

ETF Wertarbeit

07/17

Sehr geehrte Investoren,

zum Ende des Halbjahres ziehen die Deka-Volkswirte Bilanz: Die Stimmung an den Märkten und in den Unternehmen ist positiv. Dabei beruht die Euphorie nicht auf Fantasie, sondern auf harten Daten und Indikatoren. Die deutsche Konjunktur läuft gut, das belegen die aktuellen Produktionszahlen und Einzelhandelsumsätze. Ein mittelfristig erwartbarer Ausstieg der EZB aus der ultraexpansiven Geldpolitik macht zwar gelegentliche Rücksetzer wahrscheinlich. So gingen nach der Ankündigung der Zentralbank gleich DAX, TecDAX und EuroStoxx in den Sinkflug, perspektivisch jedoch erwarten die Autoren des Makro Research eher neue Impulse für den Aktienmarkt.

Manchen Privatanleger verunsichert es, wenn die deutsche Finanzaufsicht BaFin in einem Aufklärungsartikel mahnt, bei ETFs auf die Liquidität zu achten. Galt diese doch gemeinhin als Kardinaltugend börsengehandelter Indexfonds. Grund für unseren Kolumnisten Dr. Bernhard Jünemann, sich die Liquidität von ETFs genauer anzusehen – und einen Blick zu werfen auf die bedingenden Variablen wie z.B. Fondsvolumen, Marktlage und Spreads und der Liquidität des Underlyings.

Im Interview berichtet Jens Güldner, Leiter Vermögensmanagement beim Evangelischen Johannesstift Berlin, von der Nachhaltigkeit als erstem Gebot in der Kapitalanlage – und seinen Schwierigkeiten, diesen Anspruch mit ETFs umzusetzen. Ein Weckruf für die Emittenten?



Ihr Gordon Rose



Gordon Rose

Leitung ETF Produktmanagement & Service
Deka Investment GmbH

Interview

Jens Güldner

„Nachhaltigkeit ist oberstes Gebot“

Jens Güldner ist Leiter Vermögensmanagement im Evangelischen Johannesstift in Berlin. →

Kolumne

Dr. Bernhard Jünemann

„ETFs in der Liquiditätsfalle?“

„BaFin rückt ETFs ins rechte Licht“ heißt es in der Veröffentlichung eines Anbieters aktiver Fonds, ... →

Zahl des Tages

Gerüchte um Zinswende

2019

Das Jahr in dem eine Anhebung des Einlagenzinssatzes frühestens zu erwarten ist →

ETF-Monitor

Das Gespenst der Zinswende in Europa

-4,4 Prozent

Der TecDax, der zuvor ja überdurchschnittlich geklettert war, fiel gleich um 4,4 Prozent. →

Makro Research mit Dr. Ulrich Kater
Volkswirtschaftliche Prognosen

Halbzeit 2017:
Es lief ganz gut.

Der Ausblick auf eine starke Weltwirtschaft bei moderater Inflation erwies sich als richtig. →

„Nachhaltigkeit ist oberstes Gebot“



Jens Güldner ist Leiter Vermögensmanagement im Evangelischen Johannesstift in Berlin. Er war einer der ersten, der für seine Portfoliolösungen ETFs einsetzte. Inzwischen hat er aber umgesteuert.

Als wir vor sieben Jahren zum ersten Mal über Stiftungen und ETFs sprachen, gab es noch richtig Zinsen. Ihr Ziel war ja damals eine durchschnittliche Rendite von Inflation plus drei Prozent. Und was machen Sie nun in Zeiten der Nullzinsen?

