

# ETF Wertarbeit 07/16

## Sehr geehrte Investoren,

das Brexit-Votum hat alles kräftig durchgeschüttelt: Aktienmärkte und britisches Pfund gingen auf Talfahrt, Konjunktur-, Aktien- und Zinsprognosen wurden kassiert. Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater und Kolumnist Bernhard Jünemann sind sich einig, dass der Krisenfokus „Europapolitik“ im zweiten Halbjahr für Volatilität sorgen kann. Zugleich liegen dort aber auch die Instrumente für eine Beruhigung der Märkte.

Wenn nichts so sicher ist, wie die Unsicherheit, liegt es nahe, die Volatilität als Assetklasse zu nutzen. In der neunten Folge unseres ETF-1x1 beleuchten wir das theoretische Fundament der investierbaren Volatilität, die praktische Funktionsweise von Volatilitätsindizes sowie Kostenaspekte beim Rollen von Futurekontrakten.

Der S Broker ist die Direktbank der Sparkassen-Finanzgruppe. Im Interview beschreibt Vorstand Jens Wöhler die wachsende Bedeutung der ETFs, die mit 300 Millionen Euro gut ein Drittel des Kunden-Fondsvolumens von knapp einer Milliarde Euro ausmachen. Individuelle Portfoliolösungen auf Basis moderner Fintech-Technologien werden künftig das breite Sparplanangebot von S Broker ergänzen. Sie werden dem Anleger digitale Portfolios für sein persönliches Risiko-Rendite-Profil bieten – natürlich mit Hilfe von ETFs.



Ihr Martin Siegel



Martin Siegel  
Leitung ETF Marketing und  
Produktservice  
Deka Investment GmbH

### Interview mit Jens Wöhler

#### „ETF-Sparpläne sind Wachstumstreiber“

Jens Wöhler, Vorstandsmitglied beim S Broker über die wachsende Bedeutung von ETF-Sparplänen →

### Das große 1x1 der ETF-Anlage Folge 9

#### Volatilität als Asset-Klasse? Im Prinzip ja, aber...

Eignen sich Investmentvehikel, die Marktschwankungen abbilden als Absicherungsinstrumente? →

### Kolumne Dr. Bernhard Jünemann

#### Brexit – keine Zeiten- wende für Anleger

Werden sich Großbritannien und die EU gesittet trennen oder droht ein Rosenkrieg? →

### ETF-Monitor Der Brexit-Schock

**301,1 MRD.**

Das Volumen der Anlageklasse Aktien sank um 2 Prozent auf 301,1 Mrd. Euro. →

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

**1,6 %**

Abwärtsrevision unserer Prognose für das Bruttoinlandsprodukt Deutschland 2016 statt bisher 1,7%. →

# „ETF-Sparpläne sind Wachstumstreiber“



Der S Broker, zentraler Online-Broker der Sparkassen-Finanzgruppe, wendet sich an den Selbstentscheider. Warum er seinen Kunden eines der größten ETF-Sparplanangebote am Markt bietet, erläutert Jens Wöhler, Vorstandsmitglied beim S Broker.

**Wie positioniert sich der S Broker? Gegenüber anderen Onlinebanken, aber auch gegenüber den Sparkassen, bei denen man ebenfalls über die Internetseiten ordern kann. Was können Sie besser?**

Im Vergleich zu anderen Onlinebanken hilft uns die Nähe zu den Sparkassen. Der Verbund bietet hohe Sicherheit, was gegenüber kleineren Onlinebanken von vielen Kunden als Vorteil gesehen wird. Im Unterschied zu den Sparkassen wenden wir uns an die Selbstentscheider, die keine Beratung nutzen. Denen bieten wir eine große Produktvielfalt sowie Services und Tools im Wertpapiergeschäft, die es auf den Internetseiten der Sparkassen in der Regel so nicht gibt. Außerdem können unsere Kunden länger handeln, von 8 bis 22 Uhr, und sie haben dafür auch mehr Handelsplätze zur Auswahl.

**Kommen Ihre Kunden ausschließlich von den Sparkassen oder generieren Sie auch Geschäft mit Nicht-Sparkassenkunden?**

90 Prozent unserer Kunden haben in irgendeiner Form eine Geschäftsbeziehung zur Sparkasse. Kunden von circa 200 kooperierenden Sparkassen können ihr dortiges Girokonto als Verrechnungskonto nutzen – und dieser Service wird gerne genutzt. 10 Prozent des Geschäfts generieren wir mit Kunden, die keinen Bezug zu einer Sparkasse haben, aber uns als Qualitätsanbieter am Markt schätzen.

**Stichwort: mehr Produkte. Da sind wir schon beim Thema ETFs. Bis auf wenige Ausnahmen beraten die Sparkassen nicht aktiv zu ETFs und bieten auch keine Sparpläne darauf an. Was bieten Sie Ihren Kunden?**

ETFs haben für unsere mehr als 130.000 Kunden – und damit auch für uns – eine hohe Relevanz. Der Selbstentscheider nutzt die niedrigen Gebühren und den flexiblen

Handel. Von den gut 11.000 Fondssparplänen, die wir aktuell haben, ist bereits jeder zweite ein ETF-Sparplan. Bezogen auf das von unseren Kunden gehaltene Fondsvolumen – das ist knapp eine Milliarde Euro – sind bereits 300 Millionen Euro in ETFs angelegt.

**Was hat sich da in den letzten Jahren im Kundenverhalten geändert? Wie stark ist das Wachstum bei ETFs?**

Nehmen wir die vergangenen fünf Jahre als Vergleichszeitraum. Dann ist das ETF-Volumen von 100 Millionen auf gut 300 Millionen Euro gestiegen, also eine Verdreifachung. Das Volumen ist nicht nur absolut gestiegen, sondern auch der Anteil am Fondsvolumen. Das knappe Drittel jetzt entspricht einer Verdoppelung in den vergangenen fünf Jahren. ETFs sind klar ein Wachstumstreiber.

**Sind dafür vor allem die Sparpläne mit ETFs verantwortlich?**

Überwiegend ja. Von unseren mehr als 11.000 Sparplänen entfallen bereits 44 Prozent auf ETFs. Die Kunden können unter fast 500 sparplanfähigen Exchange Traded Funds wählen.

**Welche Rolle spielen dabei Sonderaktionen? Onlinebanken kooperieren dazu mit ETF-Anbietern, die die Transaktionskosten übernehmen, so dass der Kunde keine Ordergebühren entrichten muss.**

Für die Kunden ist es schon sehr wichtig, dass für die Sparpläne keine laufenden Transaktionskosten anfallen. Wir kooperieren dazu mit verschiedenen Anbietern und möchten in diesem Bereich auch gerne die verbundinterne Zusammenarbeit mit der Deka Investment verstärken. Natürlich können die Kunden auch ETFs anderer Anbieter für ihre Sparpläne nutzen, müssen

dann jedoch entsprechende Gebühren entrichten. Wie wichtig solche Aktionen sind, sehen Sie daran, dass 48 % der Anleger solche Sonderaktionen nutzen.

### **Was wird gekauft? Angesichts der Minizinsen dürften Aktien dominieren.**

Das ist so. Renten-ETFs werden kaum noch nachgefragt. Bei Aktien-ETF-Sparplänen kommt auch der Vorteil des Cost-Average-Effekts stärker zum Tragen. Die Entwicklung der Kundenzahlen bei ETF-Sparplänen korrespondiert klar mit der Phase immer niedrigerer Zinsen. 2011 hatten wir 1800 Kunden mit ETF-Sparplänen, 2013 waren es schon 2500 und jetzt sind es 5400. Überwiegend werden die großen Indizes gekauft, also der DAX, der Euro STOXX 50, der MSCI World, der S&P 500 und der Nasdaq.

