarktkonten abgebaut, um drei Prozent auf 5,3 Milliarden Euro. Derivative ETFs waren in diesem bewegten Monat wiederum gefragt, vor allem als verstärkte Hebelkraft nach oben. Ihr Volumen stieg um 13,2 Prozent auf 8,6 Milliarden Euro.

### Entwicklung AuM in Assetklassen (indexiert, 100=Dez. 2008).



Die rasante Entwicklung bei den AuM spiegelte sich beim Nettomittelaufkommen wider. Rund sechs Milliarden Euro frisches Geld kam den Aktien zugute. Bemerkenswert auch die 3,6 Milliarden Euro für die Anleihen, bei denen aber vor allem Unternehmens- und Hochzinstitel gefragt waren. Rohstoffe verbuchten eine kleine Erholung von 350 Millionen Euro, während der Geldmarkt fast 200 Millionen Euro weniger zur Verfügung hatte. Derivative ETFs erlebten ebenfalls einen Rekordmonat, plus 707 Millionen, der höchste Monatszufluss bisher.

### Nettomittelaufkommen nach Fondskategorien.

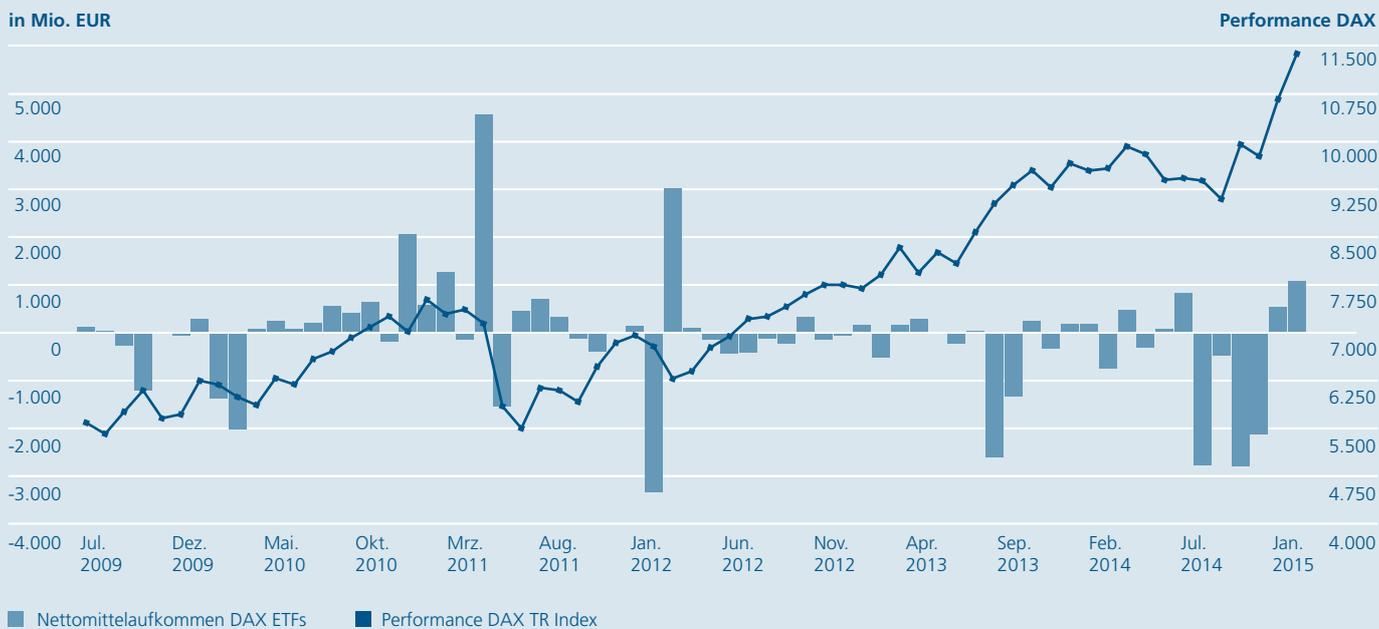


# Marktbericht.

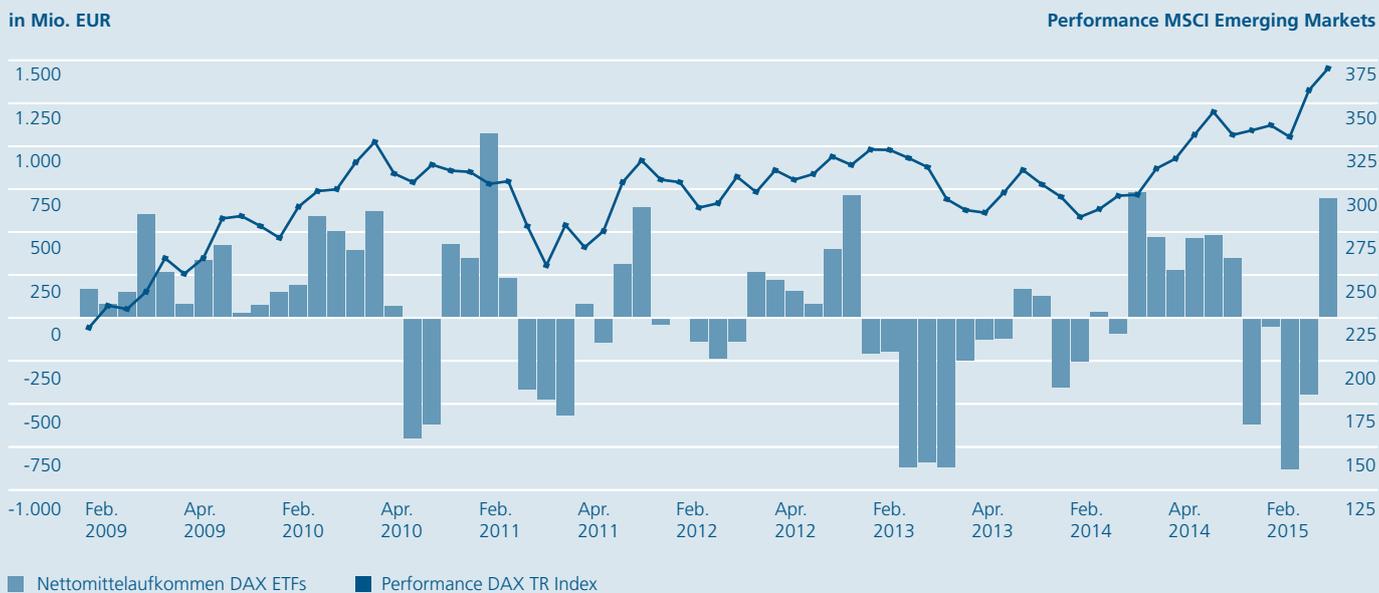
## ETFs in der Geldschwemme.

In der Einzelanalyse legten die großen Standard-ETFs beim Nettomittelaufkommen solide zu. Mit 964 Millionen Euro schaffte der DAX, der in den vergangenen Monaten eher Gelder verloren hatte, ein deutliches Plus. 708 Millionen Euro gingen in den Euro STOXX 50. Die Emerging Markets, deren Kurse nur bescheiden zugelegt hatten, verbuchten immerhin 718 Millionen Euro frisches Geld.

### Performance und Nettomittelaufkommen DAX ETFs.



### Performance und Nettomittelaufkommen MSCI Emerging Markets ETFs.



„Im Januar ist der Aufschwung da, doch im März vergeht der Scherz.