

# ETF Wertarbeit 10/16

**Deka**  
Investmentfonds

## Sehr geehrte Investoren,

nach einem korrekturarmen September sehen die Deka-Volkswirte wieder Wolken am Horizont heraufziehen. Wie kommt's? Scheinen die positiven Vorzeichen doch zunächst zu überwiegen: Weitgehend solide Konjunktursignale, fortlaufende Unterstützung durch die Zentralbanken, positive Ergebnisse aus der beginnenden US-Berichtssaison sowie die Aussicht auf Konstanz in der US-Wirtschaftspolitik durch den wachsenden Vorsprung der Demokratin Hillary Clinton im US-Präsidentenwahlkampf. Die Ursache der Unsicherheit ist einmal mehr der Brexit. Angesichts der harten Positionen auf beiden Seiten ist die Angst zurück – um das Pfund ebenso wie um die britische Konjunktur sowie um mögliche Flurschäden in Europa.

In unserem Interview erklärt Gunnar Marschke, Leiter Kapitalmarkt im Bereich Treasury und Asset Management der Stadtsparkasse Düsseldorf, wie ETFs helfen, eine Publikumsfondsfamilie mit unterschiedlichen strategischen Aktienquoten zu steuern. Dass Anleger gut beraten sind, trotz sinkender Gebühren und steigender Fondsvolumina bei der ETF-Managementleistung genau hinzusehen, mahnt Dr. Bernhard Jünemann in seiner Kolumne. Denn auch im passiven Management wollen Chancen auf Performancebeiträge für den Anleger aktiv wahrgenommen werden.



Martin Siegel  
Leitung ETF Marketing und  
Produktservice  
Deka Investment GmbH

Ihr Martin Siegel

### Interview mit Gunnar Marschke

#### „Strategien passgenau mit ETFs umsetzen“

Die Stadtsparkasse Düsseldorf bietet ihren Privatkunden mit Hilfe von ETFs Fondslösungen mit der Philosophie des Depot A. →

### In eigener Sache ETP-Informationsabend

#### Geldanlagen in Zeiten niedriger Zinsen

Unser Kollege Gordon Rose spricht über ETFs in der Praxis-Analyse und wie sie als Portfoliobaustein genutzt werden. →

### Kolumne Dr. Bernhard Jünemann

#### Qualität zahlt sich aus

Kann man dem Motto „Je größer desto besser“ wirklich trauen oder lohnt es sich, genauer auf die Performance zu schauen? →

### ETF-Monitor Die Ruhe vor dem Sturm?

**44,9 MRD.**

Das Volumen der Rohstoffe verzeichnete ein großes Wachstum von 3,5 Prozent. →

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

#### Alle Welt schaut auf die USA.

Nach den langen Vorwahlen ist es bald soweit: Am 8. November finden die lang erwarteten Präsidentschaftswahlen statt. →

# „Strategien passgenau mit ETFs umsetzen“



Die Stadtparkasse Düsseldorf bietet ihren Privatkunden Fondslösungen mit der Philosophie des Depot A. Wie die mit Hilfe von ETFs gestaltet werden, erläutert Gunnar Marschke, Leiter Kapitalmarkt im Bereich Treasury und Asset Management.

## **Nach welchen Grundsätzen managt die Stadtparkasse Düsseldorf ihr Depot A?**

Oberste Maxime ist Risikostreuung. Wir erarbeiten jedes Jahr für unsere Anlagestrategie eine Asset-Allokationsstudie, die auch das klassische Zinsbuch berücksichtigt. Wir streben dann insgesamt möglichst stabile Ergebnisse unter Vermeidung allzu großer Schwankungen an.

## **Das Umfeld hat sich für das Depot A mit den extrem niedrigen Zinsen dramatisch verändert. Die Zinserträge sind gesunken und deren Pufferfunktion für das Risikomanagement funktioniert kaum noch. Wie gehen Sie damit um?**

Das betrifft jeden Investor, nicht nur die Sparkassen. Die soliden Basiserträge bei höherem Zinsniveau sind nicht mehr da. Daher suchen auch wir nach alternativen Performancequellen, die in der Vergangenheit nicht erforderlich waren, um gute Anlageergebnisse zu erzielen. Wir bleiben in unserer Anlagepolitik weiter konservativ.

## **Welche Rolle spielen dabei ETFs?**

Durch ETFs können wir unsere Allokation passgenau steuern. Denn immer mehr Märkte werden sehr effizient über ETFs abgebildet. Entsprechend nimmt die Bedeutung dieser passiven Instrumente für das Depot A zu. Daneben gibt es natürlich weiterhin Direktanlagen, die meistens über das Zinsbuch gesteuert werden. Das ist ja unser Kerngeschäft. Ein kleinerer Anteil sind auch aktive Fondsanlagen.

## **Seit 2008 machen Sie die Philosophie ihrer Anlagepolitik auch Privatkunden mit drei Fonds zugänglich. Welche Überlegungen stehen dahinter?**

Zunächst muss ich erwähnen, dass wir diese Strategien schon seit 2002 erstmals für institutionelle Kunden zur Verfügung gestellt haben. Das hat sich stetig mit neuen Fondslösungen entwickelt. Daraus sind dann

2008 die drei Fonds für Privatkunden entstanden, aber mit mehr Freiheitsgraden, weil Institutionelle stärker reguliert sind. Das Besondere ist, dass die Sparkasse sich jeweils in zweistelliger Millionenhöhe an den drei Fonds auf Dauer beteiligt hat, also nicht nur als Seed-Money, das irgendwann wieder abgezogen wird. Die Kunden empfinden das als wichtigen Vertrauensbeweis in die Strategien. Insgesamt haben die drei Fonds jetzt 250 Millionen Euro Anlagevolumen.