Es sind ja nicht nur Nullzinsen, sondern in vielen Laufzeitenbändern sogar Negativzinsen. Das konnte sich vor sieben Jahren keiner vorstellen, auch nicht, dass man für Hinterlegung über Nacht bei der EZB 40 Basispunkte bezahlen muss. Wir mussten also unsere Asset-Allokation umstellen. Mehr Aktien und weniger Anleihen, mit denen wir vor sieben Jahren viel stärker unterwegs waren. Mit der Aktienquote gehen wir jetzt bis 50 Prozent. Unser Anlagefokus wurde erweitert. Jetzt legen wir nicht nur mit Schwerpunkt Europa, sondern weltweit an. Außerdem haben wir aufgrund der Kapitalmarktentwicklung unser Renditeziel leicht zurücknehmen müssen. Wir streben aktuell ein bis zwei Prozent nach Inflation an, um so weiterhin bei einer maximalen Risikotragfähigkeit von 10 Prozent eine stabile positive Portfolioentwicklung gewährleisten zu können. Damit lässt sich der geplante Deckungsbeitrag für die Aufgabenerfüllung der Stiftung noch ganz gut erzielen.

Wie sind Sie zurzeit positioniert?

Im ersten Quartal waren wir mit der Aktienquote fast bei fünfzig Prozent, hatten sie sogar einmal kurz überschritten. Zurzeit sind wir noch zu 43 Prozent in Aktien weltweit angelegt und zu 53 Prozent in Anleihen. Man könnte sagen, diese Allokation sei im Vergleich vor sieben Jahren sehr ambitioniert. Ich denke aber der hohe Aktienanteil ist eher risikosenkend, denn nach meiner Einschätzung droht bei Anleihen mit der extrem hohen Bewertung Ungemach. Wir haben ja schon ziemlich heftige Reaktion bei nur kleinen Zinsveränderungen gesehen.

Und wo holen Sie sich die Zinsen her? Von Unternehmen und aus Emerging Markets?

In der Tat nutzen wir vor allem Corporate Bonds, auch in den Varianten von High Yield. Emerging-Markets-Anleihen sind ebenfalls dabei, aber sehr selektiv und vor allem taktisch. Das entscheide ich zusammen mit unserem Portfoliomanager in Frankfurt, der für die Steuerung der Zielfonds zuständig ist. Unser Kapitalvermögen ist, wie das heute heißt, in einem offenen Spezial AIF mit festen Anlagebedingungen gebündelt. Ich gebe dabei die Rahmenbedingungen im Sinne der Stiftung vor, ich habe Vorschlags- und Vetorechte. Das ist ein gutes Zusammenspiel mit dem Portfoliomanager. Der hat seine Rahmenbedingungen, Nachhaltigkeits- sowie Risikokennziffern und steuert das Portfolio entsprechend. Das Volumen ist inzwischen sehr umfangreich. Ich habe nämlich nicht nur die Verantwortung für das Johannesstift und seine Tochtergesellschaften, ich verwalte auch das Vermögen des EJS Stiftungszentrums, in dem fünf selbstständige und eine unselbstständige Stiftung gebündelt sind. Darüber hinaus haben uns weitere gemeinnützige Einrichtungen, eine Universität und ein eingetragener Verein in Berlin, ihre Gelder für unsere Spezialfonds anvertraut.

Wie hoch ist das Anlagevolumen?

Bis vor kurzem waren es 65 Millionen Euro. Inzwischen sind aber fünf Millionen abgeflossen, weil das Johannesstift diese Gelder für verschiedene Projekte benötigt, unter anderem den Neubau eines Krankenhauses. So etwas geschieht im Rahmen einer mehrjährigen Finanzplanung. Da gibt es nicht nur das Stiftungskapital, sondern auch Rückstellungen und Reserven für bestimmte Projekte. Nach und nach wird das Vermögen nach einem Abfluss auch wieder aufgestockt. Auf solche Bewegungen bin ich im Rahmen meines drei- bis fünfjährigen Anlagehorizonts vorbereitet.

„ETF-Allokation hat sich bewährt“



Wie setzen Sie heute ETFs ein? Sie waren ja vor sieben Jahren einer der ersten Stiftungsmanager, der auf ETFs setzte. Nutzen Sie heute mit dem breiteren Angebot noch mehr ETFs?

