

# ETF Wertarbeit 04/16

## Sehr geehrte Investoren,

im Zinstief suchen Investoren nach Renditechancen. Das Umfeld volatiler Seitwärtsmärkte erleichtert ihre Identifizierung nicht. Die Anleger sehen sich vielen Fragen gegenüber: Welche Anlageziele lassen sich besser mit aktiven Strategien umsetzen? Welche besser mit passiven? Welche unkorrelierten Ertragschancen gibt es? Im Interview erläutert Klaudius Sobczyk, Geschäftsführer Advanced Dynamic Asset Management, wie Smart-Beta-ETFs helfen, die Lücke zwischen aktiven und passiven Strategien zu schließen. Er zeigt, wo die Trennlinie verläuft: Zwischen passiven Produkten, die eine Benchmark besser abbilden, und z.B. benchmarkfreien Absolute-Return-Produkten, die mittels aktiver Fonds abgebildet werden.

Wie beeinflusst die Geldpolitik der EZB den Zinsmarkt bzw. den für Corporate Bonds? Diesen Fragen geht Dr. Bernhard Jünemann in der Kolumne nach. Er hinterfragt, welche Gefahren für Liquidität und Stabilität in dem populären Zinsportfolio-Baustein lauern.

Im ETF-1x1 beleuchten wir mit dem Spread einen unterschätzten Kostenaspekt beim ETF-Handel. Investoren, die ETFs nur kurz halten, sollten genau hinsehen. Denn der Spread kann – beim gleichen Index – je nach Anbieter und Handelsplatz stark variieren.

Ihr Martin Siegel



Martin Siegel  
Leitung ETF Marketing und  
Produktservice  
Deka Investment GmbH

### Interview mit Klaudius Sobczyk

#### „Smart Beta – das ist der Weg“

Klaudius Sobczyk Geschäftsführer der  
Advanced Dynamic Asset Management  
GmbH in Frankfurt. →

### Das große 1x1 der ETF-Anlage Folge 6

#### Ein Vorstoß in die Tiefen der ETF-Kosten.

Nach den Themen Auswahl und Analyse  
der ETFs, befassen wir uns nun mit dem  
Handel von ETFs. →

### Kolumne Dr. Bernhard Jünemann

#### EZB – der Market Maker für ETFs?

Die Geldpolitik der EZB beeinflusst  
den Markt für Corporate Bonds.  
Was sind die Folgen? →

### ETF-Monitor Frühlingsgefühle an der Börse

**5,1 %**

Den größten Zuwachs erreichten diesen  
Monat die Renten. Der Geldmarkt erlitt mit  
knapp vier Prozent den größten Verlust. →

### Macro Research mit Dr. Ulrich Kater Volkswirtschaftliche Prognosen

**0,5 %**

Aufwärtsrevision unserer Prognose für  
die Inflationsrate in Deutschland. →

# „Smart Beta – das ist der Weg“



Die Niedrigzinsen verändern die Kundennachfrage. Wie sich dies auf das Portfoliomanagement auswirkt und welche Rolle dabei den ETFs zukommt, erläutert Klaudius Sobczyk. Er ist Geschäftsführer der Advanced Dynamic Asset Management GmbH in Frankfurt.

## **Advanced Dynamic hat ja 2012 mit einem reinen ETF-Dachfonds begonnen. Was umfasst Ihr Leistungsspektrum heute?**

Wir haben unser Angebot verbreitert. Neben ETFs und ETF-Lösungen haben wir auf vielfachen Kundenwunsch auch aktive Portfoliolösungen aufgenommen. Denn nicht alle Anforderungen, insbesondere in Seitwärtsmärkten mit heftigen Schwankungen, lassen sich mit ETFs abdecken. Die Nachfrage nach Absolute-Return-Lösungen wächst, ebenso nach marktneutralen und Long-Short-Strategien.

## **Wie zeigt sich das in ihrem Produktangebot?**

Wir bieten eine Reihe von Publikumsfonds. Da ist zunächst unser ETF-Dachfonds zu nennen, der vor einem Jahr in den Multiwert Absolute Return Superfund C aufgegangen ist. Aber es gibt auch Dachfonds wie den Aduno Global Invest, in dem wir aktive und passive Produkte einsetzen. Das gilt auch für die institutionellen Mandate und damit verbundene Spezialfonds. Vermögensverwaltung für Privatinvestoren machen wir nicht. Das obliegt der PEH-Gruppe, zu der wir inzwischen gehören. Wir betreuen jedoch die Dachfondslösungen der Gruppe. Im Direktgeschäft konzentriert sich Advanced auf institutionelle Investoren.

## **Wie entscheiden Sie, wann passive oder aktive Fonds zum Einsatz kommen?**

Das hängt klar davon ab, ob die aktiven Produkte einen Mehrwert bieten oder sich nahe an einer Benchmark orientieren. Es gibt ja viele aktive Manager, die sich indexnah ausrichten. In diesem Fall ist es ganz einfach: Passive Produkte können eine Benchmark viel besser abbilden, also entscheiden wir uns für ETFs. Aber wie gesagt, der Trend geht hin zu Absolute- oder Total-Return-Produkten. Solche Strategien können Einzel-ETFs noch nicht bieten. Da greifen wir zu aktiven Fonds.

## **Nun bietet ja die Branche zunehmend ETFs, die unter dem Anspruch Smart Beta Strategien antreten wie zum Beispiel Minimum-Varianz. Nutzen Sie solche Produkte?**

Unbedingt, abhängig natürlich von der jeweiligen Marktphase. Wir müssen uns klar sein, dass Investoren verstärkt mit Risikoparametern arbeiten, die nicht gebrochen werden dürfen, und trotzdem wollen sie eine auskömmliche Rendite. Da helfen Smart-Beta-ETFs die Lücke zwischen passiven und aktiven Strategien zu schließen. Smart Beta ist der Weg – davon bin ich überzeugt.

## **Lassen Sie uns das am Beispiel ihres Multiwert Absolute Return Superfund klären, der ja vermögensverwaltend agiert.**

Der Multiwert ist aggressiver angelegt als übliche Absolute-Return-Fonds. Unsere Kunden erwarten, dass das Risiko nicht zu eng gefasst wird. Nur so kann ich die heftigen Schwankungen zu meinem Vorteil nutzen. Wir setzen dort neben einfachen Indexprodukten eben auch Smart-Beta-ETFs wie Minimum Varianz ein.

## **Sind Sie dann noch ein klassischer Trendfolger wie früher? Oder wie steuern Sie diesen Fonds heute?**

Wir agieren opportunistisch. Trendfolge hat ihre Zeit. Aber wenn die Märkte unter heftigen Schwankungen seitwärts laufen, gibt es keine klaren Aufwärts- und Abwärtstrends. Wir nutzen eine Abwärtsphase antizyklisch. Wir stocken zum Beispiel Zykliker und Value-Werte auf, die ausverkauft wurden, weil diese dann in der Gegenbewegung auch überdurchschnittlich profitieren. Beruhigen sich die Märkte, werden diese Positionen wieder reduziert und wir gehen zurück auf bewährte langfristige Strukturen, die auf weniger Volatilität und geringeres Risiko ausgerichtet sind.

### **Nutzen Sie für diese Entscheidung quantitative Modelle und heißt opportunistisch für sie rein diskretionär?**

Der Fonds wird weiterhin quantitativ gesteuert. Wir versuchen, mit unseren Modellen die Marktphasen genauer zu definieren und zu klären, ob wir in einem Trend- oder Seitwärtsmarkt sind. So loten wir die möglichen Übertreibungsphasen antizyklisch aus – nach unten wie nach oben. Auf diese Weise kann man von der trendlosen Volatilität profitieren, die wir in den vergangenen Jahren häufiger gehabt haben.