“ Ein bewährter Börsenspruch. Doch gilt er weiter in den Zeiten durch die Notenbank induzierter Geldschwemme? Am Markt mehren sich die Stimmen, dass die Börsen kurzfristig überkauft seien und jetzt eine heftige Korrektur fällig werden könnte – trotz des Anleihekaufprogramms von 60 Milliarden Euro jeden Monat, das die EZB im März beginnen wird. Andererseits beruhigten sich die Marktteilnehmer mit der Erkenntnis, dass Korrekturen nur gesund seien und dass angesichts der niedrigen Zinsen der Anlagenotstand immer wieder für neues Interesse sorgen dürfte.



Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank

## **Zinsen unten, Aktien oben.**

Es ist soweit! Die Europäische Zentralbank und die nationalen Notenbanken Eurolands haben in diesen Tagen den Ankauf von Staatsanleihen gestartet. Mit dieser neuen Stufe der monetären Lockerung ist das marktbeherrschende Thema gesetzt. Zunächst einmal gaben die Renditen deutscher Bundesanleihen weiter nach. Inzwischen rentieren die kürzeren Laufzeiten bis sieben Jahre im negativen Bereich. Gleichzeitig erreicht der Deutsche Aktienindex DAX neue Höchststände. Nicht nur die Finanzmärkte sind aktuell schwer in Bewegung. Ebenso viel Beachtung verdienen die geopolitischen Entwicklungen in der Ukraine oder die Gespräche zwischen der griechischen Regierung und den anderen Euroländern. Im Mai wird im Vereinigten Königreich und im Dezember in Spanien gewählt, Abspaltungsphantasien blühen im Vorfeld dieser Termine. Skeptiker werden meinen, dass überall politische Lösungen in weiter Ferne liegen. Doch man erinnere sich an das Jahr 2014, das im Rückspiegel betrachtet viel besser gewesen ist als sein Ruf. Denn die Weltwirtschaft hat dem geopolitischen Stress erfolgreich getrotzt.