Es wird Sie überraschen: Es sind heute weniger ETFs. Heute sind es überwiegend Einzelaktien. 2010 waren unsere Zielfonds noch zur Hälfte bis zwei Drittel mit ETFs bestückt. Seitdem haben wir aber unser Portfolio massiv umgebaut und setzen konsequent auf Nachhaltigkeit. Nachhaltigkeit ist oberstes Gebot. Wir glauben, dass wir das am besten aktiv mit Einzelaktien oder Einzelanleihen umsetzen können. Gleichwohl nutzen wir immer wieder ETFs kurzfristig als taktische Instrumente.

Warum können Sie das nicht überwiegend mit ETFs machen? Es gibt ja sogar spezielle Nachhaltigkeits-ETFs, zum Beispiel den Deka Oekom Euro Nachhaltigkeit, der ja sogar mit ihrem Kooperationspartner oekom research gestaltet wurde.

Zugestanden, es gibt gute Einzelprodukte. Insgesamt ist aber das ETF-Angebot in diesem Bereich überschaubar und für unseren sehr individuellen Ansatz in der Breite noch nicht ausreichend. Wir schauen uns jede einzelne Aktie an. Die von Ihnen genannte Ratingagentur oekom research in München prüft für uns detailliert, ob die geforderten Nachhaltigkeitskriterien erfüllt sind. Mit Einzelaktien und aktivem Management stellen wir nach unserer Erfahrung am besten sicher, dass unser Nachhaltigkeitsgedanke bei jedem Investment umgesetzt wird.

Nachhaltigkeit ist ja ein beliebter Begriff, der ganz unterschiedlich definiert und manchmal für Marketingzwecke zurechtgebogen wird. Wie gehen Sie zusammen mit oekom research vor?

Wir haben das intensiv diskutiert. Wir sehen Nachhaltigkeit auf verschiedenen Ebenen. Die oberste Ebene ist die der Stiftung als Organisation, die davon abgeleitete des Bausteins Vermögensmanagements. Für das Johannesstift, das im nächsten Jahr 160 Jahre alt wird, ist natürlich extrem wichtig, dass nachhaltig über Generationen so angelegt wird, dass die Substanzstärke und die Leistungsfähigkeit des Vermögens gesichert ist und die Stiftung uneingeschränkt

ihre Zwecke erfüllen kann. Dann geht es um ethische Kriterien, die für uns als Stiftung besonders wichtig sind. Ich habe auch an den Leitlinien der EKD mitgeschrieben, an denen wir uns natürlich orientieren. Bei uns im Evangelischen Johannesstift ist die unmittelbare Spekulation mit Nahrungsmitteln ausgeschlossen. Ansonsten bin ich kein Freund von Ausschlusskriterien, sondern befürworte den absoluten Best-in-Class-Ansatz, wie von oekom research umgesetzt. Ausgewählt werden immer die Unternehmen, die in ihrer Klasse am besten die Nachhaltigkeitskriterien erfüllen, und das bei steter Einhaltung von definierten Mindestkriterien. Die Stiftungsinvestments werden von oekom research umfassend begleitet und sehr streng geprüft. Mit dieser Herangehensweise ist damit auch das, was als ethisch problematisch eingestuft wird, zum Beispiel die Produktion von Waffen, immer aus dem Portfolio der Stiftung rausgefallen. Gleichwohl schauen wir uns jeden Wert immer wieder an, ob es ethisch problematische Entwicklungen gibt. Positiv ist auch zu vermerken, dass aktive Fondsmanager immer häufiger Nachhaltigkeitskriterien bei ihrer Auswahl berücksichtigen.

Wie gestalten Sie das Risikomanagement? Bei einem so hohen Aktienanteil ist das ja besonders wichtig.

Wir nutzen u.a. Futurekontrakte zu Absicherung. Das funktioniert ganz gut mit einem breiten Portfolio aus Einzelwerten, aber auch mit Standard-ETFs.

Sie haben Befürchtungen wegen der Anleihen, die ja bei Ihnen immer noch mehr als die Hälfte des Portfolios ausmachen. Wie sichern Sie sich gegen Zinsänderungen ab? Futures helfen nur kurzfristig. Was ist mit inflationsgeschützten Anleihen, die es ja auch als ETFs gibt?