### **Hat das Vorgehen in der jüngsten Korrekturphase, die ja wohl nicht abgeschlossen ist, funktioniert?**

Das war im vergangenen Jahr eine ziemlich schwierige Übung, weil die Kursstürze sehr heftig waren. In diesem Jahr hat es besser funktioniert, und wir kommen aus dem Tal vom Jahresanfang gut heraus. Wir lernen immer besser, mit dieser Marktphase umzugehen.

### **Wie ist der Fonds zurzeit positioniert?**

Gegenwärtig setzen wir stark auf Aktien. Die Quote beträgt 110 Prozent, um auch stark von der Gegenbewegung profitieren zu können. Nach unseren Modellen nähern wir uns jedoch der Phase, wo es opportun ist, High-Beta-Produkte abzubauen.

### **Bei 110 Prozent Aktienquote müssen Sie ja auch mit Hebel arbeiten. Nutzen Sie Hebel-ETFs?**

Nein. Diese Produkte haben ja wegen der Pfadabhängigkeit in volatilen Märkten ihre Probleme. Wir nutzen lieber Futures und Optionen, die uns erlauben in volatilen Märkte effizienter zu agieren.

### **Wie wählen Sie ETFs aus? Haben Sie Präferenzen für Abbildungsmethoden? Sind die Kosten ein wichtiges Kriterium?**

Kosten sind ein wichtiges Thema. Auch wenn die Unterschiede nicht gewaltig sind, wir werden von den Kunden immer darauf angesprochen. Aber man muss die Kosten immer in Relation zur Abbildungsqualität setzen, und

die ist das Wichtigste. Die Investoren verlangen dabei inzwischen möglichst nach physischer Replikation. Anders gesagt: Wenn zwei Fonds mit unterschiedlicher Replikationsmethode bei gleicher Abbildungsqualität zur Wahl stehen, wird immer das physische Produkt genommen. Damit fühlen sich die Kunden einfach wohler.

### **Aber gerade bei vielen Smart-Beta-Produkten geht das nicht. Da muss man zur swapbasierten Replikation greifen.**

Richtig. Das müssen wir den Kunden genau erklären. Wie wird repliziert, wie wird abgesichert? Das wird dann von den Kunden akzeptiert, zumal solche synthetischen Konzepte in der Regel nur einen kleinen Teil der Portfolios ausmachen.

### **Sie betonen die Abbildungsqualität. Langfristig zeigen sich aber häufiger Performanceunterschiede zwischen Index und Fonds, die sich nicht mit den Managementgebühren erklären lassen. Wie gehen Sie damit um?**

Bei Produkten, die länger am Markt sind, kann man das genau analysieren, auch über schwierige Marktphasen hinweg. Bei neueren Produkten ist das nicht so leicht möglich. Da versuchen wir mit unseren Werkzeugen zu simulieren, ob das Indextracking in extremen Marktbewegungen funktioniert. Aus Sicherheitsüberlegungen gehen wir dann nur kleine Positionen ein und achten auf hohe Liquidität, um unser Engagement im Extremfall auch schnell schließen zu können.

### **Was fehlt Ihnen noch im ETF-Markt?**

Ich erwähnte ja schon, dass die Kundennachfrage in Richtung Absolute Return geht. Aktive Fonds bieten dazu bereits marktneutrale sowie Long-Short-Strategien. Ich gehe davon aus, dass es in dieser Richtung ETFs geben wird, die solch erfolgreiche Strategien replizieren können – natürlich zu geringeren Kosten.

### **Wie sehen Sie Trends und Tendenzen auf den Märkten in den kommenden Monaten?**

Ich denke, dass uns die Volatilität auch 2016 erhalten bleibt. Die wird zum einen durch die niedrigen Zinsen begünstigt, weil die Investoren verstärkt auf Risikoprodukte setzen müssen. Zum anderen wird der Markt stark auf Äußerungen der Zentralbanken reagieren. Besonders dürfte das die Fed betreffen. Zurzeit gehen die Investoren davon aus, dass es höchstens zu einem weiteren Zinsschritt in diesem Jahr kommen wird. Alles was darauf hinweist, dass es anders kommen könnte, wird die Nervosität der Märkte erhöhen. Einen Bärenmarkt, also Kursverluste von mehr als 20 Prozent, erwarten wir nicht. Den würde es nur geben, wenn es zu einer Rezession in den USA käme. Gegenwärtig geben die Zahlen das nicht her. Die Wirtschaft wächst, wenn auch nur langsam. Flexibles, opportunistisches Handeln hat weiter Priorität.

# Die Spreads beachten! Ein Vorstoß in die Tiefen der ETF-Kosten



Gordon Rose, Leiter ETF Management und Entwicklung

Nachdem wir uns in den letzten Monaten mit der Auswahl und Analyse der ETFs beschäftigt haben, widmen wir uns nun dem Thema ETF-Handel.

### Eine Analyse über einen wenig beachteten Kostenaspekt bei ETFs.

Eines der wichtigsten Verkaufsargumente für börsennotierte Fonds (ETFs) sind die im Vergleich zu anderen Anlageprodukten niedrigen Kosten. Die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, TER) bei ETFs auf Aktien in Europa liegt durchschnittlich bei 0,26 Prozent - volumengewichtet. Bei passiven Investmentfonds liegt die Gesamtkostenquote üblicherweise bei 0,78 Prozent, und für einen aktiv gemanagten Fonds wird dem Investor – im Schnitt – ein TER von 1,76 Prozent in Rechnung gestellt. Doch obwohl man in diesem Zusammenhang von der „Gesamtkostenquote“ spricht, können die tatsächlichen Kosten für die Investition in ein ETF deutlich höher liegen.

Im Laufe der Jahre hat sich die durchschnittliche Zeit, in der ein ETF in den Wertpapierdepots der Investoren verbleibt, verringert, in vielen Fällen auf ein paar Stunden. Je kürzer aber die Haltedauer ist, desto wichtiger wird ein häufig übersehener Kostenfaktor: Die Spanne zwischen An- und Verkaufspreis, auch Geld-Brief-Spanne oder Spread genannt.

Für einen Investor, der vielleicht schon vor der Mittagspause Wertpapiere gekauft und wieder verkauft hat, spielt der Spread eine wesentlich wichtigere Rolle als für einen Investor, der seine Wertpapiere mehrere Jahre halten will. Der kurzfristig orientierte Investor hält den ETF vielleicht nur zwei Stunden und erzielt einen Gewinn von 0,10% - ein Unterschied von beispielsweise 0,01% zwischen An- und Verkaufspreis fällt da stärker ins Gewicht als bei einem langfristig orientierten Anleger.

Im ersten Teil dieser (zweiteiligen) Artikelreihe zu Spreads behandeln wir das Thema aus Sicht des Investors. Wir werden sehen, was ein Spread ist, wie er entsteht und warum Geld-Brief-Spannen voneinander abweichen können. Der Begriff „Investor“ bezeichnet in diesem Zusammenhang Marktteilnehmer, die ETFs über die Börse im eigenen Auftrag oder für einen Kunden kaufen oder verkaufen, also Privatanleger, Anlageberater oder Fondsmanager. Größere Investoren wie Pensionsfonds oder Dachfonds handeln ETFs häufig außerbörslich, wo Spreads eine etwas andere Rolle spielen. Im zweiten Beitrag werden wir durch die Brille des Händlers – in unserem Fall ein Market Maker oder Autorisierter Marktteilnehmer (AP) am Primärmarkt – blicken und analysieren, was

passiert, wenn eine Kauf- oder Verkaufsoffer aufgegeben wird. Dabei behandeln wir die Rolle der Autorisierten Marktteilnehmer, den Creation/Redemption-Prozess, in dem ein ETF erschaffen und wieder eingezogen wird, die Möglichkeiten für Arbitrage-Handel und wie sich all diese Aspekte auf den Spread auswirken.