Vor diesem Hintergrund sind wir für dieses Jahr durchaus verhalten optimistisch. Im Hauptszenario gehen wir davon aus, dass sich die Wirtschaft gegenüber den euro- und geopolitischen Belastungen robust zeigt – auch dank der Tatsache, dass sich die massiven weltweiten geldpolitischen Auftriebskräfte nach und nach durchsetzen. Diese Einschätzung hat die EZB sehr deutlich auf der jüngsten Ratssitzung kommuniziert. Zurzeit schließen wir uns diesem Optimismus an.

Jenseits des Atlantiks bohrt die amerikanische Notenbank kommunikativ ebenfalls dicke Bretter. Monat um Monat verbessert sich die konjunkturelle Lage in den USA Stück für Stück. Zuletzt ist die Arbeitslosenquote auf 5,5 % gefallen. So nähert sich der Moment der ersten Leitzinserhöhung, die wir für Juni erwarten. Damit macht sich die Fed auf den (sehr langen) Weg zu geldpolitischer Normalität.

Erfreulich ist ebenso die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland. Zumindest mit Blick auf den privaten Konsum, der dank intaktem Arbeitsmarkt sowie niedriger Zinsen und Energiepreise die Expansion trägt. Der Start ins Jahr 2015 ist trotz der doch eher verhaltenen Investitionstätigkeit hierzulande prima gelungen.

So können wir uns gut vorstellen, dass das Jahr 2015 erneut positiv überraschen wird. Dies geht aus Anlegersicht freilich unverändert einher mit unbefriedigenden Erträgen aus sicheren Zinsanlagen und demgegenüber konstruktiven Perspektiven für die schwankungsinintensiveren Wertpapiermärkte. Selbst wenn es in den kommenden Monaten zwischenzeitliche Korrekturen an den Börsen geben sollte, bleiben Aktien auf absehbare Zeit die von uns favorisierte Anlageklasse mit nennenswertem Kurspotenzial.

## **Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:**

- Aufwärtsrevisionen BIP für 2015: Deutschland 2,2 % (bisher 1,8 %); Euroland 1,5 % (bisher 1,2 %).
- Aufwärtsrevision Inflation Euroland für 2015: 0,3 % (bisher 0,1 %); 2016: 1,4 % (bisher 1,3 %).
- BIP USA: Abwärtsrevision für 2015: 2,9 % (bisher 3,1 %); Aufwärtsrevision für 2016: 2,9 % (bisher 2,7 %).
- Inflation USA: Aufwärtsrevision für 2015: 1,0 % (bisher 0,8 %); Abwärtsrevision für 2016: 2,7 % (bisher 3,0 %).
- Zinsen Euroland: Abwärtsrevision der Bund-Renditen.
- Zinsen USA: Aufwärtsrevision der Treasury-Renditen.
- Aufwärtsrevision der Kursziele für DAX und EuroStoxx50.

### Konjunktur Industrieländer.

#### Deutschland.

Die „Wachstums-Party“, die im vierten Quartal 2014 begann, setzt sich auch zum Jahresbeginn 2015 fort. Es ist die Binnenkonjunktur, die derzeit die stärksten Impulse entfaltet. Befeuert von guten Tariflohnabschlüssen – zuletzt in der Metall- und Elektroindustrie –, von Kaufkraftzuwächsen infolge der gesunkenen Energiepreise und von niedrigen Zinsen öffnen die deutschen Privathaushalte ihre Brieftaschen und konsumieren kräftig. Auch die Bauproduktion zeigt sich stark. Vor diesem Hintergrund haben wir die Prognose für das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal und damit auch für das Gesamtjahr spürbar angehoben.