Deren Einsatz diskutieren wir sehr intensiv, haben uns aber noch nicht zu einer Investition durchgerungen. Noch ist nicht klar, ob die Inflation tatsächlich längerfristig deutlich anziehen wird. Wir beobachten die Entwicklung sehr genau. Wir schauen auf Marktphasen und Trends. Sollte es eine klare Wende zu mehr Inflation geben, könnte der Zeitpunkt kommen, dass wir solche Instrumente auch einsetzen.

ETFs in der Liquiditätsfalle?



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

Ein gut gemeinter Aufklärungsartikel der BaFin für Privatanleger zu den ETFs hat in der Fondsbranche einige Diskussionen ausgelöst. „BaFin rückt ETFs ins rechte Licht“ heißt es in der Veröffentlichung eines Anbieters aktiver Fonds, der dann flugs für seine Produkte als die bessere Alternative wirbt. Beim genauen Lesen der BaFin-Verbraucherinformation wird schnell klar: Da hat sich jemand ein paar Risikopunkte herausgepickt um damit Marketing zu betreiben. In diesem Artikel geht es darum zu klären, ob Aktien-ETFs so sicher wie Zinsen sind, die ja bekanntlich zurzeit kaum zu bekommen sind. Das sind sie natürlich nicht, weil Aktien nicht so sicher wie Staatsanleihen mit hoher Bonität sind, aber Aktien mit höheren Risiken auch mehr Rendite bieten – nun wahrlich keine neue Erkenntnis.

Die BaFin macht privaten Anlegern in diesem Artikel klar, dass ETFs nicht risikolos sind. Daran muss man in der Tat immer wieder angesichts manch schöner Werbesprüche der Branche erinnern. ETFs nivellieren zwar das Einzelrisiko in einem breit gestreuten Index, nicht aber das Marktrisiko. ETFs schwanken wie die abgebildeten Märkte. Genau das wird von einem Indexfonds erwartet.

Warum die BaFin Anleger eindringlich vor dem Liquiditätsrisiko in Marktturbulenzen warnt, erschließt sich dem institutionellen Profi, der seit Jahren in teilweise heftig schwankenden Märkten mit Millionen, ja Milliarden agiert, nicht unbedingt. Immerhin haben die ETFs und ihre robuste Handelstechnik zuletzt in der Finanzkrise 2008 gezeigt, dass sie liquide sind. Zwar wurden mit erhöhter Volatilität die Spreads ausgeweitet, aber handeln konnte man immer. Genau das hat den Siegeszug der ETFs bei den institutionellen Anlegern enorm befördert.

Die BaFin fordert die privaten Investoren auf, kritisch zu hinterfragen, ob sie die Anteile auch wirklich jederzeit zu einem „fairen“ Preis verkaufen können. Liest sich gut, aber niemand weiß, was der wirklich faire Preis in einer Situation extremen Risikos ist. Größere Spreads sind kein „unfairer Preis“, sondern der Preis für das erhöhte Risiko.

Der Profi weiß darum. Er schaut in den Normalzeiten, dass er ETFs erwirbt, die eine hohe Liquidität aufweisen – in der Annahme, dass sie das auch in turbulenten Zeiten tun und notfalls einen akzeptablen Ausstiegskurs ermöglichen.

Das Fondsvolumen ist ein erster Anhaltspunkt. Je größer der Fonds, desto mehr Market Maker betreuen ihn. Das kann in Krisenzeiten hilfreich sein. Aber viel wichtiger ist immer die Liquidität des Underlyings. Grundsätzlich gilt, wenn es beim Underlying Stress gibt, gibt es den auch bei den ETFs. Ein Fonds der 100 Millionen Euro Volumen hat, muss nicht unbedingt größere Probleme haben als ein ETF mit einer Milliarde Euro, wenn es sich um hochliquide Referenzwerte wie DAX-Aktien handelt. Dabei hilft die robuste Handelstechnik mit dem Creation-Redemption-Prozess. Anders sieht es bei exotischen Underlyings wie Emerging-Markets-Aktien aus, deren Liquidität deutlich geringer als bei Standardwerten ist. Da hat der große Fonds ebenso viele Probleme wie der kleine, wenn er verkaufen muss.