## **Was ist das Anlageuniversum, und wie unterscheiden sich die drei Fonds?**

Die Anlagen aller drei Varianten – Substanz, Return und Chance – bestehen aus weltweit gestreuten Aktien und Renten. Wir nutzen für diese Lösungen nur ETFs als Basis. Der Unterschied dieser Produkte liegt in den strategischen Aktienquoten mit jeweils einer Ober- und Untergrenze. So schwankt die Quote bei Substanz zwischen 10 und 30 Prozent, bei Return zwischen 20 und 60 und bei Chance zwischen 40 und 80 Prozent.

## **Sie steuern zudem die Risiken aktiv. Wie machen Sie das? Viele nutzen dafür quantitative Modelle.**

Dagegen haben wir uns bewusst entschieden. Quantitative Modelle sind uns in den verschiedenen Marktphasen nicht flexibel genug. Unsere Entscheidungen sind diskretionär und werden von unserem Investmentkomitee getroffen, das aus sieben Mitgliedern des Geschäftsbereichs Treasury und Asset Management bestehen. Es gibt einen Investmentprozess mit klaren Regeln. Wir identifizieren zunächst die wichtigsten Einzelfaktoren – Notenbankpolitik, Konjunktur, Unternehmensergebnisse, aber auch Stimmungsindikatoren und Charttechnik. Wir sortieren dann diese Faktoren nach ihrer Relevanz für eine bestimmte Marktphase. Wir gehen nicht wie quantitative Modelle davon aus, dass diese immer gleich sind. Ein Beispiel: Heute ist die Notenbankpolitik am wichtigsten, früher waren es Konjunktur und Unternehmensergebnisse, die wir mit eigens entwickelten Konjunktur- und Branchenindikatoren beurteilen.

### **Wie setzen Sie das um? Durch Kauf- und Verkauf?**

Strategisch entscheiden wir grundsätzlich, in welchen Märkten wir engagiert sein wollen. Wenn sich das ändert, verkaufen wir oder kaufen entsprechend woanders. Müssen wir kurzfristig auf die Märkte reagieren, setzen wir taktisch auf Absicherungsgeschäfte. Da nutzen wir börsengehandelte Futures und Optionen. Das machen wir auch auf der Rentenseite, um die Duration zu steuern.

### **Nutzen Sie auch inverse oder gehebelte ETFs?**

Nein, wir bleiben bei Futures und Optionen. Bei den inversen und gehebelten Fonds ist uns die Pfadabhängigkeit zu groß. Die entsteht ja bekanntlich durch das tägliche Rücksetzen auf die Basis. Solche Produkte sind nur kurzfristig einsetzbar und erfordern hohes Können beim Timing. Das ist nicht unsere Kernkompetenz.

### **Setzen Sie ETFs im Private Banking ein?**

Auch dort ist das Thema ETFs stärker im Fokus. Im Private Banking nutzen unsere Kunden überwiegend Beratungsmandate. Wir helfen ihnen, die für sie beste Allokation zu finden, und ETFs werden häufig als Bausteine für die Portfolios genutzt.

### **Wie wählen Sie ETFs für die verschiedenen Einsatzbereiche aus? Gibt es Präferenzen für bestimmte Replikationsmethoden?**

Grundsätzlich bevorzugen wir auf Kundenseite wie im Depot A vollreplizierende Fonds. In manchen Märkten aber lässt sich das nicht immer verwirklichen. Deshalb sind wir nicht dogmatisch. Auch für synthetische Lösungen gibt es gute Gründe. Aber klar überwiegt die physische Replikation.

### **Welche weiteren Kriterien sind Ihnen wichtig?**

Wir haben einen systematischen Auswahlprozess. Zunächst entscheiden wir, ob wir den passenden Index haben. Bildet der genau das ab, was wir wollen? Gibt es mehrere ETFs für den entsprechenden Index, achten wir darauf, wie effektiv der abgebildet wird. Tracking Error und Tracking Difference sind wichtige Kriterien. Zudem nehmen wir nur ETFs ins Portfolio, die mindestens ein Volumen von 100 Millionen Euro aufweisen. Natürlich schauen wir dann auf das Market

Making. Wie sind die Spreads, und kommen wir auch wieder gut raus, wenn wir raus wollen?

### **Ist das ETF-Angebot für Sie ausreichend? Oder was fehlt Ihnen?**

In bestimmten Märkten könnten wir ein bisschen mehr Wettbewerb, sprich: ein breiteres Angebot, gut gebrauchen. Das gilt für die Aktien-ETFs auf Randmärkte, aber auch für Anleihen. Bei klassischen Indizes ist der Wettbewerb intensiv genug.

### **Heftig um die Kunden wird ja inzwischen mit Strategie-ETFs oder Smart Beta gekämpft. Nutzen Sie solche Produkte?**

In den drei angesprochenen Fondslösungen für Privatkunden beschränken wir uns auf klassische Indizes. Anders ist das in den institutionellen Mandaten. Dort spielt das Thema Risikobudget eine wichtige Rolle. Da kommen z. B. auch Minimum-Varianz-Lösungen zum Einsatz.

### **Noch mal zu den Privatkunden. Können die bei Ihnen ETF-Sparpläne abschließen? Da verweisen ja viele Sparkassen lieber auf den S-Broker.**

Zugegeben, ETF-Sparpläne stehen nicht im Fokus unserer Vertriebsaktivitäten, aber wenn es der Kunde will, verweigern wir uns nicht. Wir bieten ihm dann Sparpläne der Deutschen Wertpapierbank.

### **Planen Sie digitale Vermögensberatung mit Robo-Advisory? Da kommen ja meist ETFs zum Einsatz.**

Wir schauen uns das genau an, wir beschäftigen uns damit. Aktuell kann ich jedoch noch nichts über eine marktreife Lösung in naher Zukunft berichten.