**Prognoserevision: Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums in 2015 um 0,4 Prozentpunkte auf 2,2 %.**

#### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

% gg. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

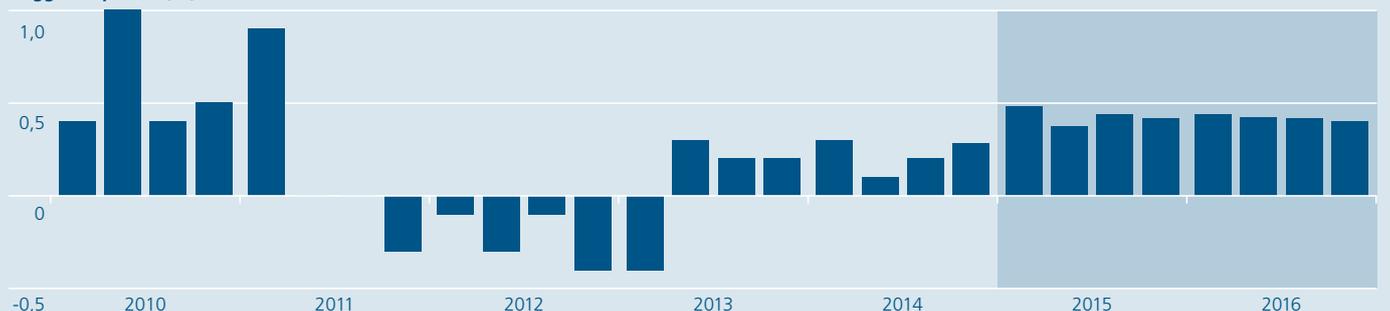
#### Euroland.

Im vierten Quartal überraschte das Bruttoinlandsprodukt in Euroland mit einem Plus von 0,3 % gegenüber dem Vorquartal leicht positiv. Die wichtigsten Wachstumsstützen im ersten Quartal waren vor allem der private Konsum und der Außenhandel. Der staatliche Konsum hingegen stagnierte. Der Rückenwind für den Außenhandel dank des schwachen Euros dürfte in diesem Jahr sogar noch zunehmen. Auch vom Arbeitsmarkt kommen weiterhin gute Nachrichten. Die Arbeitslosenquote ist im Januar erneut auf den nunmehr niedrigsten Stand seit Mitte 2012 gefallen und erreichte 11,2 %. Dank der gestiegenen Energiepreise ist die Inflationsrate im Februar laut der vorläufigen Meldung von -0,6 % auf -0,3 % gestiegen und blieb damit unerwünscht niedrig. Die Kerninflationsrate verharrte bei 0,6 %.

**Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2015: 1,5 % (bisher: 1,2 %); Inflationsrate 2015 und 2016: 0,3 % (bisher: 0,1 %) und 1,4 % (bisher: 1,3 %).**

#### Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

% gg. Vorquartal (sb)