### **Spielen Strategie-ETFs eine Rolle, die ja oft als Smart Beta bezeichnet werden? Dazu zählen ja auch ETFs, die explizit auch Dividendenstärke setzen.**

Bisher ist das noch nicht signifikant. Die Kunden-Sparpläne auf den DivDAX betragen ca. ein Viertel der Sparpläne aus der DAX-Familie.

### **Viele Online-Broker, aber auch Vermögensverwalter bieten inzwischen Portfoliolösungen mit ETFs. Was tut sich bei Ihnen?**

Daran arbeiten wir mit Hochdruck. Wir wollen damit noch in diesem Jahr auf den Markt kommen.

### **Nutzen Sie dazu auch FinTech-Tools, also digitale Unterstützung?**

Genau das wird unsere Lösung bieten. Der Kunde erhält eine digitale Anlagehilfe, um je nach Risikotragfähigkeit und Risikoneigung einen Vorschlag für ein maßgeschneidertes ETF-Portfolio zu erhalten. Wir werden dieses Geschäft in den nächsten Jahren ausbauen. Wir beginnen mit bekannten großen Indizes. Später kommen dann als Beimischung Einzeltitel und themenbasierte Investments hinzu. Als 100-prozentige Tochter der DekaBank ist es auch unser Ziel, die Zusammenarbeit mit dem zentralen Wertpapierhaus der S-Finanzgruppe in diesem Themenfeld zu intensivieren und für die Selbstentscheiderkunden der Sparkassen ein attraktives Angebot im Verbund bereitzustellen.

# Volatilität als Asset-Klasse? Im Prinzip ja, aber...



Gordon Rose, Leiter ETF Management und Entwicklung

Der Verlauf eines Index verhält sich zumeist invers zu seiner Volatilität. Ist im Umkehrschluss ein Investmentvehikel, das die Schwankung eines Markets einfängt, als Absicherung geeignet? Was Anleger über Volatilität wissen müssen.

Profis sichern ihre Portfolios zumeist mit Futures ab. Privatanleger kaufen in der Regel Puts bzw. Options-scheine. Eine andere, bislang wenig genutzte Möglichkeit bietet sich heute in Zeiten des Financial Engineering an: auf Volatilitätsindizes zu setzen. Das lässt sich an der Nachfrage nach Exchange Traded Funds (ETFs) ablesen, die die Volatilität von Aktienmärkten abbilden.

Doch wie funktionieren diese Produkte, die vor allem von Profis genutzt werden? Eignen sie sich auch für Privatanleger, und was gilt es bei einem Investment zu beachten?

Dass die Volatilität negativ zu den Bewegungen der Aktienkurse korreliert ist, ist das Eine. Das andere ist, ob ein Volatilitätsprodukt tatsächlich zur Absicherung eines Portfolios genutzt werden kann. In der Praxis gestaltet sich dieses Vorhaben schwierig, und die Kosten sind dabei nicht zu unterschätzen, wie wir weiter unten erläutern werden.

## Was ist Volatilität genau – und was sind ihre Ausprägungen?

Die Volatilität gehört seit langem zu einer der wichtigsten Risikokennzahlen an den Finanzmärkten. Sie misst die Schwankungsintensität der Rendite eines Finanzprodukts bezogen auf den Mittelwert seiner Rendite. Es ist wichtig zu verstehen, dass die Volatilität nicht die Richtung einer Preisänderung angibt, sondern vielmehr ihre Schwankungsbreite.

Es gilt zwischen der historischen, der zukünftigen und der implizierten Volatilität zu unterscheiden. Die historische Volatilität basiert auf Vergangenheitsdaten und ist deshalb recht einfach zu ermitteln. Allerdings ist die historische Volatilität – wie die Vergangenheitsrendite – kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft.

Bei der zukünftigen Volatilität versucht man eine Vorhersage über die Schwankungsbreite der Rendite zu

treffen, indem man statistische Modelle anwendet, die mit Vergangenheitsdaten gespeist werden. Die implizierte Volatilität beruht wiederum auf der Optionspreistheorie. Dabei nutzt man die momentanen Preise für Aktienoptionen, um die heute erwartete Volatilität einer Aktie bzw. eines Aktienkorbs auszudrücken. Fast alle Indizes, die die Volatilität messen, beruhen auf der implizierten Volatilität.

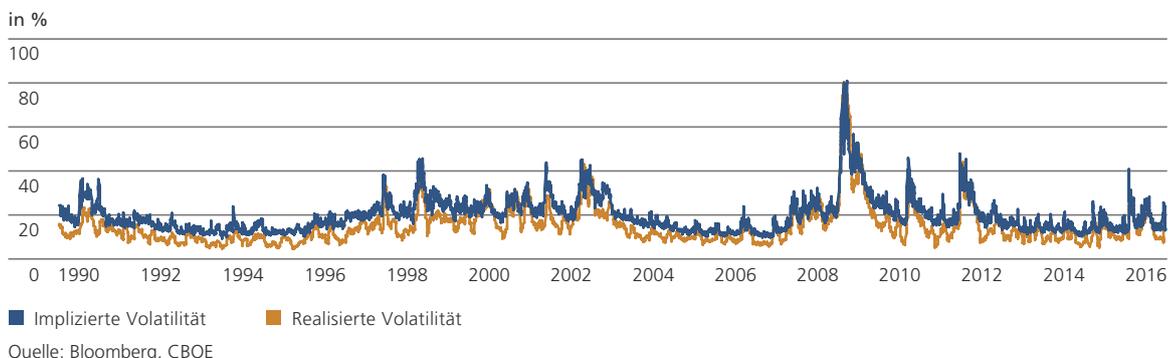
In den vergangenen zehn Jahren hat sich die Volatilität mehr und mehr als Anlageklasse etabliert; sie ist investierbar geworden. Der Volatilitäts-Index (VIX) drückt die erwartete Schwankungsbreite eines Aktienindex über die nächsten 30 Tage aus. Der VIX steigt, wenn die Aktienkurse fallen und ist deshalb als ein Instrument zur Diversifizierung geeignet.

## Die Volatilität ist dennoch kein einfaches Instrument

Eines der größten Probleme ist allerdings, dass man nicht in einen Spot-Volatilitäts-VIX-Index investieren kann. Um die Volatilität als Anlageklasse zu nutzen, greifen Produkthanbieter auf Futures zurück. Dabei gibt es einige Besonderheiten zu beachten.

Die implizierte Volatilität und die tatsächlich eingetretene Volatilität können unterschiedlich sein. Beispielsweise misst der CBOE Volatility Index die erwartete Schwankungsbreite des US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 unter Berücksichtigung einer Vielzahl von S&P 500-Optionen. Nach Angaben von S&P lag die vorab berechnete implizierte Volatilität in 86,4 % der Fälle über der tatsächlichen Volatilität des nachfolgenden Monats (von Februar 1990 bis Juni 2008). Anders gesagt, drückt eine Änderung im VIX-Index eine Änderung in der implizierten Volatilität aus. Gibt es Änderungen in den zugrunde liegenden Future-Positionen eines VIX-Index, ändert sich auch der VIX.