### **Wie sind Ihre Erwartungen an die Märkte – in naher und ferner Zukunft?**

Wir rechnen auf absehbare Zeit nicht mit einer massiven Zinswende, auch wenn die amerikanische Fed sich weiter zu Korrekturen durchringen dürfte. In Europa sind wir davon noch weit entfernt. Auch deshalb sind wir für die Aktienmärkte weiter positiv eingestellt. Allerdings sind wir auf immer wieder mal abrupte Richtungswechsel gefasst.

In eigener Sache

# Geldanlage in Zeiten niedriger Zinsen ETP-Informationsabend



Die ETF-Fachzeitschrift EXtra-Magazin lädt zu einem Informationsabend mit dem Titel "Geldanlage in Zeiten niedriger Zinsen" in München ein.

Erfahren Sie aus erster Hand, welche Anlagemöglichkeiten ETFs und Robo-Advisory-Lösungen zur Umsetzung Ihrer persönlichen Geldanlage bereit halten. Auf dem Infoabend präsentieren sich verschiedene ETF-Gesellschaften und Robo-Advisors in kompakten 30-Minuten-Vorträgen.

**EX**TRA  
MAGAZIN

**Moderation**

Markus Jordan, Herausgeber EXtra-Magazin

**Datum / Uhrzeit**

Mittwoch, 9. November 2016,  
16:30 Uhr – 20:45 Uhr MEZ

**Veranstaltungsort:**

Hotel Novotel Muenchen City  
Hochstraße 11, 81669 München



**Vortrag „ETFs in der Praxis-Analyse  
und als Portfoliobaustein“**

Gordon Rose, Deko Investment

[Jetzt anmelden](#)

# Qualität zahlt sich aus



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

Der heftige Wettbewerb auf dem ETF-Markt hat inzwischen geschafft, was man von ihm erwartet: Die Managementgebühren sind kräftig zusammengeschmolzen, die Unterschiede zwischen ETFs auf Standardindizes erscheinen vernachlässigbar. Performance-Messungen, so hört man immer wieder, seien angesichts der geringen Unterschiede die Mühe nicht mehr wert. So orientieren sich viele Investoren nur noch am Volumen der Fonds nach dem Motto „Je größer desto besser“. Die hohe Liquidität, soll sicherstellen, dass man mit geringen Spreads wieder gut rauskommt, wenn es gefährlich wird.

Das ist zwar nachvollziehbar, aber zu kurz gedacht. Sicher, die Unterschiede sind geringer als in den Anfangszeiten der ETFs. Ich erinnere mich noch gut daran, als die ersten Performancemessungen durchgeführt wurden und das Erstaunen groß war, wie stark ETFs und Indizes nach zwei, drei Jahren voneinander abwichen, selbst bei Standardprodukten wie den DAX. Bis zu drei Prozentpunkte Abweichungen gab es. In manchen Fällen konnte ein Anbieter durch Zusatzerträge die Managementgebühr kompensieren und sogar besser als der Index sein.

Solche Zusatzerträge kamen damals vor allem durch die Wertpapierleihe zustande. Die gibt es so heute nicht mehr. Mit der Finanzkrise geriet dieses Geschäft in die Kritik. Risiken wurden neu bewertet. Im Extremfall kann der Kontrahent ausfallen. Deshalb werden Leihegeschäfte heute, wenn überhaupt noch, nur noch besichert durchgeführt. Das Misstrauen bei vielen Investoren ist trotzdem geblieben. Vielfach wurde das Leihegeschäft deshalb ausgesetzt oder ganz aufgegeben. Hinzu kommt, dass es im extrem niedrigen Zinsumfeld auch generell nicht mehr so profitabel ist.

Eine Outperformance zum Index ist heute trotz der gesunkenen Managementgebühren nicht zu schaffen. In der Regel hinkt der ETF also dem Index hinterher, allein schon, weil die Managementgebühr regelmäßig abgeschlagen wird. Aber wie groß der jeweilige Abschlag ist, da gibt es weiterhin deutliche Unterschiede zwischen den Wettbewerbern.

Nehmen wir ein Beispiel. Der Deka MDAX-ETF hat eine Managementgebühr von 30 Basispunkten. Nach drei Jahren sollte er – grob gerechnet – 90 Basispunkte hinter dem Index liegen. Aber es sind nur 68 Basispunkte. Und diese Performance ist immer noch 60 Basispunkte besser als die des nächsten Konkurrenten.

Offenbar gelingt es durch präzises und geschicktes Portfoliomanagement, Kosten zu sparen und Zusatzerträge zu generieren – auch ohne Wertpapierleihe, die zurzeit beim Deka MDAX-ETF ausgesetzt ist. Welche Kosten also sind zu beachten, welche Zusatzerträge können generiert werden?

Bei den Kosten sind es eben nicht nur die Managementgebühren. Zu beachten sind zudem Depotgebühren, Transaktionskosten sowie – im Fall von synthetischen Produkten – Swapkosten. Das lässt sich alles an der Tracking Difference ablesen, am Performance-Unterschied zwischen ETF und Index. Darin sind nicht nur alle Kosten, sondern auch die möglichen Erträge durch das Portfoliomanagement eingegangen. Zusätzlich muss der Investor noch seine individuellen Handelskosten bei Kauf und Verkauf im Blick halten. Möglichst geringe Spreads, auch in bewegten Zeiten, sind erwünscht. Die sind aber nicht Teil der Tracking Difference.

Was gibt es an nennenswerten Ertragsquellen im Portfoliomanagement ohne Wertpapierleihe? Da sind zunächst Indexanpassungen und Kapitalmaßnahmen zu nennen, die in der Regel Transaktionen erfordern. Wer die gut umsetzt, kann ein bisschen sparen und kleine Zusatzerträge generieren – weitgehend risikofrei.