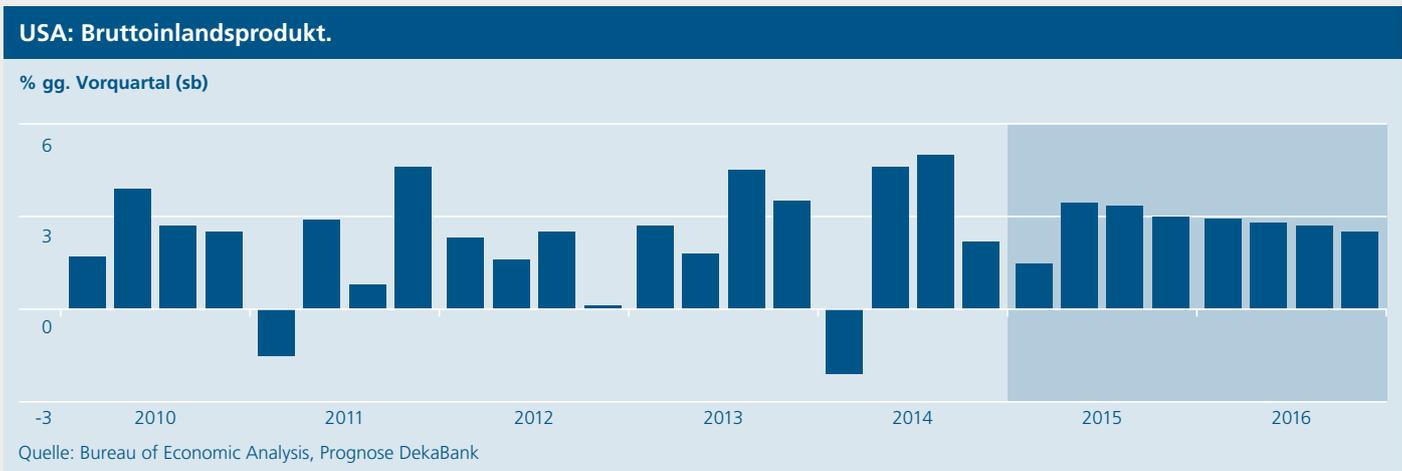


Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

**USA.**

In den vergangenen Wochen setzte sich die Serie negativer Überraschungen bei den US-Konjunkturdaten fort. Lediglich vom Arbeitsmarkt wurden überzeugend kräftige Daten veröffentlicht. Hintergrund der konjunkturellen Schwäche sind zeitlich befristete Sonderfaktoren wie Witterung und Hafentarbeiterstreik. Im weiteren Jahresverlauf ist also wieder mit einer stärkeren Wachstumsdynamik zu rechnen. Der Rückgang der Ölpreise führte zu einer unmittelbar nachlassenden Investitionstätigkeit in der Fracking-Industrie, während die privaten Haushalte den Kaufkraftgewinn nicht verkonsumierten. Dass dies sinnvoll war, zeigt ein Blick auf die Benzinpreise, die schon wieder deutlich angestiegen sind.

**Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt: 2015: 2,9 % (bisher: 3,1 %), 2016: 2,9 % (bisher: 2,7 %);  
Inflationsrate: 2015: 1,0 % (bisher 0,8 %), 2016: 2,7 % (bisher: 3,0 %).**



### Märkte Industrieländer.

#### Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Die EZB hat mit dem Ankauf von Staatsanleihen begonnen, sodass die zuletzt leicht rückläufige Überschussliquidität im Bankensystem schon bald wieder zu steigen beginnen wird. Ihren Zenit dürfte sie jedoch frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2016 erreichen, wenn das gesamte Ankaufprogramm von mindestens 1.140 Mrd. Euro umgesetzt und sämtliche TLTROs zugeteilt sind. Von daher sollte der Abwärtsdruck auf die kurzfristigen Zinsniveaus sukzessive weiter zunehmen. Schon in den nächsten Monaten dürften sich die EONIA-Sätze weiter in Richtung des EZB-Einlagensatzes von -0,20 % bewegen. Der dreimonatige EURIBOR-Satz sollte dem nicht ganz folgen können und sich nahe null einpendeln. Die Aussicht auf noch für lange Zeit äußerst niedrige Zinsniveaus dürfte sich in einer weiteren Verflachung der EURIBOR-Kurve niederschlagen.

Prognoserevision: –

#### EZB: Hauptrefinanzierungssatz.



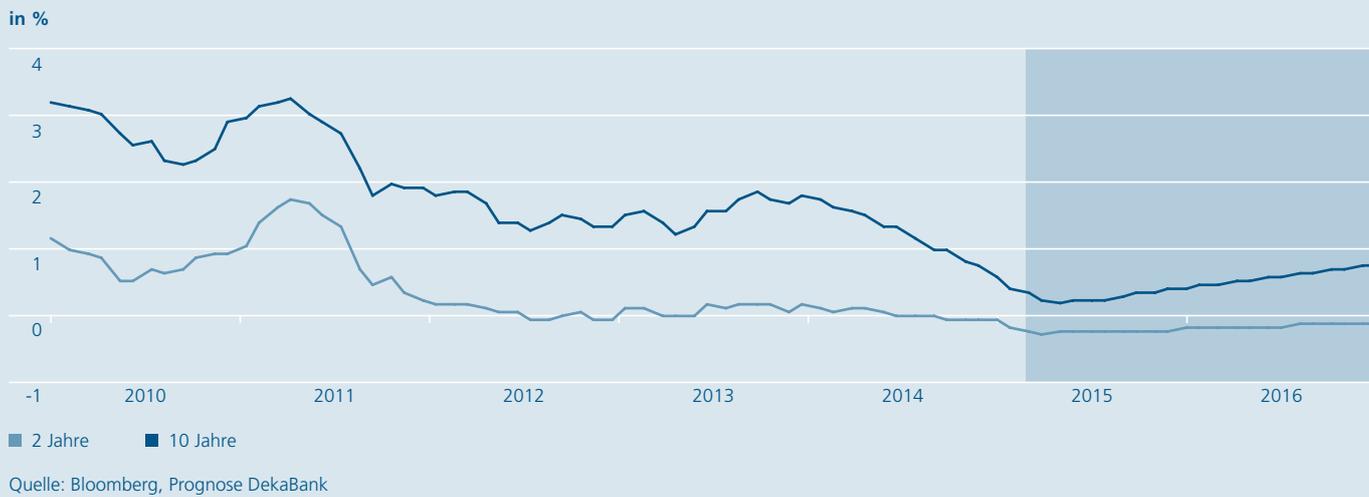
Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