### Spreads unter der Lupe

Bevor wir tiefer in das Thema einsteigen, sollten wir zunächst klären, was man unter dem Begriff „Spread“ versteht. Spread bezeichnet die Spanne zwischen An- und Verkaufskurs im Verhältnis zum Marktpreis und ist damit ein Kostenfaktor, der beim Handeln von Wertpapieren zum tragen kommt. Die An- und Verkaufspreise sind üblicherweise auf der Website des ETF-Anbieters oder der Börse zu finden. Auch Ihr Broker kann sie Ihnen nennen. Zusammen mit dem aktuellen Kurs am Markt lässt sich daraus der Spread errechnen. Spreads werden normalerweise in Prozent angegeben und beziehen sich auf den Kurs des entsprechenden Wertpapiers. Ein Beispiel: Angenommen, der Ankaufspreis für ein ETF beträgt 99 Cents, der aktuelle Kurs am Markt liegt bei 100 Cents und der Verkaufspreis bei 101 Cents. Den Spread errechnet man, indem man vom Verkaufspreis von 101 die 99 Cents für den Ankaufspreis abzieht und das Ergebnis durch den Marktkurs von 100 Cents teilt. Damit kommen wir auf 2 Prozent.

Wegen des Spread hat der Market Maker – die Schnittstelle zwischen Käufer und Verkäufer – einen Anreiz zu handeln und Liquidität zu schaffen: Indem der Market Maker zu einem etwas höheren Kurs die ETF-Papiere verkaufen als kaufen kann, verdient er sein Geld, und das fast ohne Risiko. Market Maker führen täglich Tausende oder gar Millionen Transaktionen aus, denn (wie in unserem Rechenexempel) geht es bei Spreads üblicherweise um Euro-Cent-Beträge. Liquide Titel haben normalerweise niedrigere Spreads, weil mehr aktive Käufer und Verkäufer am Markt sind. Lässt man andere Faktoren außer Acht, bedeuten niedrige Spreads niedrigere Transaktionskosten, sowohl für Käufer als auch Verkäufer.

### Spread ist Spread, oder?

Wie bereits erwähnt, sind Spreads üblicherweise niedriger, je liquider die Wertpapiere sind. In seinem Buch „The ETF Handbook – How to Value and Trade Exchange Traded Funds“ verwies David J. Abner auf Studien, denen zufolge zwischen der Fondsgröße, dem Spread und der Markttiefe eine starke inverse

Korrelation herrscht. Grund dafür sind vor allem die Kosten der Market Maker für den Handel und die Absicherung ihrer Positionen.

Bei den meisten ETFs, die sich bei den Anlegern einer großen Beliebtheit erfreuen (wie beispielsweise ETFs auf den EURO STOXX 50), sind die Spannen zwischen An- und Verkaufskurs sehr eng. Der Deka EURO STOXX 50 UCITS ETF etwa hatte 2015 an der Deutschen Börse einen durchschnittlichen Spread von 0,07 Prozent.

Die Spreads von weniger häufig gehandelten ETFs können deutlich höher liegen – manchmal sogar um ein paar Prozentpunkte. Verdeutlichen wir das mit Hilfe eines Beispiels: Der Deka MSCI China handelte 2015 an der Deutschen Börse mit einem durchschnittlichen Spread von 0,49 Prozent. Dennoch zeigt das Beispiel China, dass ETFs ein sehr liquides Anlagevehikel sind. Obwohl fast das halbe Jahr bis zu 10 Titel im MSCI China vom Handel ausgeschlossen wurden, konnte der ETF problemlos an der Börse gehandelt werden. Lediglich der Spread ging in dieser Zeit etwas auseinander.

Es gibt mehrere Faktoren, die die Hedging-Kosten für die Market Maker beeinflussen und dazu führen, dass sich die Geld-Brief-Spanne ausweitet. So ist es etwa schwierig und teuer, sich abzusichern, wenn die Titel – wie in unserem Beispiel die chinesischen Aktien – nicht sehr liquide sind und der Aktienbesitz von ausländischen Investoren zudem streng reglementiert ist – zumindest bei Mainland-China. Außerdem werden die chinesischen Aktien in einer anderen Zeitzone gehandelt. Deswegen muss der faire Wert des ETF geschätzt werden, wenn der chinesische Aktienmarkt geschlossen ist. Das führt zu höheren Spreads.

Leider gibt es keine Faustregel, die einem zu erkennen hilft, wann eine Geld-Brief-Spanne zu weit ist. Denn es gibt eine Reihe von Gründen, warum einige ETFs höhere Spreads haben als andere. Zu den wichtigsten Faktoren zählen die Liquidität und die Volatilität des zugrundeliegenden Index. Darüber hinaus können die Futures auf den Referenzindex zu einem deutlichen Aufschlag oder Abschlag handeln, was den Market Maker bei der Kalkulation seiner An- und Verkaufskurse beeinflusst. Auch hier ein Beispiel: Es kann sein, dass die Futures auf den S&P Index im frühen Londoner Handel auf einen sehr guten Handelsauftakt in New York hindeuten. Dies wird sich in den Spreads der Market Maker widerspiegeln. Doch die Futures zeigen nur die Erwartung der Marktteilnehmer, wie der S&P Index eröffnen dürfte. Es besteht also das Risiko, dass man falsch liegt, wenn man sich auf den Future verlässt und entsprechend handelt. Diese Unsicherheit führt zu einem Kursaufschlag. Dieser verschwindet erst, wenn die Wall Street in den Handel startet.

Auch ein volatiler Handel kann dazu führen, dass sich die Geld-Brief-Spannen ausweiten. Das konnte man beispielsweise nach der Atomkatastrophe in Fukushima beobachten. Damals lagen die An- und Verkaufskurse für ETFs auf den MSCI Japan Index sehr weit auseinander, weil einige Market Maker es wegen der hohen Unsicherheit sogar ablehnten, überhaupt Kurse zu stellen.

Ein weiterer Einflussfaktor auf die Spreads ist das Handelsvolumen, die Orderbuchtiefe, an welchem Börsenplatz der ETF gehandelt wird und die Zahl der Market Maker für den ETF. Engere Spreads sind aber nicht automatisch ein Zeichen für starke Konkurrenz unter den Market Makern. Manche stellen einfach aggressivere Preise als andere, egal, wie viele Konkurrenten sie haben.

### Spreads variieren von Handelsplatz zu Handelsplatz

Für denselben ETF können sehr unterschiedliche Spreads angegeben werden, je nachdem, an welcher Börse der Titel gehandelt wird. Der Preis wird bestimmt vom Nettoinventarwert (NAV), doch auch die vor Ort herrschende Stimmung kann Spuren hinterlassen. Weichen die ETF-Kurse an den Börsen sehr stark voneinander ab, kommen Arbitrageure ins Spiel und sorgen dafür, dass sich die Preise wieder angleichen. Um derartige Kursdifferenzen zu vermeiden und sich vor Arbitrageuren zu schützen, stellen einige Marktteilnehmer, sogenannte Authorised Participants oder Autorisierte Marktteilnehmer, weite Geld-Brief-Spannen in elektronische Handelssysteme wie Xetra ein. Viele Arbitrageure setzen auf High-Frequency-Handel: Schnelle Computersysteme, die automatisch kleinste Ausreißer im Handel aufspüren und ausnutzen, so dass es für Market Maker bei engen Spreads sehr schwierig ist, sich vor Arbitrage-Handel zu schützen. Das ist vor allem auf vollelektronischen Handelsplätzen schwierig, auf denen Order in Millisekunden abgewickelt werden können.