## Implizierte und Realisierte Volatilität S&P 500



Die Kostenfrage stellt eine weitere Hürde dar. VIX-Indizes beruhen auf einer Reihe von Future-Kontrakten, die regelmäßig auslaufen und erneuert werden müssen. Das ‚Rollen‘ eines Futures ist mit Kosten verbunden und hatte in der Vergangenheit einen negativen Einfluss auf die Performance der VIX-Indices. Warum ist das so? Nun, der Future-Markt befindet sich normalerweise in einer Contango-Situation, d. h. dass die Futures-Kurve für einen VIX ansteigend ist. Das drückt die Erwartung über eine höhere Volatilität eines Aktienmarkts aus. Wird der Kontrakt dann gerollt, ist der Preis für den neuen Kontrakt höher als für ältere Kontrakte, die im Gegenzug verkauft werden. Diese Strategie kann also nur verlieren, da man teuer einkauft und billig verkauft.

Ein VIX-Index kann deshalb nur eine positive Rendite erzielen, wenn die aktuelle Erhöhung im Index die Markterwartungen übertrifft d.h. mit anderen Worten, dass die tatsächlich vorhandene Volatilität weit höher liegt als die vom VIX-Index implizierte Volatilität. Aber aufgrund der Kosten durch den Contango-Effekt wird der Index langfristig eine negative Performance aufweisen. Dazu kommt, dass je länger ein Future-Kontrakt gestaltet ist, desto weniger sensibel reagiert er auf Preisänderungen des Basiswerts. Dies verdeutlicht auch die untere Grafik.

Das regelmäßige Rollieren führt zu teilweise erheblichen Renditeunterschieden zwischen dem Spot-Volatilitäts-Index und Volatilitätsindizes mit längeren Laufzeiten. Nach einer Studie von S&P verlor der S&P VIX Short-Term-Index durchschnittlich 0,18 % täglich zwischen Dezember 2005 und August 2011 infolge des Roll-Effekts. Der S&P VIX Mid-Term-Index verlor im gleichen Zeitraum durchschnittlich 0,07 % täglich aus gleichem Grund. Diese zwei Indizes zeigen eine hohe Korrelation zur Spot-Volatilität auf, weisen aber aus den oben genannten Gründen andere Verläufe auf.

Für Investoren wichtig zu beachten: Die Volatilität ist zwar negativ zum Verlauf der Aktienkurse korreliert. Dieser Effekt ist allerdings am größten, wenn die Aktienkurse fallen. Bei steigenden Märkten ist der Effekt nicht so hoch. Außerdem ist zu beachten, dass die Volatilität genauso schnell fallen wie sie ansteigen kann. Die Nutzung eines Volatilitätsindex kann außerdem in normalen Marktverhältnissen kostspieliger sein als in Ausnahmesituationen (siehe Grafik unten).

Die VIX-Future-Kontrakte reagieren generell weniger sensibel auf Veränderungen des Spot-VIX. Der Grad der Sensibilität nimmt mit der Länge eines VIX-Indices ab.

S&P 500 Index vs CBOE VIX, Mid- und Short Term VIX



## Das große 1x1 der ETF-Anlage

Deshalb zeigt der S&P 500 VIX Mid Term Futures TR Index relativ zum S&P 500 VIX Short Term Futures TR Index eine geringere Korrelation, wie die Tabelle im nächsten Abschnitt zeigt.

### Zwei wichtige VIX-Indizes

Die zwei wichtigsten Volatilitätsindizes auf den S&P 500 sind der S&P 500 VIX Short-Term Futures Index und der S&P 500 VIX Mid-Term Futures Index. Der erste misst die Rendite der rollierenden Long-Position mit ein- und zweimonatiger Laufzeit der VIX-Kontrakte, während der zweite die Rendite der rollierenden Long-Position mit vier-, fünf-, sechs- und siebenmonatiger Laufzeit der VIX-Future-Kontrakte ermittelt. Es wird täglich berechnet, wie viel Gewicht die unterschiedlich langen Kontrakte erhalten, um am Ende eine Laufzeit von durchschnittlich einem Monat bzw. fünf Monaten zu erhalten.

Einige Anlageklassen, wie Rohstoffe oder Staatsanleihen, zeigen eine sehr geringe Korrelation zu der Performance

von Aktien. Die Volatilität eines Aktienindex relativ zu den Aktienbewegungen war in der Vergangenheit stark negativ ausgeprägt. Der CBOE-Spot-VIX-Index zeigte eine Korrelation von -58% relativ zum S&P 500 Index in den letzten zehn Jahren, wie aus der unteren Tabelle hervorgeht.

### Tabelle: Die Korrelation des Aktienindex S&P 500 mit VIX-Indizes 2005 bis 2016

Zu guter Letzt gibt es noch die Kosten zu beachten: Denn bei der Volatilität ist wie bei jeder Versicherung eine Prämie zu zahlen. Volatilitätsindizes können ihre Richtung sehr schnell ändern. In einem ruhigen Marktumfeld bewegt sich die Volatilität dagegen nur wenig. Sie kann aber bei Marktstress drastisch ansteigen. Meistens bewegt sie sich aber zwischen diesen zwei Extremen. Eine Wette auf die Volatilität führt langfristig nicht zum Erfolg, da der Markt nicht kontinuierlich an Risiko zunimmt. Daher ist eine langfristige Absicherung für den Anleger sehr kostspielig.

Investment Name	1	2	3
CBOE S&P 500 Volatility			
S&P 500 TR USD	-0,58		
S&P 500 VIX Mid Term Futures TR USD	0,82	-0,42	
S&P 500 VIX Short Term Futures TR USD	0,92	-0,57	0,93

### Fazit

Die Volatilität ist ein anspruchsvolles und kostspieliges Instrument zur Portfoliogestaltung. Deshalb sollte es nur von Fachleuten verwendet werden, die die Funktionsweise verstanden haben. Es eignet sich am besten für Anleger, die ihr Portfolio kurzfristig absichern wollen. Es eignet sich nicht für langfristige Investoren sowie für Anleger mit geringen Kapitalmarktkenntnissen. Im zweiten Teil dieser Serie werden wir für die Eingeweihten weitere Volatilitätsindizes im Detail vorstellen.

# Brexit – keine Zeitenwende für Anleger



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

Eigentlich hatten ja die professionellen Anlageauguren für das zweite Halbjahr bessere Märkte erwartet. Die Konjunktur in Europa sollte sich weiter stabilisieren, die Geldpolitik bleibt locker. In den USA wird es eine moderate Zinserhöhung geben, sofern die Wirtschaft auf ihrem Wachstumspfad bleibt.

Doch ist das nun nach der Brexit-Entscheidung der Briten Makulatur? Man könnte nach den kräftigen Kursrückgängen und nach der ebenso kräftigen Kurserholung auf den alten Spruch rekurren, dass politische Börsen kurze Beine haben, aber das wäre zu kurz gegriffen. Es wird wirtschaftliche Veränderungen geben, Zurückhaltung bei Investitionen und beim Konsum vor allem in England, bis sich der Nebel lichtet, wie es weiter geht. Die ersten drei Wochen nach dem Referendum waren in der Tat ziemlich turbulent. Bleibt es so?

Alles kommt darauf an, ob es eine Scheidung gibt, die für beide Seiten eine einigermaßen befriedigende Lösung bringt. Die neue Premierministerin Theresa May präsentiert sich entschlossen: „Brexit bedeutet Brexit – und wir werden einen Erfolg daraus machen.“ Sie muss ein Ergebnis erzielen, das sie als echten Brexit verkaufen kann, aber trotzdem irgendwie einen Zugang zum gemeinsamen Markt sichern. Eine Lösung wie Norwegen, das freien Zugang genießt, dafür aber zum europäischen Budget beiträgt und Freizügigkeit für EU-Bürger akzeptiert, wird ihr nicht reichen.