#### Rentenmarkt Euroland.

Die langlaufenden Bundesanleihen haben überraschend stark auf die beginnenden Anleihekäufe des Eurosystems reagiert. Dies mag auch daran liegen, dass die Renditen am kurzen Ende bereits weit unter null lagen, sodass die Bundesbank ihre Käufe in die längeren Laufzeitbereiche verlagern muss. Mit der Zeit sollten steigende Konjunktur- und Inflationserwartungen jedoch dazu beitragen, dass sich andere Anleger bereitwillig von diesen Papieren trennen. Mittelfristig erwarten wir deshalb wieder etwas höhere Renditen zehnjähriger Bundesanleihen. Demgegenüber dürften Staatsanleihen der Peripherieländer durch die quantitative Lockerung eine anhaltende Unterstützung erfahren, zumal die EZB eine Verlängerung dieses Programms über September 2016 hinaus explizit nicht ausschließt.

Prognoserevision: Abwärtsrevision der Drei-Monats-Prognosen

Bundesanleihen (Renditen in % p.a.).



Devisenmarkt: EUR-USD.

Der Euro bleibt unter Druck. Anfang März erreichte er mit 1,0497 EUR-USD den niedrigsten Wert seit mehr als elf Jahren. Daran konnten auch solide Konjunkturdaten aus Euroland nichts ändern. Die wichtigsten Stimmungsindikatoren für Euroland sind angestiegen und setzten ein klares Wachstumssignal für das erste Quartal 2015. Im Mittelpunkt der EUR-USD Entwicklung standen der Beginn des erweiterten Wertpapierankaufprogramms der Europäischen Zentralbank am 9. März und die US-Konjunktur. Erneut hat der US-Arbeitsmarktbericht deutlich positiv überrascht und dem US-Dollar Auftrieb geben können. Denn der Eindruck wurde verstärkt, dass die US-Notenbank diesen Sommer mit der Zinswende beginnt und dann kontinuierlich die Leitzinsen anheben wird.

Prognoserevision: Abwärtsrevision auf Sicht von 3, 6 und 12 Monaten.

Wechselkurs EUR-USD.



**Aktienmarkt Deutschland.**

Der deutsche Aktienmarkt hat seine Rekordfahrt fortgesetzt, unterstützt von einer überraschend guten Konjunktorentwicklung und von in der Summe robusten Unternehmensgewinnen. Relativ zu anderen Regionen zeigt der deutsche Markt ein positives fundamentales Momentum, welches Anlageströme in die Region lenkt und die Kurse nach oben treibt. Zudem erfährt der Markt durch die massiven Anleihekäufe der EZB noch auf absehbare Zeit eine starke Unterstützung. Die Kombination dieser Entwicklungen verhilft dem deutschen Aktienmarkt zu einer starken Aufwärtsbewegung. Auch wenn wir die Rahmenbedingungen als intakt und deutlich unterstützend für den Aktienmarkt einstufen, bedarf es in den kommenden Monaten einer marktberichtigenden Zwischenkorrektur, die dann im Anschluss zu weiteren Kursanstiegen führen wird.