Auch abweichende Gesetzgebungen und Steuerabkommen zwischen Ländern können Unterschiede bei den Spreads zur Folge haben. Zudem haben die Börsen unterschiedliche Vorschriften, wie groß die Geld-Brief-Spannen im ETF-Handel sein dürfen. Die Spreads an der London Stock Exchange (LSE) etwa dürfen nicht über 1,5 Prozent, 3 Prozent und 5 Prozent liegen. Diese Spannen werden von der Börsengesellschaft bei der Einführung des ETF vorgegeben und hängen davon ab, wie sie die Liquidität der abgebildeten Titel oder des Referenzindex einschätzt. Außerhalb dieser Korridore können Market Maker keine Kurse in das Ordersystem einstellen. Aber welche Regel hat schon keine Ausnahme? Auch an der LSE gibt es für Market Maker zwei. Unter bestimmten Bedingungen können die

Geld-Brief-Spannen auf 25 Prozent ausgeweitet werden. Auch kann ein Market Maker eine Aussetzung des Handels beantragen, wenn er der Meinung ist, dass für mindestens 10 Prozent der Indextitel kein fester Kurs erhältlich ist. An anderen europäischen Börsen gelten ähnliche Regeln. Die Deutsche Börse unterbricht ebenfalls den Handel bei volatilem Geschäft, und die Schweizer SIX erlaubt den Market Makern, aus verschiedenen technischen Gründen zeitweise keine Geld-Briefkurse zu stellen. Beispielsweise stoppt die Deutsche Börse den Handel für zwei Minuten, wenn der nächste genannte Preis für ein ETF außerhalb eines vordefinierten Preiskorridors liegt. Nach der Aussetzung wird der Handel mit einer Auktion wieder fortgesetzt. Die Preiskorridore werden auf Grundlage der historischen Volatilität des einzelnen ETF berechnet.

### Renten-ETFs - ein etwas anderer Fall

Alles, was wir bisher besprochen haben, trifft auch auf Renten-ETFs zu. Allerdings sind üblicherweise die Geld-Brief-Spannen von ETFs auf festverzinsliche Titel weiter als die von Aktien-ETFs.

Der Großteil des Aktienhandels wird über öffentliche Börsen abgewickelt. Deswegen haben die Investoren zu jedem Zeitpunkt während des Handels eine klare Vorstellung davon, was der Markt für den fairen Preis für eine Aktie hält. Festverzinsliche Papiere dagegen werden meistens außerbörslich gehandelt. Wie sich der Preis bildet, unterliegt damit zahlreichen anderen Einflüssen. Zudem haben Index-Anbieter unterschiedliche Methoden, um den Wert ihrer Indizes zu berechnen. Diese Unterschiede machen sich bei weniger liquiden Märkten - etwa bei hochverzinslichen Anleihen oder Bonds von Schwellenländern – umso deutlicher bemerkbar. Der Deka Deutsche Börse EUROGOV® Germany ETF weist 2015 im Handel der Deutschen Börse einen durchschnittlichen Spread von 0,04 Prozent auf. Zum Vergleich, ETFs auf EUR High Yield Bonds haben im Schnitt mit einem Spread von 0,27 Prozent an der Deutschen Börse gehandelt.

Dieses Beispiel zeigt nicht nur, dass die Geld-Brief-Spannen davon abhängen, wie liquide der abgebildete Markt ist, sondern tendenziell auch bei festverzinslichen Produkten höher sind.

### Zusammenfassung

Als Investor muss man sich dessen bewusst sein, dass Spreads von ETF zu ETF und von Börse zu Börse sehr unterschiedlich ausfallen können. Dass die Geld-Brief-Spanne auf ETFs, die denselben Index abbilden, unterschiedlich sein kann, hängt zum großen Teil davon ab, wo die Titel gelistet sind und welche Systematik hinter dem Orderbuch und der Preisstruktur des entsprechenden Market Makers liegt. Manch ein Market Maker ist Experte auf einem Gebiet und stellt für diese Produkte sehr konkurrenzfähige Kurse, während er in anderen Bereichen, in denen er sich weniger gut auskennt, weniger gute Preise nennt.

Es gibt zahlreiche Faktoren, die Spreads beeinflussen. Es lohnt sich daher, die Kurse von mehreren Marktteilnehmern zu vergleichen, vor allem, wenn man sich für ein wenig gehandeltes Produkt interessiert.

Mit all diesem Wissen im Hinterkopf werden wir im zweiten Teil der Serie über Spreads einen Blick hinter die Kulissen werfen: Das Thema Spreads aus Sicht der Market Maker.

# EZB – der Market Maker für ETFs?



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

„Zu Risiken und Nebenwirkungen fragen Sie ihren Notenbanker oder Vermögensverwalter.“ So abgewandelt, passt der pharmazeutische Warnhinweis auch gut auf die aktuelle Geldpolitik der EZB mit ihren Anleihekaufprogrammen und den daraus resultierenden Niedrigzinsen. Die jüngste Entscheidung der EZB, vom Sommer an auch auf Euro lautende Unternehmensanleihen von Industrieunternehmen zu kaufen, hat erneut Fragen zur Stabilität und Liquidität des ETF-Markts gerade in Umbruchsituationen aufgeworfen.

ETFs mit Unternehmensanleihen sind ja schon seit Monaten die bevorzugten Zinsprodukte in vielen Portfolios. Immerhin lieferten sie noch mehr als ein Prozent Rendite in dieser fast zinslosen Zeit. Die EZB-Entscheidung vom März ließ die Nachfrage nach Unternehmensanleihe-ETFs sprunghaft ansteigen. So sank die Durchschnittsrendite der europäischen ETFs mit Corporate Bonds deutlich unter ein Prozent. In einigen Medien wurde den Anlegern sogar empfohlen, sich im Hinblick auf das Kaufprogramm schnell noch mit ETFs einzudecken, um dann von weiteren Kursgewinnen zu profitieren.

Soweit so gut. Die EZB als Market Maker kann sich auf die Schulter klopfen. Ihr ist es gelungen, den Zins für die tendenziell riskanteren Unternehmensanleihen deutlich zu drücken. Aber die richtigen Market Maker bekamen ordentlich Stress. Der Markt für Unternehmensanleihen schien zeitweise wie ausgetrocknet. Niemand wollte noch verkaufen. So war es nicht leicht, die nötigen Körbe an Anleihen zu liefern, um neue ETF-Anteile zu kreieren. Entsprechend wurden die Spreads kräftig ausgeweitet. Alles in allem hat der Handel doch noch gut funktioniert.

Jetzt können sich auch die ETF-Anbieter auf die Schulter klopfen und sich bestätigt fühlen, womit Sie gerne werben: Die Liquidität von ETFs sei auch in den schwierigsten Marktphasen gesichert. Vorsicht! Man muss sich nur vorstellen, was nach dieser Anleihehausse passieren könnte, wenn die EZB ihr Kaufprogramm einstellt und sogar die Zinsen wieder anhebt.

Bisher hat ja der Handel in der Tat trotz heftiger Verwerfungen an den Märkten im Großen und Ganzen funktioniert, selbst in solchen Extremsituationen wie in der Finanzkrise 2008. Gehandelt wurde immer. Investoren konnten ETFs kaufen oder verkaufen, wenn auch die Spreads zeitweise erheblich ausgeweitet wurden. Nur sollte man daran denken, dass sich diese Erfahrung vor allem auf den hochliquiden Aktienmarkt bezieht. Beim Rentenmarkt, für den die Indexprodukte in den vergangenen Jahren massiv ausgeweitet wurden, muss man differenzieren. Im Unterschied zu erstklassigen und sehr liquiden Staatsanleihen weisen die so beliebten Corporate

Bonds häufig ein deutlich geringeres Volumen auf. Anders als Aktien werden sie zudem überwiegend OTC ge- und verkauft. Zudem werden sie nicht immer täglich gehandelt.

„Ein ETF ist immer nur so liquide wie sein Underlying“, predigt Franz Mohr, Head of ETF Sales Trading der Commerzbank, die einer der größten europäischen Market Maker ist. „Gibt es beim Underlying Stress, gibt es auch beim ETF Stress.“ Bezogen auf Unternehmensanleihen kann man sich also durchaus vorstellen, dass es eng werden könnte, wenn die Notenbank plötzlich die Richtung wechselt und einen dreißigjährigen Abwärtstrend bei den Zinsen beendet.