Im Übrigen gilt, dass auch klassische Aktienfonds in solchen Turbulenzen ihre Schwierigkeiten bekommen. Zwar kann ein solcher Fonds etwas verzögert reagieren, sofern er gerade eine große Barquote aufweist. Aber wenn immer mehr Anteile zurückgegeben werden, muss ebenso verkauft, im Extremfall der Fonds sogar geschlossen werden. Auch dafür gibt es Beispiele.

Den Privatanlegern darf man raten, dass sie sich vom Thema Liquidität in Marktturbulenzen nicht verrückt machen lassen. Institutionelle Anleger haben die Erfahrung bisher gemacht, dass diese selbst in der Finanzkrise gut gemeistert werden konnte. Viel wichtiger ist das Marktrisiko allgemein. Das lässt sich mit breiter Streuung über Anlageklassen, Regionen, Branchen, deutlich abmildern. Hilfreich sind auch Produkte mit ETFs, die nicht nur breit diversifiziert sind, sondern mit aktiver Risikosteuerung Verluste begrenzen können.

Das Gespenst der Zinswende in Europa



Nach neuen Rekorden gaben die Kurse der europäischen Aktien gegen Ende Juni kräftig ab. Grund dafür waren Äußerungen der EZB, die auf ein Ende der ultralockeren Geldpolitik hindeuteten. So verdoppelten sich die Renditen der zehnjährigen Bundesanleihen auf 0,54 Prozent. Der Euro STOXX 50 verlor 3,2 Prozent, der DAX mit 2,3 Prozent ein bisschen weniger. Der TecDax, der zuvor ja überdurchschnittlich geklettert war, fiel gleich um 4,4 Prozent. Verstärkt wurde dies durch eine allgemeine Schwäche der Technologiewerte, die auch die Nasdaq kurzfristig unter Druck setzte.

In den USA blieben die Märkte ansonsten gelassen, hatten sie so etwas ja schon 2013 erlebt, als die Fed erste Andeutungen einer Änderung der Geldpolitik machte. Der S & P 500 schaffte 0,5 Prozent, der Dow-Jones-Index sogar 1,6 Prozent. Besser war nur der Nikkei, der zwei Prozent zulegte. Die EZB-Andeutung bekam dem Euro gut. Er verbesserte sich um 1,6 Prozent gegenüber dem US-Dollar.

Verlierer waren im Juni zudem die Rohstoffe. Der Ölpreis sackte um fast fünf Prozent ab, nachdem Präsident Trump verkündet hatte, Amerika wolle zum Nettoexporteur von Öl werden. Erwischt wurde auch der Silberpreis, der um vier Prozent fiel. Auslöser dafür war ein plötzlicher Preistrutsch, der auf einen Buchungsfehler im Handel zurückgehen könnte. Der wurde zwar schnell wieder ausgebügelt, aber am Monatsende blieb doch ein dickes Minus übrig. Dieser Bewegung konnte sich Gold nicht entziehen. Der Preis gab um 2,1 Prozent ab.

Die überwiegende Schwäche spiegelte sich bei den ETFs wieder. Verkauft wurde, was mit Öl, Gas und anderen Rohstoffen zu tun hat, teilweise ein Minus bis acht Prozent. Die europäische Telekommunikationsbranche, die ja gemeinhin immer als besonders zinsempfindlich gilt, hatte auch keinen guten Monat; das Minus betrug im Durchschnitt sechs Prozent. Bei den Länder-ETFs ragte wieder mal Brasilien negativ heraus, hier ging es um bis zu sieben Prozent abwärts.