Wie könnte ein Kompromiss aussehen, der weitgehend hinter verschlossenen Türen verhandelt wird? Für Großbritannien ist das Thema Migration ein Knackpunkt. Also braucht May eine Lösung, die sie als Kontrolle für die Zuwanderung aus den EU-Staaten verkaufen kann. So etwas ließe sich zum Beispiel erreichen, indem Großbritannien den Europäern großzügige Quoten zugesteht, die die EU als Quasi-Freizügigkeit durchgehen ließe. In Formelkompromissen ist man ja in Europa geübt.

Zeichnet sich so etwas ab, sollte sich die Unsicherheit legen und die wirtschaftlichen Folgen des Austritts in Grenzen halten. Gleichwohl muss man auf negative Überraschungen in diesem langwierigen Scheidungsprozess gefasst sein. Sollten die Schotten tatsächlich in einem neuen Referendum für die Unabhängigkeit stimmen und dann einfach in der EU bleiben, was unter bestimmten Umständen möglich wäre, würden die Verhandlungen um ein vielfaches komplizierter.

Zudem besteht die Gefahr, dass nationalistische Bewegungen in den EU-Ländern gestärkt werden und weitere Austritte drohen. Das ist zwar kurzfristig eher unwahrscheinlich, da das britische Chaos abschreckend wirkt, aber nicht auszuschließen. Umso mehr müssen die EU-Länder zusammenhalten und sich reformfähig zeigen.

Für Anleger ist das keine neue Welt und kein Vergleich zur Finanzkrise nach dem Lehman-Zusammenbruch. Wenn die Verhandlungen einigermaßen gesittet ablaufen, werden sich die Märkte a) daran gewöhnen, b) die wirtschaftlichen Rückschläge in Grenzen halten und c) die Notenbanken mit einer expansiven Geldpolitik weiter stützen. Dann bleibt das europäische Wachstum zwar mager, aber auf Kurs. Das zweite Halbjahr dürfte dann wie üblich Volatilität bringen, aber per saldo ganz erfolgreich verlaufen.

ETF-Investoren, die sich vor einem möglichen Brexit international aufgestellt, stärker in den USA, in Asien und den Emerging Markets eingekauft haben, sind bis jetzt gut über diese Krise hinweggekommen. Diese Strategie – breite internationale Diversifizierung, Fokus auf ordentliche Dividenerträge – bietet sich auch weiterhin an. Das Thema neue Regulierung durch den Brexit kann ETF-Anleger in Europa ohnehin kalt lassen, da die hierzulande vertriebenen Fonds überwiegend in Luxemburg oder Irland aufgelegt sind.

# Der Brexit-Schock



Noch kurz vor dem Referendum am 23. Juni in Großbritannien machte sich Zuversicht an den Märkten breit, dass die Briten in der Mehrheit gegen einen Austritt des Landes aus der Europäischen Union stimmen würden. Umso schlimmer war der Sturz am Tag danach, als das Gegenteil eingetreten war. Der DAX verlor zeitweise 10%. Noch schlimmer erwischte es den FTSE 250, in dem vor allem britische Mid Caps versammelt sind. Er ging in der Spitze fast 15% in die Knie. Kurz darauf setzte eine kräftige Gegenreaktion ein. Aber sie reichte nicht aus, um den bis zum Referendum so gut verlaufenen Juni zu retten.

Der FTSE 250 gab so im Juni noch immer 6,5% ab, der Euro STOXX 50 ebenfalls 6,5%, während der DAX mit 5,7% kaum glimpflicher davonkam. Turbulenzen gab es auch an den Währungsmärkten. Das Pfund verlor 10% gegenüber dem Dollar, während sich der Euro zum Greenback mit minus 0,2% noch recht stabil hielt. Die Rentenmärkte profitierten von der Flucht in die Sicherheit, die Renditen fielen wieder deutlich. Zehnjährige Bundesanleihen wiesen zum ersten Mal für kurze Zeit negative Renditen auf.

Währungsturbulenzen und dazu die hausgemachte Wachstumsschwäche machten den japanischen Aktienmarkt zum Verlierer des Monats. Rund 9% ging es abwärts. Die US-Märkte dagegen blieben stabil. Der Dow gewann sogar 0,8%. Als stärkste unter den Aktienmärkten erwiesen sich die Emerging Markets. Der entsprechende MSCI-Index legte 3,3% zu, vor allem dank einer kräftigen Erholung des brasilianischen Marktes. Hier wirkte vor allem die Erwartung, dass die amerikanischen Fed wegen der Brexit-Krise die nächste Zinsanhebung verschieben dürfte.

Das half auch den Edelmetallmärkten, die ohnehin die Profiteure im allgemeinen Brexit-Chaos waren. Gold stieg um 8,8%, Silber sogar doppelt so stark, um 16,9%. Edelmetall-ETFs, vor allem mit Minenwerten, waren denn auch die Stars unter den Indexfonds. Gewinne von 20% und mehr waren keine Seltenheit. Unter den Länder-ETFs ragte der ausgebombte Markt Brasilien heraus, der eine Gegenbewegung von 19% schaffte. Das elektrisierte ganz Lateinamerika. Entsprechende Regionen-ETFs legten um die 12% zu.

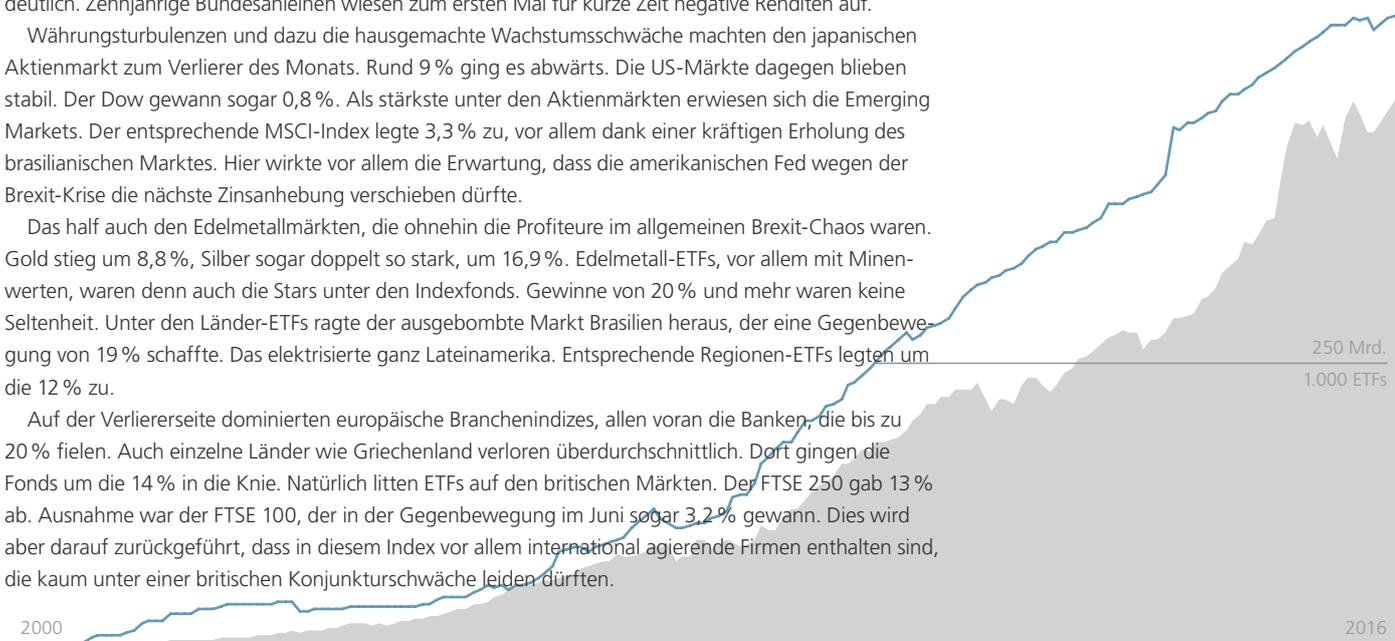
Auf der Verliererseite dominierten europäische Branchenindizes, allen voran die Banken, die bis zu 20% fielen. Auch einzelne Länder wie Griechenland verloren überdurchschnittlich. Dort gingen die Fonds um die 14% in die Knie. Natürlich litten ETFs auf den britischen Märkten. Der FTSE 250 gab 13% ab. Ausnahme war der FTSE 100, der in der Gegenbewegung im Juni sogar 3,2% gewann. Dies wird aber darauf zurückgeführt, dass in diesem Index vor allem international agierende Firmen enthalten sind, die kaum unter einer britischen Konjunkturschwäche leiden dürften.