**Die EZB, die sich als Market Maker für Anleihe-ETFs aufgeschwungen hat, sich aber gleichzeitig um die Finanzstabilität sorgt, wird das hoffentlich im Blick haben.**

Vor diesem Hintergrund preisen sich jetzt aktive Bond-Fondsmanager als die bessere Alternative zu ETFs an. Der aktive Manager müsse ja keinen Index nachbilden und könnte einfach abwarten, bis es bessere Preise am Markt gebe. So argumentiert zum Beispiel Stephen Snowden von Kames Capital. Kurzfristig mag das so sein, längerfristig wird sich der aktive Manager einem Trendwechsel auch nicht entziehen können. Geben die Anleger massiv Fondsanteile zurück, muss er zunächst die liquiden Anleihen so schnell wie möglich verkaufen, um die Investoren auszuzahlen. Auch hier kann es dann zu Engpässen kommen. Es wirken die gleichen Mechanismen.

Die EZB, die sich als Market Maker für Anleihe-ETFs aufgeschwungen hat, sich aber gleichzeitig um die Finanzstabilität sorgt, wird das hoffentlich im Blick haben. Jeder Politikwechsel sollte mit vorausschauender Guidance so vorbereitet werden, dass Turbulenzen auf den Märkten begrenzt bleiben. Nur ganz sicher kann sich niemand sei, dass dies gelingt. Deshalb sollte der Investor, der den Anleiheteil seines Portfolios in den letzten Monaten auf Corporate Bonds konzentriert hat, nicht nur auf Zinsenänderungsrisiken, sondern auch auf mögliche Liquiditätsrisiken schauen. Eine breitere Diversifikation nach Emittenten, Bonitäten und Laufzeiten ist auch bei Anleihen ein Gebot der Vorsicht.

# Frühlingsgefühle an der Börse



War das Wetter im März auch noch kalt und regnerisch, an der Börse gab es erste Frühlingsgefühle. Die Mitte Februar begonnene Erholung der Märkte nach dem schwachen Jahresauftakt setzte sich fort. Dabei halfen die EZB mit einer Ausweitung des Anleihekaufprogramms, ein vorsichtiger Zinsausblick der Fed und ein kräftig steigender Ölpreis. Die brutalen Terroranschläge in Brüssel änderten die Richtung der Märkte nicht.

So gewann Öl mit der Sorte Brent im März 9,4 Prozent. Noch stärker war der Anstieg bei den Emerging Markets, auf die sich mit Stabilisierungstendenzen bei den Rohstoffen die Hoffnung der Investoren für 2016 richtet. Der entsprechende MSCI-Index verbesserte sich um 13 Prozent. Die amerikanischen Märkte reüssierten mit rund sieben Prozent, während DAX & Co Europa anführten und sich um vier bis fünf Prozent verbesserten. Der Euro STOXX 50 hinkte mit zwei Prozent hinterher. Kräftig zulegen konnte auch der Euro, der sich gegenüber dem Dollar um fast fünf Prozent stärkte. Gold gab nach der Hausse des Jahresbeginns leicht um 0,5 Prozent ab, während Silber mit drei Prozent weiter glänzte.

Bei den ETFs waren denn auch Emerging Markets gefragt, allen voran Brasilien und generell Lateinamerika. Hier gab es Kursgewinne von 15 bis 25 Prozent. Mit der Stabilisierung des Ölpreises und einer leichten Dollarschwäche profitierte auch der russische Markt, der ebenfalls fast 15 Prozent gewann. Bei den Branchen führten Öl- und Energiewerte mit plus zehn bis 15 Prozent die Gewinner an.

Unter Verlierern blieben die Verluste bei den ungehebelten Produkten überwiegend im einstelligen Bereich. Wenig gefragt waren vorher bevorzugte defensive Aktien wie Gesundheit oder Biotechnologie. Dort gaben die Kurse bis zu fünf Prozent nach. Negativ fielen auch Renten-ETFs auf, die unter der neuen Risikofreude der Investoren litten. ETFs mit langlaufenden US-Staatsanleihen gaben so – verstärkt durch den schwächeren Dollar – rund fünf Prozent ab. Profitieren konnten dagegen ETFs mit europäischen Unternehmensanleihen, ein Plus von zwei Prozent. Ihnen half die EZB-Ankündigung, künftig auch Corporate Bonds zu kaufen.

ETF Markt – AuM

2,4% ▲

462,5 MRD.

ETF Markt – Produkte

0,4% ▲

1675 ETFs



250 Mrd.  
1.000 ETFs

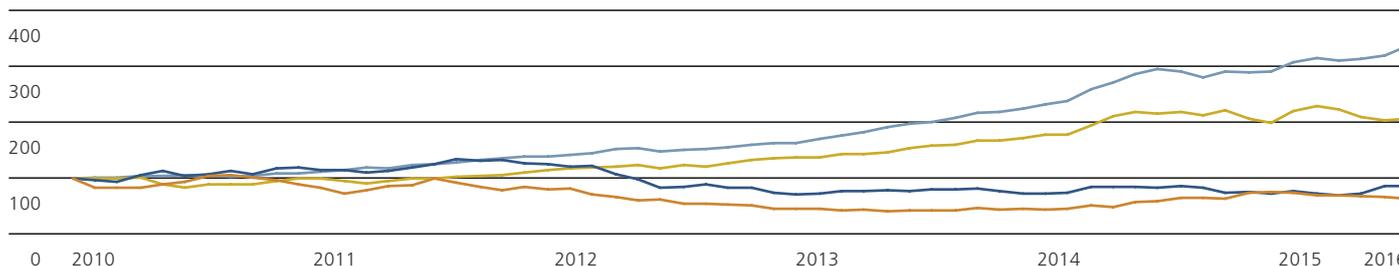
2016

Quelle: Morningstar

## Entwicklung AuM in Assetklassen (Jahresvergleich)

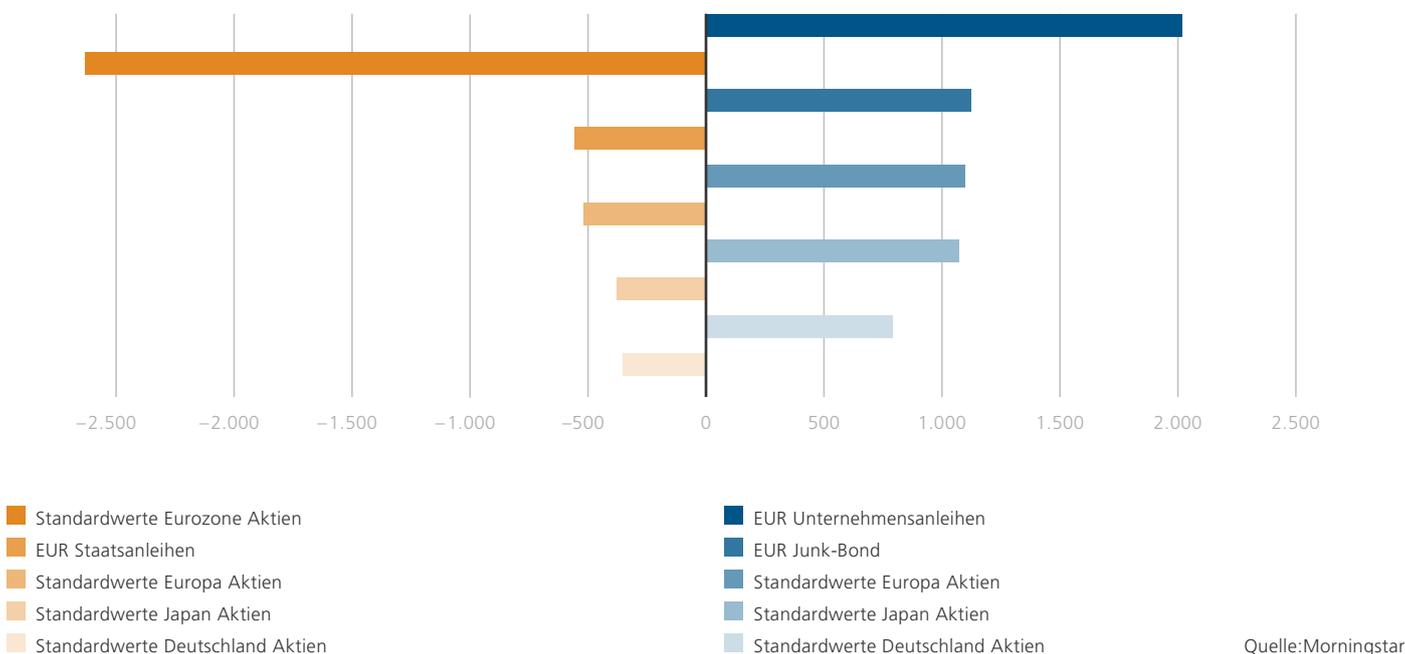
Aktien	Renten	Rohstoffe	Geldmarkt
1,8% ▲	5,1% ▲	0,7% ▲	-3,7% ▼
298,2 MRD.	115,3 MRD.	34,3 MRD.	3,4 MRD.