Auf der Gewinnerseite war die Biotechbranche zu finden, die allerdings im Mai einen schwachen Monat hatte, und sich mit rund sechs Prozent gut erholen konnte. Mexiko und Griechenland waren mit Gewinnen von sechs bis acht Prozent die Renner bei den Länder-ETFs. Auch China-ETFs waren im Spitzenfeld zu finden, besonders mit den sogenannten A-Shares. Einige dieser ursprünglich inländischen Investoren vorbehaltenen Aktien wurde in den MSCI China aufgenommen.

ETF Markt – AuM

-1% ▼

613,2 MRD.

ETF Markt – Produkte

0,9% ▲

1.706 ETFs



Quelle: Morningstar

Entwicklung AuM in Assetklassen (monatlich)

Aktien

-0,6% ▼

403,9 MRD.

Renten

1,8% ▲

143,6 MRD.

Rohstoffe

-2,3% ▼

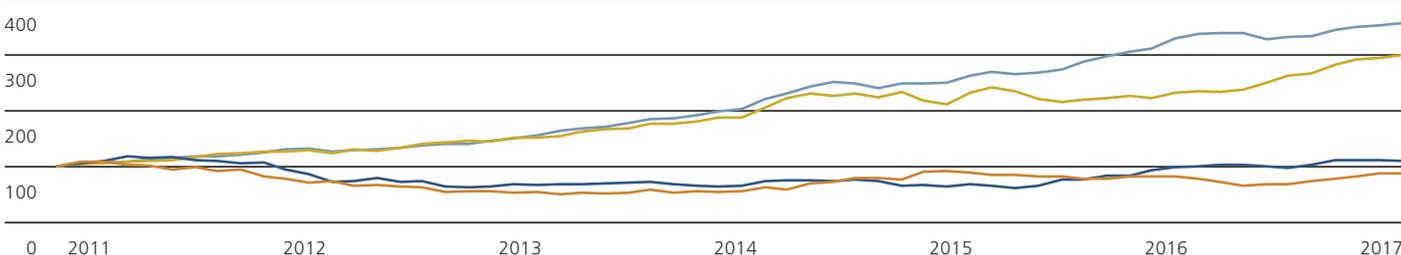
47,8 MRD.

Geldmarkt

-3,4% ▼

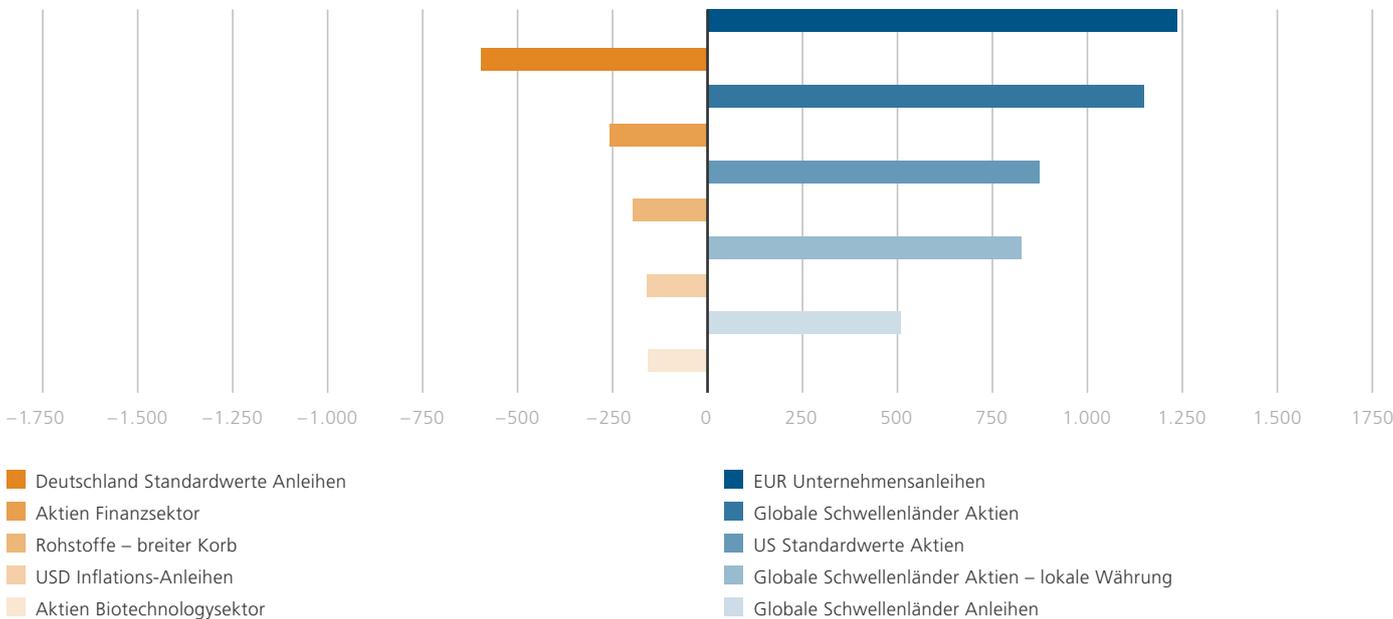
3,6 MRD.