Eine zweite Performancequelle erschließt sich aus dem Wahlrecht bei Dividendenzahlungen. So bieten die Aktiengesellschaften zunehmend Bardividenden oder Bezugsrechte an. Diese Wahlmöglichkeiten waren bisher vor allem in Spanien und Frankreich üblich, gewinnen aber immer mehr Verbreitung auch bei deutschen Firmen.

Die dritte Quelle entsteht dadurch, wie in den europäischen Indizes das Thema Quellensteuer behandelt wird. Unterstellt wird eine Art Standardsatz. Im Einzelfall kann dann etwas mehr zurückgeholt werden. Das steigert das Sondervermögen und damit die Performance gegenüber dem Index.

Letztlich profitiert der Investor also von der Qualität des ETF-Portfoliomanagements, das Rendite schafft. Das muss nicht nur eine präzise Abbildung des Index sicherstellen, sondern kann Kosten sparen und kleine Zusatzerträge generieren. 60 Basispunkte in drei Jahren ist das nur Kleinvieh, das bekanntlich auch Mist macht? Man sollte bedenken, dass dieser Mist im extremen Niedrigzinsumfeld einen ganz anderen Stellenwert hat als früher. Denn für erstklassige Staatspapiere mit dreijähriger Laufzeit gibt es zurzeit nur negative Zinsen.

Unsere Beispielrechnung mag bei anderen Indizes natürlich auch anders aus. Dennoch bleibt die Erkenntnis: Es lohnt sich also weiterhin, auf die Performance zwischen Fonds und Index zu achten und regelmäßige Analysen dazu durchzuführen.

# Die Ruhe vor dem Sturm?



Der September gilt als höchst korrekturanfällig. Doch in diesem Jahr blieb das Kursgeschehen in engen Grenzen. Zwar gab es in der ersten Monatshälfte ein paar Angstanfälle wegen einer möglichen Zinsanhebung durch die Fed. Doch dann erholten sich die Märkte wieder bis zum Monatsende. Am stärksten performten die Tech-Werte. Der TecDax schaffte 4,3 Prozent, die Nasdaq 1,9 Prozent. Auch die Emerging Markets gehörten mit 1,1 Prozent plus zu den Top-Märkten. Die Standardindizes dagegen taten sich schwerer trotz anhaltender Erholungstendenzen in der zweiten Monatshälfte. So schloss der S & P 500 mit einem hauchdünnen Minus von 0,2 Prozent ab. DAX und Euro STOXX 50 gaben um 0,8 und 0,7 Prozent nach. Allein der Nikkei verzeichnete ein deutlicheres Minus von 2,6 Prozent.

Bei den Rohstoffen glänzte das schwarze Gold, als sich gegen Monatsende eine Einigung der Opec über eine Produktionskürzung abzeichnete. Der Brentpreis legte so fast fünf Prozent zu. Bei der Edelmetallhausse mehrten sich Schwächezeichen, auch wenn Gold noch im Monatsvergleich um 0,7 Prozent zulegen konnte.

So blieben auch die Kursausschläge bei den ETFs in überschaubaren Rahmen. Die Gewinnerliste wurde von Branchenindizes mit Rohstoffwerten angeführt, rund fünf Prozent ging es nach oben. Bei den Länder ETFs ragten Südafrika und Russland heraus, die ihre Erholungsversuche mit jeweils vier Prozent markierten. Da hielten auch die TecDax-ETFs gut mit.

Auf der Verliererseite machten sich zunehmende Spannungen in Asien wegen der chinesischen Gebietsansprüche negativ bemerkbar, so dass die entsprechenden ETFs zwischen fünf und drei Prozent nachgaben. Am stärksten verloren die Philippinen mit fast sechs Prozent. Der brutale Antidrogen-Kampf des Präsidenten Duterte scheint sich inzwischen Investoren vorsichtiger werden zu lassen.



Quelle: Morningstar

ETF Markt – AuM 0,2% ▲

513,4 MRD.