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



Quelle: Morningstar

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



Standardwerte Eurozone Aktien

-2,63 MRD.

EUR Staatsanleihen

-555 MIO.

EUR Unternehmensanleihen

+2,02 MRD.

EUR Junk-Bond

+1,12 MRD.

Der Eurozone wurde trotz der kräftigen Erholung wieder misstraut. So gaben Standardwerte der Eurozone um 2,6 Milliarden Euro an Nettomitteln ab. Auch europäische Staatsanleihen litten, um 555 Millionen Euro ging es abwärts. In diesen Sog gerieten auch die Standardaktien für Gesamt Europa, ein Minus von 517 Millionen Euro. Aus japanischen Aktien flossen im März rund 378 Millionen Euro ab, aus Deutschland 352 Millionen Euro.

Im Einzelnen zeigte sich im März klar: Die EZB macht Märkte. Ihre Ankündigung künftig auch Unternehmensanleihen zu kaufen, ließ das Nettomittelaufkommen um zwei Milliarden für die ETFs mit starkem Rating und um eine Milliarde Euro für Hochzinsvarianten anwachsen. Rohstoffe legten um 1,1 Milliarde zu, gefolgt von Emerging Markets-Aktien, die mit 1,1 Milliarden Euro einen der stärksten Monate seit Beginn der Emerging-Markets-Schwäche 2011 erlebten.

→ Historische Entwicklung

Marktkommentar: Unternehmenszahlen ausschlaggebend

Das Nettomittelaufkommen lässt schon ahnen, dass die Erholung der Aktienmärkte kaum in diesem Tempo weitergehen dürfte und dass erneute Korrekturen anstehen. Auf dem Parkett wird denn auch klar darauf verwiesen, dass jetzt alles an neuen Zahlen der Unternehmen hängen dürfte – in Amerika und in Europa. Geht die Revision von Gewinnen weiter, zeigen sich Schwächen in den Geschäften und verkünden die Firmen mehr Skepsis als Zuversicht? Das würde alles für einen wechselhaften April sprechen, der ja bekanntlich auch in Wetterfragen recht launisch sein kann.



Ein wechselhafter April ist nicht unwahrscheinlich. Die Unternehmenszahlen werden darüber entscheiden, wie launisch die Stimmung werden dürfte.

# Alles eine Frage der Perspektive.

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank



Eigentlich lief es an den Finanzmärkten in den letzten Wochen gut: Der Deutsche Aktienindex DAX hat sich zwischen 9.500 und 10.000 Punkten eingependelt. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen nahm wieder die Nulllinie ins Visier, d.h. die Kurse von Bunds sind kräftig angestiegen. An den Rohstoffmärkten kommt es langsam wieder zu vorsichtigen Preisanstiegen. Aber richtig zuversichtlich stimmen die jüngsten Anstiege nicht, denn die Aussichten für die kommenden Monate und Quartale lehren Bescheidenheit.

Anleger und Analysten müssen lernen, sich im derzeitigen Umfeld mit wenig zufriedenzugeben: Die Bäume wachsen nicht in den Himmel – aber sie wachsen. Die Weltwirtschaft expandiert, die Arbeitslosigkeit geht zurück. Und selbst in dem für viele als Negativbeispiel geltenden Japan, welches feststeckt im Sumpf des Nullwachstums und der Nullinflation, erreichen die Menschen Jahr für Jahr mehr Wohlstand, wenn man das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf als Messgröße nimmt. Dass die Wirtschaftsleistung in Japan nicht nennenswert steigt, wird dadurch relativiert, dass es immer weniger Japaner gibt. Es ist nur eine Frage der Perspektive.

Auch in anderen Industrienationen wie in Deutschland gibt es kein Bevölkerungswachstum mehr, was für sich genommen weniger Wirtschaftswachstum und weniger Inflation bedeutet. Eine wirkliche Besserung ist hier erst mit einer neuen Basisinnovation (wie der Dampfmaschine, dem Auto oder der Informationstechnologie) zu erwarten, die unsere Produktivität wieder nachhaltig erhöht und das Wachstum beschleunigt. Eine solche wird wohl irgendwann kommen, aber ziemlich sicher nicht in den nächsten Monaten.

Bis dahin leben wir in der „neuen Normalität“, in der Konjunktur und Kapitalmärkte mal einen Schritt nach links, mal einen nach rechts machen. Pessimisten sagen, das ist schlecht, denn es geht nicht aufwärts. Optimisten sagen, das ist gut, denn es geht nicht abwärts. Realisten finden sich damit zurecht und sind zufrieden. Nur die Notenbanken schaffen es nicht, sich in Bescheidenheit zu üben. Die Europäische Zentralbank hat seit März noch einmal einen Zahn zugelegt, und die US-Notenbank steht recht verkrampft auf dem Gaspedal. Die potenziellen Gefahren sind hinlänglich bekannt, die Wirkung der Maßnahmen lässt nach. Andererseits wäre die Weltwirtschaft ohne den intensiven Einsatz der Notenbanken in den vergangenen Jahren vermutlich dem Abgrund einige Schritte näher, wenn nicht sogar schon abgestürzt. Auch das ist also eine Frage der Perspektive.

Sich mit weniger zufrieden zu geben, lautet das Motto in diesem Umfeld für die Anleger. „Weniger“ soll aber nach Abzug der Inflation immer noch positiv sein. Daher bleibt die Inkaufnahme von einem gewissen Maß an Risiko bei der Geldanlage die überlegene Strategie. Diese kann kurzfristig durchaus deutliche Wertschwankungen bedeuten. Langfristig lohnt sich aber das Aushalten dieses Risikos mit einem breit gestreuten Wertpapierportfolio. Das wiederum ist keine Frage der Perspektive.

## Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:

- ▲ **Deutschland:** Inflationsrate 2016: 0,5 % (bisher: 0,3 %).
- ▼ **USA:** Bruttoinlandsprodukt 2016: 2,0 % (bisher: 2,2 %); Inflation 2016: 1,1 % (bisher: 0,9 %); 2017: 2,6 % (bisher: 2,7 %).
- ▼ **USA:** Leitzinsprognose Jahresende 2016: 0,50 % – 0,75 % (vorher: 0,75 % – 1,00 %); 2017: 1,25 % – 1,50 % (vorher: 1,75 % – 2,00 %).
- ▼ Geringere Euro-Abwertung gegenüber dem US-Dollar auf Sicht von zwölf Monaten.
- ▲ **Gold:** Aufwärtsrevision für 2016 und 2017.
- ▲ **Rohöl:** Leichte Aufwärtsrevision für 2016.
- ▲ **Russland:** Aufwärtsrevision der Bruttoinlandsprodukt-Prognose.