ETF Markt – AuM 0,1% ▲

482,3 MRD.

ETF Markt – Produkte +2 ▲

1664 ETFs

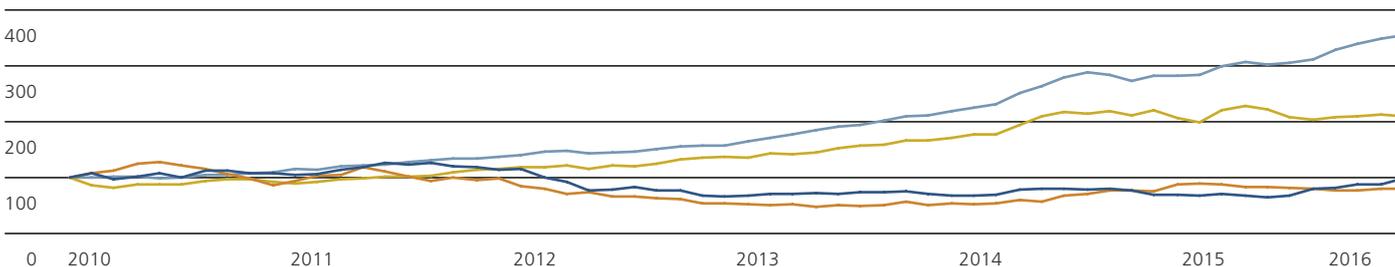


Quelle: Morningstar

## Entwicklung AuM in Assetklassen (Jahresvergleich)

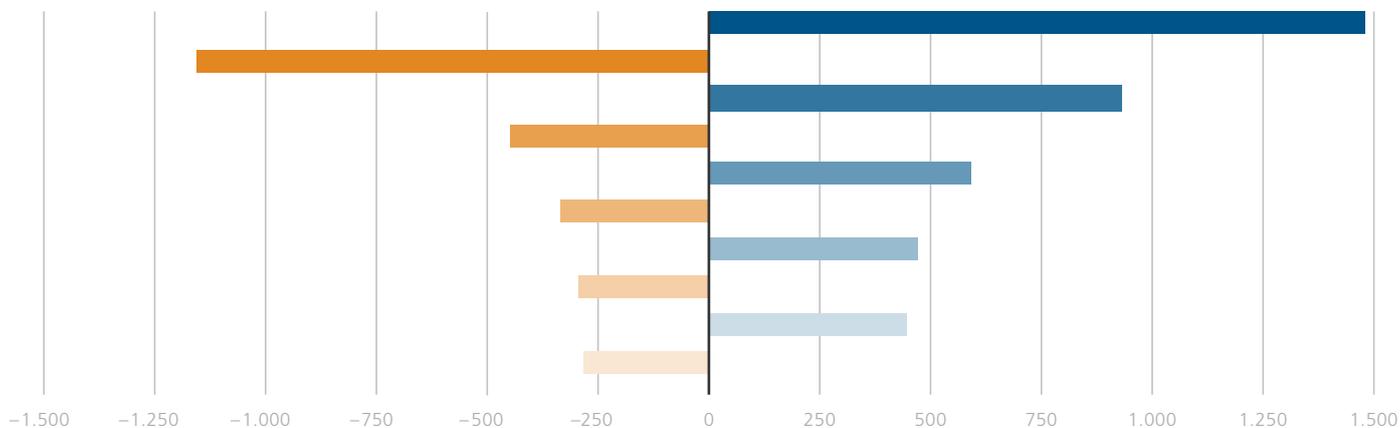
Aktien	Renten	Rohstoffe	Geldmarkt
-2,0% ▼	1,6% ▲	11,5% ▲	0,1% ▲
301,1 MRD.	124,5 MRD.	41,4 MRD.	3,6 MRD.

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



Quelle: Morningstar

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



- EUR Staatsanleihen
- Standardwerte Japan Aktien
- Standardwerte Europa Aktien
- USD Junk Bonds
- EUR Staatsanleihen kurzläufig

- Rohstoffe – Edelmetalle
- Standardwerte US Aktien
- Standardwerte Global Aktien
- EUR Unternehmensanleihen
- Sektoraktien Finanzwerte

Quelle: Morningstar

**EUR Staatsanleihen**

- 1,15 MRD.

**Standardwerte Japan Aktien**

- 446 MIO.

**Rohstoffe – Edelmetalle**

+ 1,47 MRD.

**Standardwerte US Aktien**

+ 765 MIO.

Auch wenn die aktuelle Brexit-Krise die Zinswende in den Hintergrund rückte, nutzen Profis trotzdem die Kursavancen bei Rentenpapieren, um ihre Positionen abzubauen und Gewinne sicherzustellen. Darunter litten die Euro-Staatsanleihen, sie verloren Nettomittel in Höhe von 1,2 Milliarden Euro. Ebenso ließen Anleger die Finger von amerikanischen Hochzinsanleihen, mit dem Ergebnis, dass diese Anlageklasse 292,7 Millionen Euro abgab. 282,2 Millionen Euro waren es bei den kurzlaufenden Euro-Staatsanleihen. Aber auch japanische (-446,8 Mio. Euro) und europäische Aktien (-333,9 Mio. Euro) wurden fallen gelassen.

Auch in der Einzelanalyse dominierten die Rohstoffe klar, vor allem in Bezug auf Edelmetalle. Den Fonds dieser Anlageklasse flossen im Juni 1,5 Milliarden Euro zu. Da der Brexit zunächst eine europäische Krise ist, profitierten im Juni andere Anlageregionen von den Geldern der Anleger. So erhielten amerikanische Standardaktien 930,2 Millionen Euro mehr, globale Titel 591,1 Millionen Euro. Die Flucht in die Sicherheit war offenbar auch ein gutes Kaufargument für die Euro-Unternehmensanleihen. Mithin gab es Zuflüsse von 470,9 Millionen Euro. Trotz des Bedürfnisses nach Sicherheit fanden sich aber auch genug mutige Anleger, die den Kursverfall beherzt nutzten. Das sah man vor allem bei den Finanzwerten, deren Kurse ja kräftig Federn lassen mussten. Antizykliker kauften dagegen für 446,7 Millionen Euro ein.

**Marktkommentar:** Wie geht es nun weiter an den Märkten?

Die Börsenexperten diskutieren heftig, alles scheint möglich. Im Prinzip hat sich die Ausgangslage verschlechtert trotz der Erholungstendenzen zu Beginn des Monats Juli. Die vielbeachtete 200-Tage-Linie beim DAX ist weiter abwärtsgerichtet, die kürzeren Trendlinien haben wieder nach unten gedreht. Anleger könnten vorerst nach der Devisen verfahren, mit der die Engländer gerne ihre Krisen meistern: Abwarten und Tee trinken.