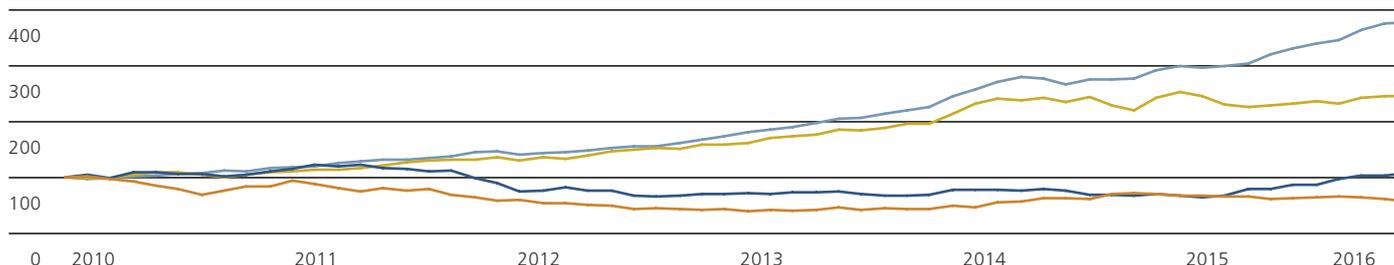
ETF Markt – Produkte 0,2% ▲

1669 ETFs

## Entwicklung AuM in Assetklassen (Jahresvergleich)

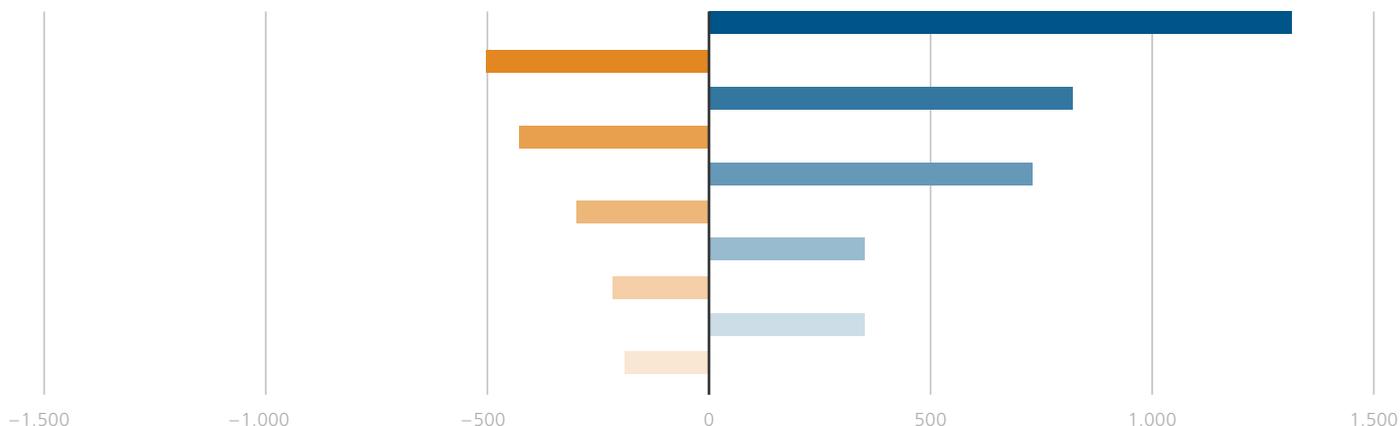
Aktien	Renten	Rohstoffe	Geldmarkt
0,2% ▲	0,3% ▲	3,5% ▲	-7,7% ▼
318,2 MRD.	134,3 MRD.	44,9 MRD.	3,1 MRD.

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



Quelle: Morningstar

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



- USD Staatsanleihen
- EUR Staatsanleihen
- Standardwerte Japan Aktien
- Standardwerte Eurozone Aktien
- Standardwerte Deutschland Aktien

- Rohstoffe – Edelmetalle
- Schwellenländer Anleihen – Lokale Währung
- Schwellenländer Global Aktien
- Schwellenländer Global Anleihen
- Standardwerte Global Aktien

Quelle: Morningstar

**USD Staatsanleihen**

**-503,3** Mio.

**EUR Staatsanleihen**

**-427,1** MIO.

**Rohstoffe – Edelmetalle**

**+1,3** MRD.

**Schwellenländer Anleihen – Lokale Währung**

**+820,2** MIO.

Die Zinsdiskussion in den USA, die um die nächste Anhebung kreiste, belastete amerikanische Staatsanleihen. 503,3 Millionen Euro Nettomittel flossen ab. Auch bei europäischen Staatsanleihen herrschte Zurückhaltung, zumal erste Gerüchte aufkamen, die EZB könnte ihre Kaufprogramme verringern. Das war für einen Mittelabfluss von 427,1 Millionen Euro gut. Federn mussten auch Standardaktien aus Japan (-297,2 Mio. €), der Eurozone (-216,2 Mio. €) und aus Deutschland (-189,5 Mio. €) lassen.

Das anhaltende Rohstoffinteresse zeigt sich auch bei den Fondskategorien. Aktien-ETFs mit Bezug zu Rohstoffen und Edelmetallen verbuchten 1,3 Milliarden Euro frisches Geld. Die Suche nach höheren Zinsen gab den Schwellenländeranleihen in lokaler Währung Auftrieb, ein Plus von 820,3 Millionen Euro, gefolgt von globalen Schwellenländeraktien (+ 729,7 Mio. €) und Schwellenländeranleihen (+ 351,8 Mio. €). Knapp dahinter lagen globale Standardaktien (+350,7 Mio. €).

**Marktkommentar:** Ruhe vor dem Sturm?

Der Oktober gilt ebenfalls noch als schwieriger Börsenmonat, bis danach die Märkte üblicherweise eine Jahresendrallye ins Visier nehmen. Zuvor aber gilt es diesmal den Ausgang der US-Präsidentenwahlen am 8. November zu meistern. Mag ein Sieg von Donald Trump immer weniger möglich erscheinen, gilt an der Börse die Devise: Überraschungen muss man immer einkalkulieren. Denn nach den Wahlen dürfte die Fed wieder handeln. Wer da nicht auf dem falschen Fuß erwischt werden möchte, wird sich eher zurückhalten. So könnte sich der moderate September rückblickend als Ruhe vor dem Sturm erweisen.



An der Börse gilt die Devise: Überraschungen muss man immer einkalkulieren.

# Alle Welt schaut auf die USA.

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank



Nach einem monatelangen „Vorwahl-Krimi“ ist es bald soweit: Am 8. November wird in den USA ein neuer Präsident – oder erstmals eine Präsidentin – gewählt. Mittlerweile liegt Hillary Clinton in den Wahlumfragen klar vorne. Für die Weltwirtschaft wie auch für die Finanzmärkte ist dies eine gute Nachricht. Denn Clintons Wahlprogramm deutet auf eine große wirtschaftliche Kontinuität hin. Und Sicherheit schätzen die Finanzmärkte sehr. Allerdings sollte man bis zuletzt wachsam bleiben – der überraschende „Brexit“-Ausgang lässt grüßen.