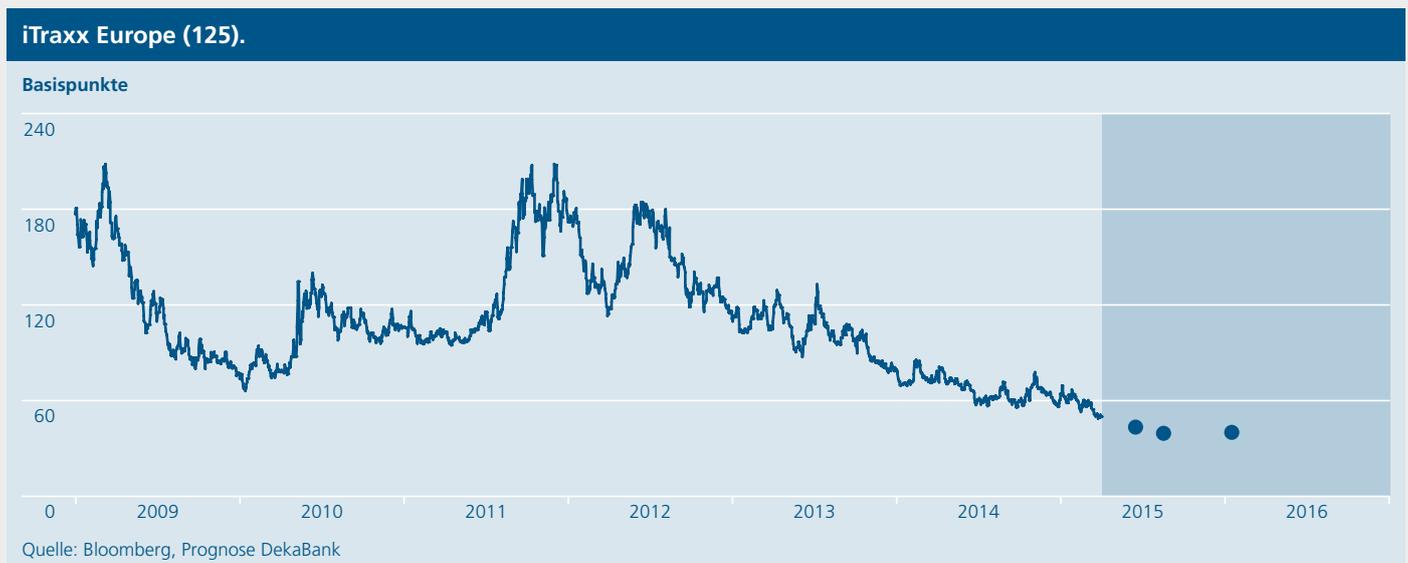
**Prognoserevision: Anhebung der 3-, 6- und 12-Monats-Kursziele.**

<b>Aktienmarktprognose.</b>				
	<b>Aktuell 12.02.2015</b>	<b>in 3 Monaten</b>	<b>in 6 Monaten</b>	<b>in 12 Monaten</b>
DAX	11.799,39	12.000	10.800	12.500
Euro Stoxx 50	3.641,32	3.750	3.350	3.900
S&P 500	2.065,95	2.050	2.100	2.180
Topix	1.546,63	1.600	1.350	1.400

Quelle: Deutsche Börse, Prognose DekaBank

**Unternehmensanleihemarkt Euroland.**

Die Nachfrage nach Unternehmens- und Bankenanleihen ist groß, wie die zahlreichen und dennoch massiv überzeichneten neuen Anleihen in Euroland belegen. Besonders gefragt sind Emissionen, die aufgrund eines nur schwachen Ratings oder ihrer nachrangigen Struktur eine hohe Rendite versprechen. Im freien Handel nach der Zeichnungsphase tun sich einige Neuemissionen mitunter jedoch schwer, da die Risikoaufschläge durch die hohe Kundennachfrage teilweise arg gepresst worden sind und sich keine Anschlusskäufer mehr finden. Dadurch geraten auch ältere ausstehende Unternehmensanleihen etwas unter Abgabedruck, zumal diese von der EZB nicht gekauft werden. Verbesserte Konjunkturaussichten, höhere Gewinne sowie Ausweichkäufe verdrängter Investoren dürften jedoch weiterhin für eine hohe Nachfrage nach Unternehmensanleihen sorgen.



## Emerging Markets.

### Emerging Markets: Märkte.

Emerging-Markets-Anlagen hatten einen schwierigen Start in das neue Jahr. EM-Aktien und Hartwährungsanleihen haben ihre anfänglichen Gewinne wieder abgegeben und notieren gegenüber dem Jahresbeginn kaum verändert, während EM-Lokalwährungsanleihen sogar deutlich nachgaben. Dies gilt allerdings nur für die übliche Betrachtung auf US-Dollar-Basis. Rechnet man die Werte in Euro um, ergeben sich kräftige Gewinne, da der Euro gegenüber dem US-Dollar spürbar abgewertet hat. EM-Anlagen leiden zum einen unter der Unsicherheit um die Leitzinswende in den USA, die in den vergangenen Wochen zu steigenden US-Renditen geführt hat. Zum anderen haben die Emerging Markets selbst für negative Schlagzeilen gesorgt, insbesondere Brasilien und Russland. Die anstehende US-Zinswende dürfte auch im weiteren Jahresverlauf dazu führen, dass viele EM-Währungen gegenüber dem US-Dollar schwächer tendieren und EM-Anleihen unter Druck geraten. Mit Blick auf den Hartwährungsanleihenmarkt erwarten wir allerdings engere Spreads, da hier bereits viel Unsicherheit eingepreist ist.