Die Börsenexperten diskutieren heftig, alles scheint möglich. Anleger können vorerst nur abwarten und Tee trinken.

# Wo Europa funktioniert, und wo Fantasielosigkeit herrscht.

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank



Viele Ökonomen und Nicht-Ökonomen rieben sich am 24. Juni morgens wohl erst einmal verwundert die Augen. Hatte sich das Vereinigte Königreich wirklich mehrheitlich gegen den Verbleib in der Europäischen Union entschieden? Ja, es war wahr! Und sofort gingen am Freitag nach dem Referendum vor allem das britische Pfund und die Aktienmärkte auf Talfahrt.

In der Zwischenzeit haben sich die Finanzmärkte wieder etwas beruhigt. Allerorten sind die Konjunktur-, Aktien- und Zinsprognosen zurückgenommen worden, auch bei uns. Diese neue Makrowelt nach dem Brexit-Votum sieht ernst aus für UK. Weniger dramatisch ist sie für die EU, für die sich – auch dank der Europäischen Zentralbank – der rein ökonomische Schaden in Grenzen hält.

Für den Moment lautet die gute Nachricht, dass die Konjunktur nicht umkippt. Allerdings lastet die Brexit-Entscheidung auf den wirtschaftlichen Perspektiven, mithin auf den Investitionsentscheidungen von Unternehmen, und damit auf dem Wachstumspotenzial in ganz Europa. Vor diesem Hintergrund bleibt es ein herausforderndes Umfeld für die Geldanlage in bewegten Märkten.

Diese kritische Bewertung rührt entscheidend vom Anstieg der politischen Unsicherheit her. Wann, mit welchem zeitlichen Verlauf und mit welchem neuen Status für die Briten endet der Austrittsprozess? Wie wirkt sich dies auf die politische Landschaft in den anderen europäischen Ländern aus? Wir rechnen mit einer Austrittswahrscheinlichkeit von 75 % sowie mit weiteren Belastungen der Märkte durch die Politik.

Offenkundig hat sich der Krisenfokus in diesem Jahr endgültig von den Finanzthemen hin zur Europapolitik verschoben. Es scheint, als drohe Europa und dem Euro der politische Unterbau zu erodieren. Der europäische Wahlkalender ist für dieses und das kommende Jahr dicht gefüllt, und zudem steht im Oktober ein wichtiges Verfassungsreferendum in Italien an. In der aktuellen politischen Gemengelage wird es jedes Mal darum gehen, ob sich das politische Establishment behauptet oder ob die neuen „alternativen“ Kräfte das Ruder übernehmen und ihre europa- und/oder reformkritischen Ansätze verfolgen können.

Wenn demgegenüber etwas Bestand hat, dann ist es die Welt ohne Zinsen. Allein die amerikanische Notenbank wird im Lauf der nächsten Quartale einzelne Zinsschritte nach oben gehen. Eine erste Zinserhöhung beim Hauptrefinanzierungssatz trauen wir der Europäischen Zentralbank nunmehr erst 2020 zu. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass der schrittweise Aufbau der Aktienquote in diesem Umfeld politisch bedingter Schwankungen sinnvoll ist. Denn es gilt nach wie vor, dass Aktien mittel- bis langfristig solide Renditeaussichten bieten. Zwischenzeitliche Kursrücksetzer stellen langfristig gesehen Chancen dar.

## Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:

- Implementierung des EU-Austritts-Szenarios für UK.
- ▼ **Deutschland:** Bruttoinlandsprodukt 2016 bzw. 2017: 1,6 % bzw. 1,1 % (bisher: 1,7 % bzw. 1,4 %).
- ▼ **Euroland:** Bruttoinlandsprodukt 2016 bzw. 2017: 1,6 % bzw. 1,2 % (bisher: 1,7 % bzw. 1,6 %); Inflationsrate 2017: 1,3 % (bisher: 1,5 %).
- ▲ **USA:** Inflationsrate 2016 bzw. 2017: 1,4 % bzw. 2,8 % (bisher: 1,3 % bzw. 2,6 %).
- ▼ Abwärtsrevision von Marktprognosen (DAX, EURIBOR, Bund-Renditen, Treasury-Renditen, EUR-USD).

## Konjunktur Industrieländer

### Deutschland

Das Vereinigte Königreich will die EU verlassen. Doch die ersten deutschen Stimmungsindikatoren nach dem Referendum zeigten keinerlei Reaktion. Konnten sie auch nicht, denn diese Umfragen fanden schon vor der Entscheidung der Briten statt. Mit den sentix-Konjunkturerwartungen kam nun der erste echte Nach-Brexit-Stimmungsindikator, und er zeigt deutlich nach unten. Die anderen Umfragen dürften ihm auf diesem Weg folgen. Hintergrund ist die deutlich gestiegene politische Unsicherheit. Diese ist auch letztlich dafür verantwortlich, dass wir die Deutschlandprognosen nach unten revidiert haben.

**Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2016 bzw. 2017: 1,6 % bzw. 1,1 % (bisher: 1,7 % bzw. 1,4 %); Inflation 2016 bzw. 2017: 0,4 % bzw. 1,4 % (bisher: 0,5 % bzw. 1,7 %).**

### Euroland

Die Entscheidung der Briten, aus der EU auszutreten, dürfte die gesamte europäische Wirtschaft negativ treffen. Allerdings noch nicht im zweiten Quartal. Im Vorfeld des Brexit-Referendums im Vereinigten Königreich signalisierten die Stimmungsindikatoren eine große Gelassenheit der Konsumenten und der Unternehmer. Vielmehr hat sich das Wirtschaftsvertrauen im Vergleich zum ersten Quartal sogar leicht verbessert. Im zweiten Quartal ist mit einem Wachstum von 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal zu rechnen. Die solide gesamtwirtschaftliche Entwicklung hat zu einem Rückgang der Arbeitslosenquote auf 10,1 % im Mai geführt. Dies ist die niedrigste Arbeitslosenquote seit Juli 2011. Die Inflation hingegen liegt weiterhin nahe Null. Ein Grund dafür ist die anhaltend schwache Energiepreisentwicklung. Im Juni lag die Inflationsrate bei 0,1 % im Vergleich zum Vorjahr.

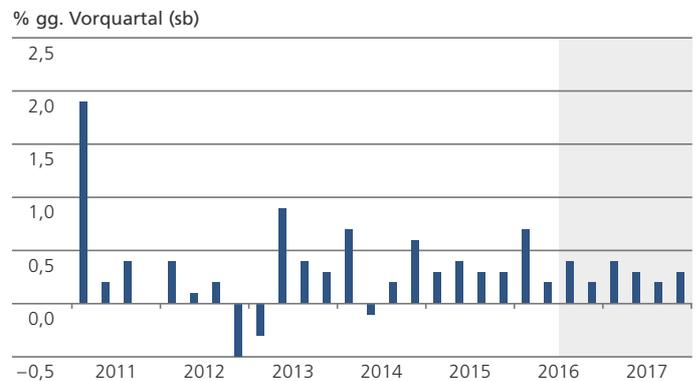
**Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2016 bzw. 2017: 1,6 % bzw. 1,2 % (bisher: 1,7 % bzw. 1,6 %); Inflation 2017: 1,3 % (bisher: 1,5 %).**

### USA

Ende Juli wird das Bruttoinlandsprodukt für das zweite Quartal veröffentlicht. Derzeit zeichnet sich eine im Vergleich zum Vorquartal etwas stärkere Wachstumsdynamik ab. Vor allem vom privaten Konsum ist mit einem spürbaren positiven Wachstumsbeitrag zu rechnen. Hingegen erwarten wir für die Unternehmensinvestitionen nur ein marginales Plus. Besser als erwartet haben sich im Juni die beiden wichtigsten Stimmungsindikatoren entwickelt. Das Verbrauchervertrauen (Conference Board) erreichte mit 98 Punkten ein neues Jahreshoch, und der nationale Einkaufsmanagerindex ISM für das verarbeitende Gewerbe verbesserte sich auf 53,2 Punkte, den höchsten Stand seit Februar 2015. Der Indikator wurde in der Woche nach dem Brexit-Votum in UK erhoben. Offensichtlich bleiben die Unternehmen hinsichtlich dessen Auswirkungen recht gelassen.