## Konjunktur Industrieländer

### Deutschland

Starke Schwankungen kennzeichnen derzeit die deutschen Konjunkturindikatoren. Die Auftragseingänge waren wieder einmal der Spielball von Großaufträgen: im Februar fehlten diese und drückten das Ergebnis. Bei den Produktionsdaten kam es im Januar wegen ungewöhnlich weniger Brückentage zu einem starken Anstieg, auf den im Februar eine Gegenbewegung nach unten folgte. Zudem wurde der Januar nachträglich außerordentlich stark abwärts revidiert. Auch der Einzelhandel hatte rückläufige Umsätze zu verbuchen. Dennoch reicht die Schubkraft der Daten zur Jahreswende aus, das Wachstum in Deutschland zu beschleunigen. Wir erwarten für das erste Quartal 2016 einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,5% im Vorquartalsvergleich.

**Prognoserevision: Inflationsrate 2016: 0,5% (bisher: 0,3%).**

### Euroland

Die wichtigsten Stimmungskennzeichen für Euroland für das erste Quartal liegen nun vor. Sie signalisieren eine gleich bleibende Wachstumsdynamik. Angesichts der zahlreichen Unsicherheitsfaktoren wie z.B. US-Konjunktursorgen, Schwellenländerschwäche und die Diskussion um den EU-Austritt des Vereinigten Königreichs ist dies durchaus positiv zu werten. Euroland dürfte im ersten Quartal ein moderates Wachstum von 0,4% im Vergleich zum Vorquartal aufgewiesen haben. Darauf deutet auch der unerwartet starke Anstieg der Industrieproduktion im Januar hin. Dabei erstreckte sich die Produktionszunahme von den Vorleistungsgütern über Investitionsgütern bis zu Verbrauchsgütern. Die Inflationsentwicklung wird weiterhin durch stark rückläufige Energiepreise ausgebremst. Die Veränderungsrate des Preisniveaus lag im März bei -0,15%.

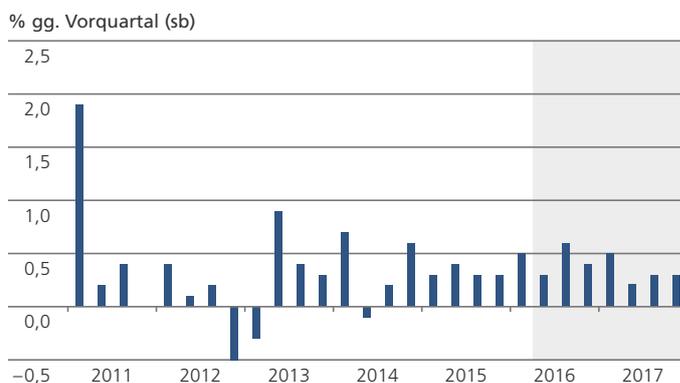
**Prognoserevision: –**

### USA

Erwartungsgemäß war die Konsumdynamik der privaten Haushalte im Februar schwach. Der starke Anstieg im Januar wurde allerdings überraschend stark nach unten korrigiert. Daher senken wir unsere Wachstumsporgnose für das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal. Aufgrund der unverändert steigenden Einkommen dürfte die Konsumdynamik jedoch schnell wieder anziehen. Quelle dieser Einkommensentwicklung ist der Arbeitsmarkt, von dem derzeit weiterhin hohe monatliche Beschäftigungszuwächse gemeldet werden. Die zuletzt gestiegenen Benzinpreise sorgen dafür, dass unsere Inflationsprognose für dieses Jahr nach korrigiert wurde.

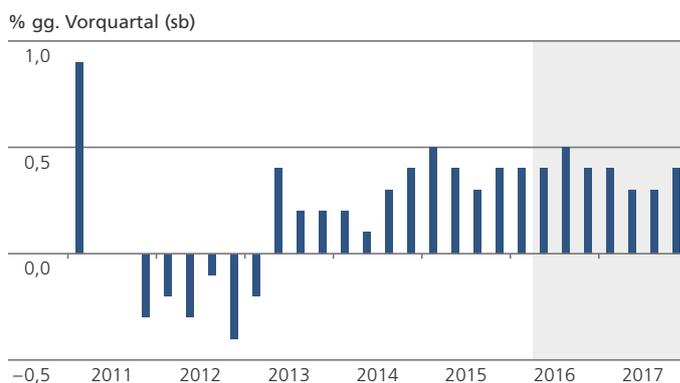
**Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2016: 2,0% (bisher: 2,2%); Inflation 2016: 1,1% (bisher: 0,9%) sowie 2017: 2,6% (bisher: 2,7%).**

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt



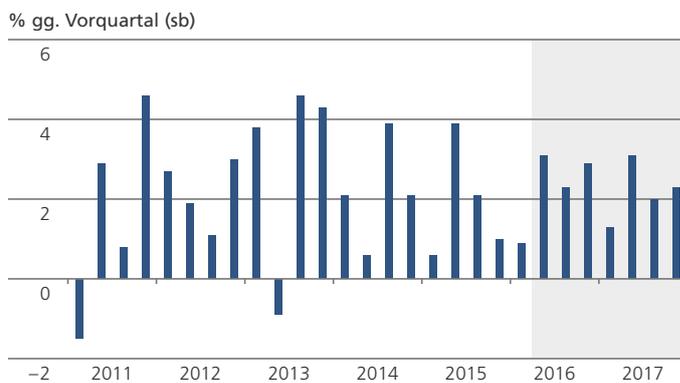
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### USA: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Märkte Industrieländer

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Nach den umfangreichen Maßnahmen im März mit einer erneuten Senkung der Leitzinsen, noch größeren Wertpapierkäufen und zusätzlichen Langfristtendern betonen die Mitglieder des EZB-Rats, dass ihr Handlungsspielraum auch damit nicht erschöpft sei. Von den noch verbliebenen Optionen dürfte die EZB aber nur Gebrauch machen, falls die wirtschaftliche Entwicklung hinter ihren Erwartungen zurückbleibt. Zudem dürfte eine weitere Senkung des Einlagensatzes dabei nicht das Mittel der ersten Wahl sein, da sie sich schädlich auf die Kreditvergabe der Banken auswirken könnte. Deshalb bildet der derzeitige Einlagensatz von -0,40 % eine relativ verlässliche Untergrenze für den Geldmarkt. Die EONIA- und EURIBOR-Sätze dürften nur noch geringfügig absinken.

**Prognoserevision:** –

### Rentenmarkt Euroland

Nach der Senkung des EZB-Einlagensatzes im März um nur zehn Basispunkte haben zweijährige Bundesanleihen zunächst stark korrigiert. Mittlerweile spiegeln ihre Renditen jedoch erneut die Erwartung weiterer Zinsschritte wider. Obwohl wir diese Einschätzung nicht teilen, gehen wir von einem nur langsamen Anstieg der Renditen aus. Eine etwas stärkere Aufwärtsbewegung erwarten wir in den längeren Laufzeitbereichen als Folge wieder steigender Inflationserwartungen und abnehmender konjunktureller Abwärtsrisiken. Die Versteilerung der Bundkurve wird jedoch dadurch begrenzt, dass ein Ende des Wertpapierankaufprogramms der EZB nicht absehbar ist und Marktteilnehmer mit einer sukzessiven Verknappung von Bundesanleihen rechnen müssen.

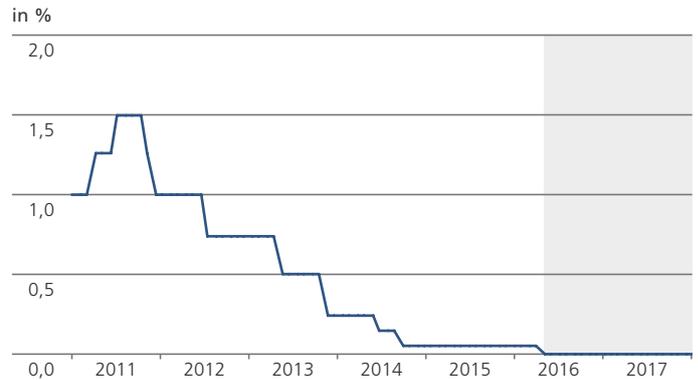
**Prognoserevision:** –

### Devisenmarkt: EUR-USD

Der Euro hat sich im März gegenüber dem US-Dollar von seiner starken Seite gezeigt und wertete von 1,08 EUR-USD bis auf 1,14 EUR-USD auf. Dabei wirkten die Nachrichten aus Euroland zumindest stabilisierend auf den Euro. Die Stimmungsindikatoren deuten auf ein solides Wachstum im ersten Quartal hin, und die Arbeitslosenquote in Euroland ist auf den niedrigsten Stand seit August 2011 gefallen. Wichtiger als die Daten aus Europa waren jedoch die Nachrichten aus den USA für die EUR-USD-Wechselkursentwicklung. Die Präsidentin der US-Notenbank Janet Yellen hat wiederholt betont, dass die US-Notenbank sehr vorsichtig und abwartend mit Blick auf den Leitzinserhöhungspfad agieren werde. Von diesen Äußerungen konnte der Euro unmittelbar profitieren.