Dagegen könnten die Pläne von Donald Trump, neue Handelsschranken gegen China und Mexiko hochzuziehen, die schleichende „Entglobalisierung“ der Weltwirtschaft nochmals verstärken. Dies würde das ohnehin schon schwache globale Wachstum zusätzlich bremsen. Womit wir bei den Niedrigzinsen wären. Nicht nur, dass wir mit Blick auf die aktuellen Konjunkturdaten und die jüngsten Verlautbarungen aus Zentralbankkreisen herausgelesen haben, dass die US-Notenbank Fed die Leitzinsen nur extrem langsam wird ansteigen lassen und dass sich die Europäische Zentralbank (EZB) mit dem Beginn des Ausstiegs aus der ultra-lockeren Geldpolitik ebenfalls noch viel Zeit lassen wird. Nein, vielmehr zeigen unsere Berechnungen, dass die langfristigen Durchschnittsleitzinsen, das so genannte neutrale Leitzinsniveau, zukünftig in weiten Teilen der Welt noch niedriger sein werden als bisher angenommen. Der Grund dafür liegt in den schwachen globalen Wachstumskräften. Und die dürften mangels durchgreifender wachstumsfördernder Reformen so schnell nicht wieder erstarren. Insofern sei allen Sparern, die weiterhin an der Hoffnung auf deutlich höhere Zinsen festhalten, einmal mehr deutlich gesagt: Hohe Zinsen wird es wohl so schnell nicht wieder geben, selbst wenn die Konjunktur in Europa und in den USA wie derzeit recht gut läuft.

Das Land, das den Rückzug schon einmal probt und damit die „Entglobalisierung“ auf europäischer Ebene testet, ist das Vereinigte Königreich. Theresa May hat für spätestens März 2017 die Abgabe des Austrittsgesuchs aus der Europäischen Union angekündigt. Damit ist der „Brexit“ nach einigen ruhigen Wochen als Marktthema wieder zurück. Das Pfund hat deutlich gegenüber allen wichtigen Währungen abgewertet. Sogar eine Pfund-Krise, also eine sich selbst verstärkende Abwertung mit negativen Auswirkungen auf den Lebensstandard der Briten, wird an den Märkten diskutiert. Der „Brexit“ kostet also schon jetzt Wohlstand.

In dieser Gemengelage sind wir und die Märkte schon zufrieden damit, dass es von Unternehmensseite insgesamt einigermaßen gute Nachrichten gibt. Die in den USA langsam anlaufende Quartalsberichtssaison der Unternehmen dürfte immerhin eine Stagnation der Gewinne im Vorjahresvergleich bringen. Mit Blick auf die zurzeit in der Summe recht positiven Konjunkturssignale bleibt die Hoffnung, dass die – durchaus risikobehaftete – Anlageklasse Aktien mittelfristig höhere Renditen bringt als festverzinsten Produkte. Damit bleiben sie ein wesentlicher Bestandteil eines gut gestreuten Portfolios.

## Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:

- ▼ **USA:** Abwärtsrevision des Leitzinspfades sowie der Renditen für Staatsanleihen; teilweise hierzu gegenläufige Revisionen für Geldmarktzinsen.
- ▲ **USA:** Aufwärtsrevision der Inflationsrate 2016: 1,3 % (bisher: 1,2 %).
- ▲ **China:** Leichte Aufwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts für 2016 und 2017.

## Konjunktur Industrieländer

### Deutschland

Die Konjunkturindikatoren-Veröffentlichungen der vergangenen zwei Wochen boten enorme positive Überraschungen. Nach den wohl durch Werksferien nach unten verzerrten Julidaten kam es zu deutlichen Verbesserungen der industrienahen Indikatoren im August. Von den Umsätzen über die Produktion bis hin zur Warenausfuhr legten die Indikatoren außergewöhnlich stark zu. Letztlich darf man weder den schwachen Juli noch den starken August für sich interpretieren, sondern muss beide Monate zusammen betrachten. Immerhin ergäbe sich nun für das dritte Quartal ein gesamtwirtschaftliches Wachstum von rund 0,25 % im Vergleich zum Vorquartal, sofern die Konjunkturindikatoren im September stagniert hätten.

**Prognoserevision: –**

### Euroland

Das dritte Quartal war das erste Quartal nach dem EU-Austritts-Votum der Briten. Die Konjunktur in Euroland scheint diesen Schock aber ganz gut verkraftet zu haben. Die Stimmungsindikatoren deuten weiterhin auf ein moderates Wachstum hin. Im Vergleich zum zweiten Quartal scheinen sich aber die Wachstumsbeiträge der einzelnen Länder zu verschieben. In Deutschland dürfte die Wachstumsdynamik etwas schwächer ausfallen. Dies sollte aber durch Frankreich ausgeglichen werden können. Nach einer unerwarteten Schrumpfung der französischen Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal gibt es wieder klare Anzeichen für eine Belebung der Wirtschaft. Trotz des robusten Wachstums bleibt die Inflation in Euroland sehr niedrig. Auch wenn die Inflationsrate im September auf 0,4 % angestiegen ist, liegt sie doch noch deutlich unter der Zielmarke der Europäischen Zentralbank. Denn noch immer bremsen im Jahresvergleich rückläufige Energiepreise.

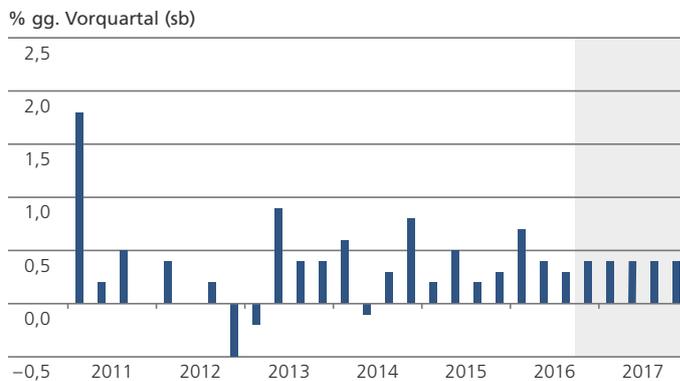
**Prognoserevision: –**

### USA

Die Prognosen für das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal sind zurzeit abwärtsgeneigt. Hauptgrund hierfür ist, dass die erwartete Normalisierung der Lagerinvestitionen bislang ausgeblieben ist. Hierdurch verschiebt sich dieser zusätzliche Wachstumsimpuls auf der Zeitachse nach hinten. Die jüngsten Stimmungsindikatoren sowie der Arbeitsmarktbericht für September deuten insgesamt eine weiterhin gute, aber kraftlose wirtschaftliche Entwicklung an. Insbesondere die Investitionsdynamik der Unternehmen ist auffallend schwach. Immerhin sorgt aber die gute Lohnentwicklung für hinreichende Impulse für die Konsumdynamik. Aufgrund der jüngsten Benzinpreisanstiege zeichnet sich zunehmend ab, dass die Inflationsrate der Verbraucherpreise zum Jahresende einen Sprung in den Bereich von 2 % machen wird.