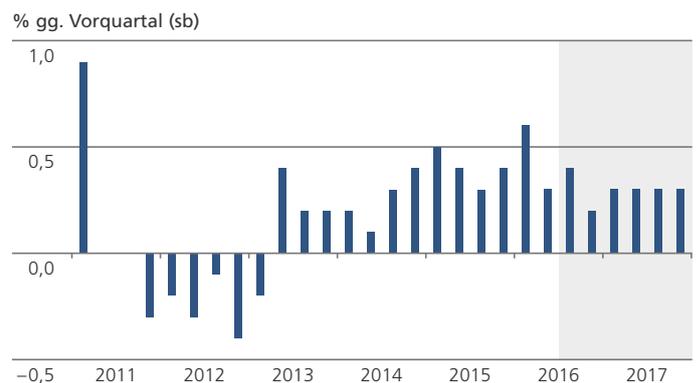
**Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2016: 2,0 % (bisher: 1,9 %); Inflationsrate 2016 bzw. 2017: 1,4 % bzw. 2,8 % (bisher: 1,3 % bzw. 2,6 %).**

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt



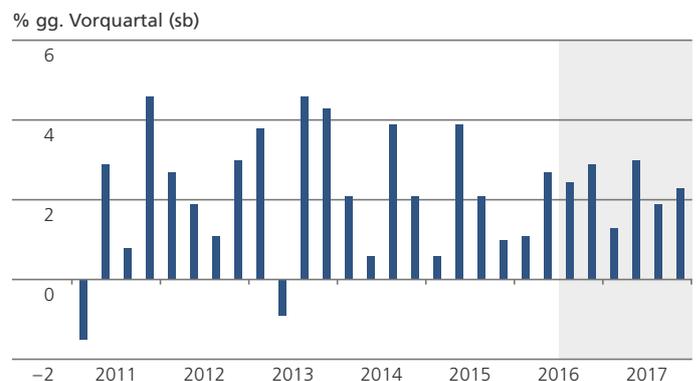
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### USA: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Märkte Industrieländer

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Nachdem die Bevölkerung des Vereinigten Königreichs für den Austritt aus der EU votiert hat, haben die Markterwartungen zugenommen, dass die EZB ihre Geldpolitik noch weiter lockern wird. Die Marktteilnehmer richten ihr Augenmerk sowohl auf umfangreichere Anleihekäufe als auch auf eine erneute Senkung des Einlagensatzes. Letztere erwarten wir jedoch nicht, selbst wenn die Geldmarkt-Futures ein bis zwei Zinsschritte von je zehn Basispunkten einpreisen. Denn bereits vor dem Referendum argumentierte die EZB, dass die schädlichen Nebenwirkungen negativer Einlagensätze mit jedem Schritt nach unten zunehmen würden, und auf der EZB-Presskonferenz Anfang Juni wurde nicht über eine solche Politikoption gesprochen. Bei unveränderten Leitzinsen sollten die EONIA- und EURIBOR-Sätze ihre Untergrenzen weitgehend erreicht haben. Demgegenüber dürfte die baldige Ankündigung der EZB, ihre Wertpapierkäufe über März 2017 hinaus fortzusetzen, die Marktteilnehmer in der Erwartung bestärken, dass noch für lange Zeit mit negativen Geldmarktsätzen zu rechnen ist.

**Prognoserevision: –**

### Rentenmarkt Euroland

Neben der anhaltend niedrigen Inflation im Euroraum hat der Ausgang des EU-Referendums im Vereinigten Königreich die Erwartung einer weiteren Lockerung der Geldpolitik durch die EZB hervorgerufen. Wir gehen nicht von einer erneuten Senkung des Einlagensatzes aus. Dennoch dürften die Renditen kurzlaufender Bundesanleihen weiter unterhalb des Einlagensatzes von -0,40 % notieren, solange Abwärtsrisiken für Wachstum und Inflation im Vordergrund stehen. Unseres Erachtens wird die EZB schon bald ankündigen, ihre Wertpapierkäufe über März 2017 hinaus fortzusetzen. Sie dürfte das Kaufprogramm dabei aber so weit flexibilisieren, dass sie, respektive die Bundesbank, nicht gezwungen wird, immer mehr Käufe von Bundesanleihen in den langen Laufzeitbereich zu verlagern. Dadurch sollte sich die Bundkurve wieder etwas versteilern.

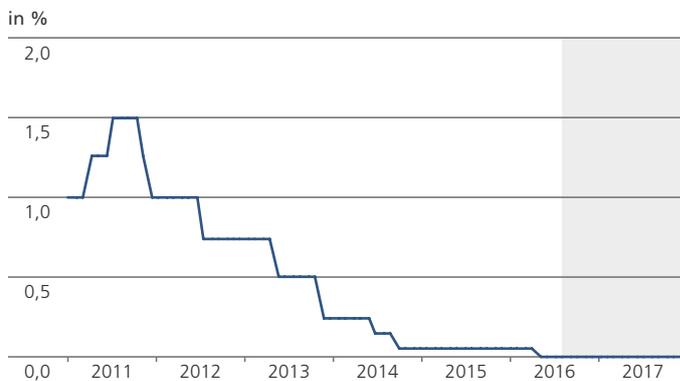
**Prognoserevision: Niedrigere Renditen v. a. in den längeren Laufzeitbereichen.**

### Devisenmarkt: EUR-USD

Der Euro startete gegenüber dem US-Dollar mit 1,11 EUR-USD in den Juni. Bis zum Brexit-Referendum im Vereinigten Königreich am 23. Juni konnte der Euro bis auf 1,14 EUR-USD zulegen. Mit der unerwarteten Entscheidung der Briten für den EU-Austritt geriet auch der Euro kurzfristig unter Druck. Am 24. Juni stürzte er innerhalb eines Tages von 1,14 EUR-USD bis auf 1,09 EUR-USD ab. Mittlerweile hat sich der Euro aber wieder erholt. Am 5. Juli lag er mit 1,11 EUR-USD wieder auf dem Niveau von Anfang Juni. Die neue Unsicherheit aufgrund der Brexit-Entscheidung und nur mittelmäßiger US-Konjunkturdaten haben die Erwartungen an den Devisenmärkten über eine kurzfristige Fortführung der US-Leitzinswende gedämpft und so in den vergangenen zwei Wochen den Euro gegenüber dem US-Dollar wieder gestärkt.