**Prognoserevision: Geringere Euro-Abwertung auf Sicht von zwölf Monaten.**

### EZB: Hauptrefinanzierungssatz



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

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



Quelle: Destatis, Prognose Dekabank

### Wechselkurs EUR-USD



Quelle: Destatis, Prognose Dekabank

## Aktienmarkt Deutschland

Die Erholung an den Aktienmärkten hatte sich im März nach einem enttäuschenden Jahresstart zunächst fortgesetzt, unterstützt von einer leichten Besserung der Stimmungsindikatoren. So hat das deutsche ifo Geschäftsklima beispielsweise wieder nach oben gedreht. Zurückhaltende Kommentare von Seiten der Fed und des IWF über die Entwicklung der Weltkonjunktur schürten jedoch Sorgen über den weiteren Konjunkturausblick, sodass Kursgewinne wieder verloren gingen. Vor allem im Bankensektor haben Bedenken über steigende Kreditrisiken und nachgebende Gewinne kräftige Kurskorrekturen nach sich gezogen. Mit Blick auf die beginnende Quartalsberichtssaison wurden inzwischen wieder geringere Gewinnerwartungen eingepreist. Doch gerade deutsche Unternehmen sollten für das abgelaufene recht starke Quartal ordentliche Zahlen vorlegen können.

**Prognoserevision: –**

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

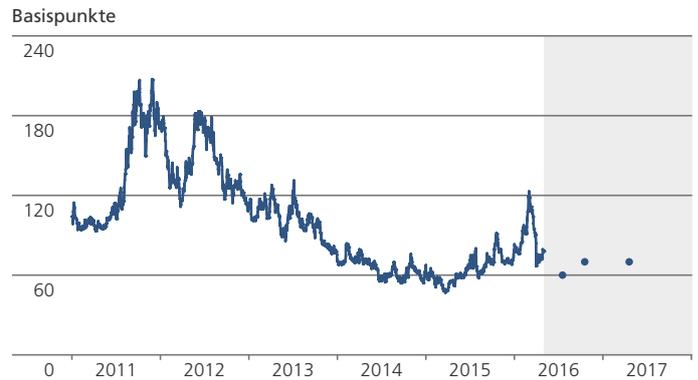
Die EZB hat die Kreditmärkte mit ihrer Ankündigung eines Kaufprogramms für Unternehmensanleihen kräftig durcheinander gewirbelt. Obwohl die Details zu den Maßnahmen noch ausgearbeitet werden müssen und Käufe frühestens im Juni beginnen werden, sind die Risikoaufschläge für viele Anleihen bereits stark nach unten getrieben worden. Dies gilt auch für Unternehmen aus dem erhöhten Risikobereich, selbst wenn diese aufgrund ihrer niedrigen Ratingeinstufung nicht zum Kaufuniversum der Notenbanken gehören werden. Die erste Euphorie hat sich inzwischen allerdings gelegt, und einige Risikoaufschläge sind in Folge einer erhöhten Risikowahrnehmung wieder gestiegen. Vor allem Bankentitel haben sich zuletzt eher negativ entwickelt. Sorgen über steigende Kreditrisiken und sinkende Erträge im Investmentbanking haben auf die Stimmung gedrückt.

## Aktienmarktprognose

	11.03.2016	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	9.682,99	10.500	10.000	10.500
EuroStoxx50	2.924,23	3.250	3.050	3.150
S&P 500	2.041,99	2.000	1.950	1.950
Topix	1.279,79	1.400	1.200	1.200

Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## iTraxx Europe (125)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Emerging Markets

### Emerging Markets: Märkte

Die Kurse von EM-Aktien und EM-Renten haben sich seit Mitte Februar kräftig erholt. Wichtigster Treiber war die Stabilisierung der Rohstoffpreise. Zudem sind die Sorgen um China gesunken, nachdem sich das Tempo der Kapitalabflüsse stark verlangsamt und die Regierung zusätzliche Maßnahmen zur Stützung des Wachstums in Aussicht gestellt hat. Auch die Notenbanken haben erneut ihren Teil beigetragen, um die Stimmung an den Kapitalmärkten zu heben. Die Fed hat die Risiken für Weltwirtschaft und Finanzmärkte so stark betont, dass wir nur noch einen Zinsschritt im laufenden Jahr erwarten. Die EM-Rentenmärkte profitierten zudem von der besseren Stimmung in Brasilien, da dort die Hoffnungen auf einen vorzeitigen Regierungswechsel gestiegen sind. Die positive Marktentwicklung wird allerdings nicht durch eine nachhaltige Aufhellung des Konjunkturausblicks gestützt, auch wenn die Einkaufsmanagerindizes im März gestiegen sind. Spätestens wenn im Herbst der nächste US-Zinsschritt erfolgt, dürften EM-Anlagen wieder unter Druck kommen. Kurzfristig ist jedoch noch Raum für Kursgewinne.

### EMBIG-Spread



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

# Szenarien

## Basisszenario



(Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- **Weltwirtschaft:** Moderates Wachstum von 3 bis 3,5 %. Emerging Markets sind auf flacheren Wachstumspfad eingeschwenkt. Industrieländer wachsen gemächlich.
- **Euroland:** Die Währungsunion liegt mit Blick auf ihre wirtschaftliche Entwicklung zwischen Japan und den USA. Reformen der Krisenländer tragen langsam Früchte. Rückenwind durch globales Wachstum, Euro-Abwertung und Energiepreistrübkänge lässt langsam nach.
- **Deutschland:** Sorgen über die Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen halten Unternehmen von größeren Investitionen ab. Allgemeine Verfassung der Volkswirtschaft, insbesondere des Arbeitsmarkts, ist aber noch gut.
- **Inflation:** Hohe Arbeitslosigkeit und Rohstoffpreistrübkänge sorgen für unerwünscht niedrige Inflationsraten in Euroland. In den USA steigende Inflationsraten dank sinkender Arbeitslosigkeit.
- **Geldpolitik:** Ende der ultra-expansiven Geldpolitik ist in Euroland und Japan noch nicht absehbar. US-Notenbank Fed hat im Dezember 2015 als erste große Notenbank mit Leitzinserhöhungen begonnen. Die Dynamik der Erhöhungen bleibt aber extrem moderat und datenabhängig.
- **Finanzmärkte:** Leichte Verluste an Rentenmärkten angesichts steigender Renditen. Aktienkurse dürften in Euroland angesichts der schwächeren globalen Wachstumsaussichten nur noch moderat steigen, und dies bei starken Schwankungen. Aktienmärkte in den USA und Japan sollten sich bestenfalls seitwärts bewegen mit ebenfalls hoher Volatilität.
- **Geldanlage:** Steigende Unsicherheit im Zuge der beginnenden US-Leitzinserhöhungen erhöht Schwankungsanfälligkeit der Wertpapiermärkte. In diesem Umfeld sind eine breite Streuung der Geldanlagen und regelmäßiges Sparen sinnvoller denn je.

## Negativszenario



(Wahrscheinlichkeit: 20 %)

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

## Positivszenario



(Wahrscheinlichkeit: 10 %)

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

## Disclaimer

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



### **Deka Investment GmbH**

Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt

Postanschrift:  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

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