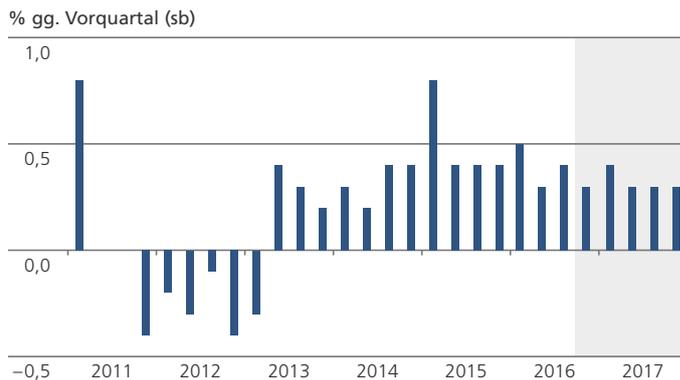
**Prognoserevision: Inflationsrate 2016: 1,3 % (bisher: 1,2 %).**

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt



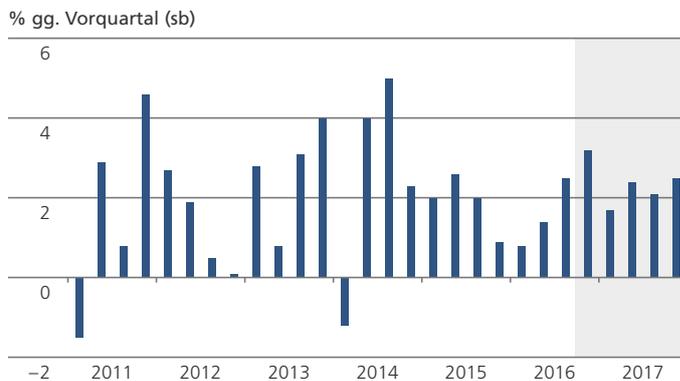
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### USA: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Märkte Industrieländer

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Berichte über die vermeintliche Absicht der EZB, schon bald das monatliche Volumen ihrer Anleihekäufe zurückzufahren, haben auch den Geldmarkt beeindruckt. Spekulationen über eine erneute Senkung des Einlagensatzes haben abgenommen, und Futures deuten keine weiteren Rückgänge des dreimonatigen EURIBOR-Satzes mehr an. Auch wir gehen davon aus, dass die Geldmarktsätze ihre Untergrenzen weitgehend erreicht haben und sich nun in einer langen Seitwärtsbewegung befinden. Die anhaltend niedrige Inflation dürfte die EZB veranlassen, den geldpolitischen Stimulus zunächst aufrecht zu erhalten. Im Dezember dürfte sie ankündigen, ihr Wertpapierankaufprogramm um einige Monate über März 2017 hinaus fortzusetzen. Dies sollte die Marktteilnehmer in ihrer Einschätzung bestärken, dass auch die Leitzinsen noch für lange Zeit sehr niedrig bleiben. Änderungen an der Zusammensetzung der Käufe, mit denen die EZB einer Verknappung insbesondere langlaufender Bundesanleihen entgegenwirken will, spielen für den Geldmarkt eine untergeordnete Rolle.

**Prognoserevision:** –

### Rentenmarkt Euroland

Die Verunsicherung der Marktteilnehmer darüber, wie lange die EZB ihre Wertpapierkäufe noch fortsetzen wird, hat sich in einer Versteilerung der Bundkurve niedergeschlagen. Präsident Draghi und andere Ratsmitglieder haben sich zwar noch nicht festgelegt, jedoch argumentiert, dass das makroökonomische Umfeld weiterhin ein hohes Ausmaß an geldpolitischem Stimulus erforderlich macht. Wir gehen davon aus, dass die EZB im Dezember ankündigen wird, für einige Monate über März 2017 hinaus mit Wertpapierkäufen von 80 Mrd. Euro pro Monat fortzufahren. Dennoch halten wir es nicht für wahrscheinlich, dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen wieder weit unter die Nulllinie fallen wird. Denn Änderungen an den Regeln des Programms sollten einer Verknappung insbesondere langlaufender Bundesanleihen entgegenwirken.