**Prognoserevision: Stärkere EUR-Abwertung auf Sicht von 3, 6 und 12 Monaten.**

### EZB: Hauptrefinanzierungssatz



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

### Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Wechselkurs EUR-USD



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Aktienmarkt Deutschland

Das unerwartete Votum der Briten, die EU verlassen zu wollen, führt zu einer erhöhten politischen Unsicherheit und damit zu einer Belastung am Aktienmarkt. Diese wird in den kommenden Monaten kaum weichen und auf den Kursen lasten. Der Kapitalmarkt wird allerdings sehr schnell zwischen möglichen Verlierern und Gewinnern unterscheiden. Deutsche Aktien sollten dabei, relativ zu Unternehmen aus anderen Teilen Eurolands, gut abschneiden. Die deutsche Konjunktur wird durch das Brexit-Votum nur geringfügig negativ betroffen sein. Darüber hinaus profitieren die deutschen Unternehmen von ihrer globalen Aufstellung. In diesem Umfeld kommt der ab Mitte Juli startenden Berichtssaison für das zweite Quartal eine ganz besondere Bedeutung zu. Der Markt würde für den weiteren Jahresverlauf eine wichtige Unterstützung erhalten, wenn die Unternehmen die Auswirkungen der aktuellen politischen Veränderungen als beherrschbar für ihr Geschäft einstufen.

### Prognoserevision: Abwärtsrevision des 3- und 6-Monatskursziels.

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

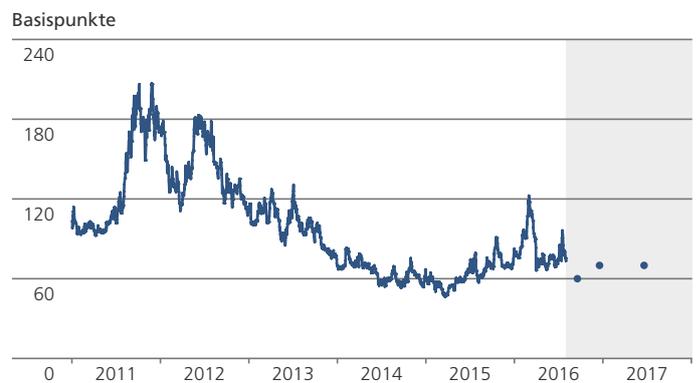
Die Briten haben mit ihrem Austrittswunsch auch den Kreditmärkten einen gehörigen Schrecken eingejagt. Doch nach einem kurzen, rasanten Anstieg der Risikoprämien haben sich die Märkte überraschend schnell wieder beruhigt. Die größten Spread-Bewegungen fanden ohnehin im Derivatemarkt statt. Kassa-Anleihen folgten den Kursturbulenzen kaum, da sie kräftig von dem neuen Aufkäufer EZB profitierten. Denn die Notenbank ist mit wöchentlichen Käufen um 2 Mrd. EUR aggressiver aufgetreten als von vielen Marktteilnehmern erwartet worden war. Finanztitel, die nicht zum Kaufuniversum der EZB gehören, haben sich deutlich schwächer entwickelt. Auf viele Investmentbanken werden durch den Brexit erhöhte Kosten zukommen, gleichzeitig leiden sie unter der Aussicht auf einen nunmehr noch längeren Zeitraum mit extrem niedrigem Zinsniveau.

## Aktienmarktprognose

	12.07.2016	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	9.833,41	9.500	10.000	10.500
EuroStoxx50	2.885,32	2.750	2.850	2.850
S&P 500	2.137,16	2.050	2.000	2.050
Topix	1.255,79	1.200	1.150	1.150

Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## iTraxx Europe (125)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Emerging Markets

### Emerging Markets: Märkte

Der Schock der Brexit-Entscheidung im Vereinigten Königreich und die Zuspitzung der Bankenkrise in Italien haben zu neuer Verunsicherung geführt. Schwellenländeranlagen haben sich in diesem Umfeld aber recht stabil gezeigt, was darauf hindeutet, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen außerhalb Europas als begrenzt betrachtet werden. Höhere Risiken in Europa mögen Emerging Markets in relativer Betrachtung wieder etwas attraktiver erscheinen lassen, doch haben auch in Asien und Lateinamerika viele Volkswirtschaften mit Problemen zu kämpfen, die durch einen Konjunkturabschwung in Europa verschärft würden. Die kontinuierliche Abwertung des Renminbi (gegenüber dem offiziellen Währungskorb) lässt erwarten, dass viele Zentralbanken in Schwellenländern kaum bereit sein werden, starke Aufwertungen ihrer Währung zu tolerieren. So spricht viel für anhaltend niedrige Zinsen und weitere Währungsverluste in Schwellenländern. Die Spreads von Hartwährungsanleihen dürften sich auf ihren erhöhten Niveaus stabilisieren. Gegen deutliche Spread-Einengungen spricht das schwierige fundamentale Umfeld.

### EMBIG-Spread



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

# Szenarien

## Basisszenario



(Wahrscheinlichkeit: 75 %)

- **Weltwirtschaft:** Moderates Wachstum von 3 bis 3,5 %. Emerging Markets sind auf flacheren Wachstumspfad eingeschwenkt. Industrieländer wachsen gemächlich.
- **Euroland:** Die Währungsunion liegt mit Blick auf ihre wirtschaftliche Entwicklung zwischen Japan und den USA. Reformen der Krisenländer tragen langsam Früchte. Rückenwind durch globales Wachstum, durch Euro-Abwertung und durch Energiepreizrückgänge lässt nach.
- **Deutschland:** Sorgen über die Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen halten Unternehmen von größeren Investitionen ab. Allgemeine Verfassung der Volkswirtschaft, insbesondere des Arbeitsmarktes, ist aber noch gut.
- **Vereinigtes Königreich (UK):** EU-Austritts-Votum bei Referendum bringt politische und ökonomische Unsicherheit. Offizieller Austrittsprozess startet Anfang 2017 und geht weitgehend geordnet vonstatten. Rezession in UK im zweiten Halbjahr 2016. Wachstumserwartungen für UK werden durch zu erwartenden Austritt gedämpft.
- **Inflation:** Hohe Arbeitslosigkeit und Rohstoffpreizrückgänge sorgen für unerwünscht niedrige Inflationsraten in Euroland. In den USA steigende Inflation 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 mit Blick auf den EU-Austrittsprozess in UK und die beginnenden US-Leitzinserhöhungen erhöht Schwankungsanfälligkeit der Wertpapiermärkte. In diesem Umfeld sind eine breite Streuung der Geldanlagen und regelmäßiges Sparen sinnvoller denn je.

## Negativszenario



(Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Sanfter Ausstieg der Notenbanken (insbesondere US-Notenbank) aus ultra-expansiver Geldpolitik misslingt. Starke Zinsanstiege insbesondere am langen Ende als Auslöser einer Vollbremsung bei Konsum und Investitionen. Resultat: ausgeprägte Wachstumsabschwächung, womöglich erneute Rezession.
- Ausgeprägte und dauerhafte Wachstumsabschwächung in China und anderen großen Emerging Markets mit der Folge einer globalen Rezession.
- Erstarbte Euro-skeptische Kräfte in einzelnen Ländern (Griechenland, Österreich, Niederlande, Spanien) bringen Reform- und Anpassungsprozess in Euroland zum Stillstand. Entsprechende Verunsicherung der Unternehmer und Konsumenten als Auslöser einer tiefen Rezession in Euroland. Weitere Verschärfung durch zu erwartende Finanzmarktreaktionen und deren negative Auswirkungen auf den Bankensektor. Mangels fiskalischer Gegensteuerungsmöglichkeiten längere Dauer eines solchen erneuten konjunkturellen Einbruchs, danach zähe Erholung.
- EU-Austrittsprozess in UK erfolgt ungeordnet. Folge wären spürbare Marktverwerfungen in UK und in der Europäischen Union.
- 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. Der Weg zur Normalität wird zügig und hinreichend spannungsfrei beschritten.
- 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)