### Emerging Markets-Renditespreads.

Basispunkte



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien sowie deren Eintrittswahrscheinlichkeiten unverändert beibehalten.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 75 %).

- Entschleunigte Wirtschaft: Abbau der hohen Verschuldung insbesondere in den Industrieländern belastet das Wachstum.
- Weltwirtschaft: Emerging Markets sind mit ihrem gestiegenen Anteil an der Weltwirtschaft (inzwischen rund 60 %) wichtige Wachstumstreiber – trotz schwächerer Dynamik. USA haben strukturelle Anpassungen weitgehend hinter sich und wachsen wieder vergleichsweise kräftig. Japan bleibt mangels durchgreifender Reformen flügelahm.
- Euroland: Euroland ist zwar noch der „kranke Mann der Weltwirtschaft“. Gesundungsprozess ist jedoch im Gange. Reformen der Krisenländer tragen langsam Früchte. Reformaktivitäten in den großen drei Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien bleiben enttäuschend. Globales Wachstum, Euro-Abwertung und Energiepreiserückgänge bringen dagegen Rückenwind.
- Deutschland: Sorgen über die Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen halten Unternehmen von größeren Investitionen ab. Allgemeine Verfassung der Volkswirtschaft, insbesondere des Arbeitsmarktes, ist aber noch gut.

- Inflation: Hohe Arbeitslosigkeit und schwaches Wachstum halten Inflationsraten in Euroland unerwünscht niedrig. EZB fürchtet weiterhin zu niedrige Preissteigerungsraten. In den USA anziehende Inflationsraten dank prosperierendem Arbeitsmarkt und kräftigem Wirtschaftswachstum.
- Geldpolitik: Ende der ultraexpansiven Geldpolitik ist in Euroland und Japan noch nicht absehbar. US-Notenbank Fed wird im Verlauf von 2015 mit dem Zinserhöhungszyklus anfangen. Zinserhöhungstempo bleibt jedoch moderat, sodass Finanzmärkte und Konjunktur dies gut verkraften.
- Zinstief: Zinsen bleiben für sehr lange Zeit sehr niedrig. Um nennenswerte Renditen zu erzielen, führt für Anleger kaum ein Weg an Aktien vorbei.
- Finanzmärkte: Moderate Verluste an Rentenmärkten angesichts leicht steigender Zinsen. Aktien profitieren von globalem Wachstum, steigenden Gewinnen und Flucht der Anleger aus dem Zinstief.

#### **Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 15 %).**

- Reform- und Anpassungsprozess in Euroland gerät ins Stocken, bspw. infolge der Wahlen in Südeuropa. Verunsicherung der Unternehmer und Konsumenten als Auslöser einer erneuten tiefen Rezession in Euroland. Weitere Verschärfung durch zu erwartende Finanzmarktreaktionen und deren negative Auswirkungen auf den Bankensektor. Mangels fiskalischer Gegensteuerungsmöglichkeiten entsprechend längere Dauer eines solchen erneuten konjunkturellen Einbruchs, danach zähe Erholung.
- Sanfter Ausstieg der Notenbanken (insbesondere US-Notenbank) aus ultraexpansiver Geldpolitik misslingt. Starke Zinsanstiege insbesondere am langen Ende als Auslöser einer Vollbremsung bei Konsum und Investitionen. Resultat: ausgeprägte Wachstumsabschwächung, womöglich erneute Rezession.
- Dauerhafte und ausgeprägte Wachstumsschwäche in China oder anderen großen Emerging Markets. Auswirkungen auf Industrieländer wären stärker als früher.
- Weitere Ausweitung der Krise 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 Schuldenragfähigkeit, ausgeprägte Konjunkturschwäche, Wiederausbruch der Eurokrise.

#### **Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 10 %).**

- Niedrigzinsen und gestiegenes Vertrauen führen zu schnellem und kräftigem Aufschwung in Europa und USA.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit positiver Sogwirkung für globale Wirtschaft.

## **Disclaimer.**

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und/oder Steuer-) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

### **Deka Investment GmbH**

Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt

Postanschrift:  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

Telefon: +49 (0)69 71 47 - 26 54  
Telefax: +49 (0)69 71 47 - 11 43  
E-Mail: [info.etf@deka.de](mailto:info.etf@deka.de)

### **Weitere Informationen finden Sie unter:**

▶ [www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)