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



Quelle: Morningstar

Netto-Mittel: Ab- und Zuflüsse nach Anlageklassen in Mio. Euro (Juli 2017)



Quelle: Morningstar

Aktien Finanzsektor

-259,2 MIO.

Deutschland Standardwerte Aktien

-602,9 MIO.

EUR Unternehmensanleihen

+1,2 MRD.

Globale Schwellenländer Aktien

+1,1 MRD.

Verlierer bei den Anlagekategorien waren vor allem deutsche Standardwerte, deren Nettomittelaufkommen um 602,9 Millionen Euro zurückging. Unter Druck waren ferner Aktien aus dem Finanzsektor (-259,2 Mio. €), breite Rohstoff-ETFs (-197,1 Mio. €), US-Dollar-Inflationsanleihen (-158,8 Mio. €) und die Biotech-Aktien (-155,1 Mio. €).

Was war besonders gefragt? Frisches Geld ging vor allem an die Euro-Unternehmensanleihen (+ 1,2 Mill. €). Sie bieten ja immer noch etwas Zinsen und ihre Bonität gilt wegen der robusten Konjunktur als ziemlich sicher. Es folgten in der Gunst der Investoren globale Schwellenländer-Aktien (+ 1,1 Mill. €), US-Aktienstandardwerte (+ 868,6 Mio. €), globale Schwellenländeranleihen in Lokalwährung (+ 818,4 Mio. €) und Schwellenländeranleihen in Standardwährungen (+ 515,1 Mio. €).

Marktkommentar: Bullen und Bären kämpfen wieder

Wie geht es nun weiter an den Börsen? Wie oft sind sich die Auguren nicht einig. Die Pessimisten sehen eine ausgedehnte Konsolidierungsphase, zumindest über den Sommer hinweg, erst recht, wenn die Zinsen weiter anziehen sollten. Die Optimisten verweisen auf die USA, wo die Renditen nach der ersten Ankündigung der Fed, die expansive Politik zu drosseln, zwar zunächst stiegen, dann aber wieder fielen als klar wurde, dass es zu keiner drastischen Wende kommen würde.



Bullen und Bären kämpfen also wieder, was ja nach den jüngsten Rekorden erfahrungsgemäß nur gesund und damit willkommen ist.

Halbzeit 2017: Es lief ganz gut.