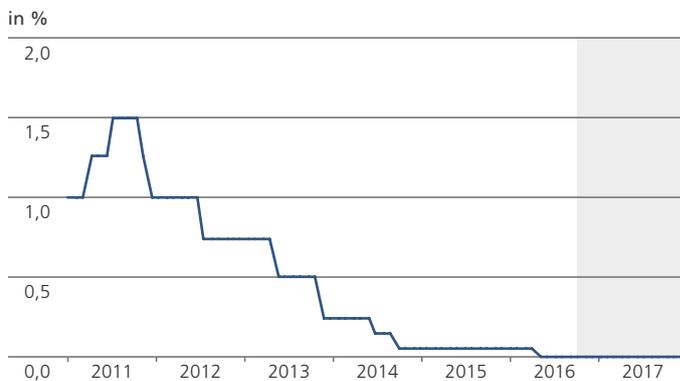
**Prognoserevision:** –

### Devisenmarkt: EUR-USD

In den vergangenen Wochen hat der Euro gegenüber dem US-Dollar seine Seitwärtsbewegung aus den Vormonaten fortgesetzt. Dabei pendelte er in einem engen Band um die Marke von 1,12 EUR-USD. Als Gerüchte aufkamen, die EZB plane, die Anleihekäufe schon ab März 2017 zu reduzieren, wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar in Richtung 1,13 EUR-USD auf. Die Hürde von 1,13 konnte er allerdings nicht überspringen. Anfang Oktober bekam der Euro nochmals Rückenwind von US-Konjunkturdaten. Der US-Arbeitsmarkt ist schwächer als erwartet ausgefallen. Die Arbeitslosenquote stieg im September von 4,9 % auf 5,0 % an. Die etwas enttäuschenden US-Wirtschaftsnachrichten haben die Erwartungen an eine Fortführung der US-Leitzinswende bereits im November sinken lassen und so den Euro gegenüber dem US-Dollar gestärkt.

**Prognoserevision:** –

### EZB: Hauptrefinanzierungssatz



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

### Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Wechselkurs EUR-USD



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Aktienmarkt Deutschland

Die in Deutschland beheimateten Unternehmen schätzen ihr Umfeld positiv ein. Dies signalisieren zumindest die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und die Dienstleister. Die stabilen Geschäftserwartungen dürften sich auch in den für das abgelaufene dritte Quartal zu berichtenden Unternehmenszahlen widerspiegeln, die im hohen einstelligen Bereich gegenüber dem Vorjahresquartal zugelegt haben sollten. Damit bleibt der Aktienmarkt, trotz der zuletzt stark negativen Schlagzeilen mit Blick auf den Zustand des Bankensektors, fundamental solide unterstützt. Auch die Stabilisierung in den Schwellenländern hilft den vom Export abhängigen deutschen Unternehmen. Vor diesem Hintergrund dürften die Bewertungen für deutsche Aktien wieder etwas anziehen. Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil trotz aller Diskussionen um eine Reduzierung der geldpolitischen Unterstützung mit keiner schnellen Trendwende in der Ausrichtung der Notenbankpolitik zu rechnen ist.

**Prognoserevision: –**

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

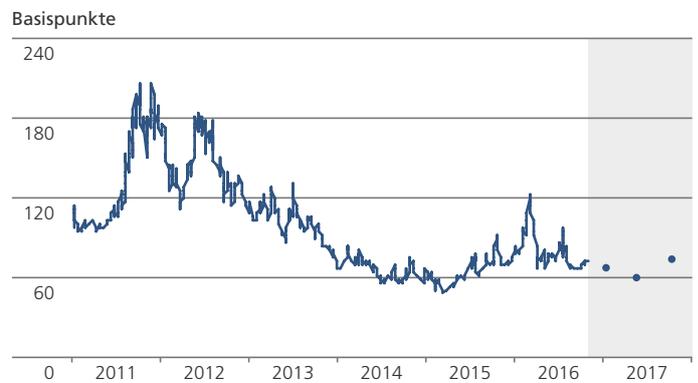
Spekulationen über eine erschreckend hohe Strafzahlung, die der Deutschen Bank für ihr Fehlverhalten im verbrieften Hypothekengeschäft in den USA droht, haben die gesamte europäische Bankenlandschaft aufgeschreckt. In der Folge haben sich die Risikoaufschläge für ungedeckte Bankanleihen spürbar ausgeweitet. Unternehmensanleihen profitieren derweil weiterhin massiv von den Anleihekäufen der EZB. Vor allem dank einer Reihe von Neuemissionen ist es der EZB zuletzt gelungen, ihre wöchentlichen Käufe zu steigern. Und da auch neben der EZB hoher Bedarf an neuen Anleihen herrscht, können sich die Firmen zu sehr attraktiven Bedingungen liquide Mittel besorgen, mitunter sogar zu negativen Renditen. Hiervon profitieren auch Unternehmen aus dem Ramschbereich, die ebenfalls auf große Nachfrage treffen.

## Aktienmarktprognose

	17.10.2016	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	10.523,07	11.000	11.500	11.000
EuroStoxx50	3.008,03	3.100	3.200	3.100
S&P 500	2.139,18	2.150	2.100	2.150
Topix	1.342,35	1.300	1.250	1.250

Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## iTraxx Europe (125)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Emerging Markets

### Emerging Markets: Märkte

Die gute Entwicklung von Emerging Markets (EM)-Anlagen hat sich fortgesetzt. Gestützt wurde die Entwicklung von der Stabilisierung der Rohstoffpreise und der Hoffnung auf Wirtschaftsreformen in Brasilien, nachdem das Amtsenthebungsverfahren gegen Präsidentin Rousseff mit der Senatsabstimmung erfolgreich zu Ende geführt wurde. Zudem haben schwächere Wirtschaftszahlen aus den USA die Erwartung gestützt, dass die Fed mit weiteren Zinsanhebungen zurückhaltend bleibt. Mit Blick auf die kommenden Monate bleibt der geldpolitische Kurs der US-Notenbank im Fokus. Wir erwarten zwei Zinsschritte bis Mitte 2017 und steigende US-Renditen, was für leichte Spreadanstiege bei Hartwährungsanleihen und Renditeanstiege bei Lokalwährungsanleihen spricht. EM-Währungen dürften in diesem Umfeld gegenüber dem US-Dollar tendenziell abwerten. Als besonders anfällig betrachten wir nach der Rallye der vergangenen Monate den brasilianischen Real. EM-Aktien dürften von günstigen Bewertungsniveaus und einer Stabilisierung der Gewinnerwartungen profitieren, doch auch sie sind anfällig für Marktüberraschungen von Seiten der Fed.

### 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 2017 und geht weitgehend geordnet vonstatten. 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 hinsichtlich 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.
- Erstarkte 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-Austritts-Prozess 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)