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank



Die erste Hälfte des Anlagejahres 2017 ist vorbei, die Mannschaften haben sich zum großen Teil in den Urlaub verabschiedet. Hinsichtlich der Prognosen vom Januar 2017 kann das Deka-Team zufrieden sein. Der Ausblick auf eine starke Weltwirtschaft bei moderater Inflation erwies sich als richtig. Lediglich um einen Zehntelprozentpunkt auf jetzt 1,6% haben wir die Wachstumsschätzung für Deutschland seither nach oben genommen. Unsere Prognose der 10-jährigen Bundrendite für Ende Juni lag bei 0,45% – mit dem Kommentar „volatil aufwärts“. Auch das ziemlich gut gepasst, der tatsächliche Wert lag bei 0,47%. Für die Aktienmärkte lautete zu Jahresbeginn unsere DAX-Vorausschau in den „Volkswirtschaft Prognosen“ für Ende Juni 12.500 Punkte, der Durchschnitt der letzten Handelswoche des ersten Halbjahres lag bei 12.566 Punkten. Hier hatten wir allerdings vor allem wegen der unsicheren Wahlausgänge in den Niederlanden und in Frankreich mit höheren Schwankungen gerechnet. Diese Schwankungen kamen stattdessen Ende Juni als Reaktion auf die Äußerungen Mario Draghis zur unvermeidlichen Straffung der europäischen Geldpolitik. Während wir uns mit einer Ölpreisprognose von 49 US-Dollar je Barrel (Sorte Brent) ebenfalls nicht zu verstecken brauchten (tatsächlich: 47,92), hatten wir die relative Euro-Stärke zur Jahresmitte nicht auf dem Schirm. Beim Euro-Dollar-Wechselkurs halten wir jedoch angesichts der Erwartung, dass die US-Zinsen schneller steigen als diejenigen in Euroland, an einem Korridor von 1,15 bis 1,05 weiter fest. Alles in allem kann man nicht zuletzt mit Blick auf die politischen Sorgen am Jahresanfang konstatieren, dass es mit der Wirtschaft und den Märkten in der ersten Halbzeit ganz gut lief.

Abgerechnet wird allerdings erst nach Spielende, und so blicken wir mit Spannung auf die zweite Jahreshälfte. Die EZB hat sich umgehend bemüht, die heftigen Reaktionen der Anleihe- und Aktienmärkte auf die Draghi-Äußerungen wieder glattzubügeln. Aber es führt kein Weg daran vorbei, dass die Zinskurve sich – sehr (!) langsam – nach oben bewegen muss. Dadurch werden spätestens im kommenden Jahr auch die Aktienmärkte die eine oder andere Verschnaufpause einlegen müssen. Hieraus jetzt für den langfristigen Aktienanleger – der über die vergangenen Jahre deutliche Gewinne verbuchen konnte – die Notwendigkeit von Gewinnmitnahmen abzuleiten, ist zurzeit nicht unsere Strategie. Denn kurzfristig erwarten wir mit weiterhin starken Wirtschaftsdaten nach der Sommerpause eher neue Impulse für die Aktienmärkte. Und Verschnaufpausen hin oder her – mittelfristig führt an Aktien bei weiterhin superniedrigen bzw. sogar negativen Realrenditen von Einlagen und Staatsanleihen kein Weg vorbei.

Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:

Deutschland:

- ▲ Bruttoinlandsprodukt 2017/18: jeweils 1,7% (bisher: 1,6%)
- ▼ Inflation 2017/18: jeweils 1,6% (bisher: 1,7%).

Euroland:

- ▲ Bruttoinlandsprodukt 2017 bzw. 2018: 2,0% (bisher: 1,9%) bzw. 1,7% (bisher: 1,6%)
- ▼ Inflation 2017 bzw. 2018: jeweils 1,5% (bisher: 1,6%).

USA:

- ▼ Inflation 2017 bzw. 2018: 2,1% (bisher: 2,3%) bzw. 2,4% (bisher: 2,6%).

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Auch im Mai ist die Stimmung um ein Vielfaches besser gewesen als die harten Konjunkturindikatoren: ein Allzeithoch beim ifo Geschäftsklima und ein Wert für den Industrie-Einkaufsmanagerindex, der ein faktisch unerreichbares Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal von annualisiert 6 % signalisiert. Würden die Signale der Stimmungsindikatoren zutreffen, so müsste die deutsche Industrieproduktion um knapp 10 % über dem Vorjahresniveau liegen, tatsächlich übertrifft sie es „nur“ um 5 %. Auch wenn die Versprechungen der Stimmungsindikatoren übertrieben sind, eine Botschaft kann man dennoch herauslesen: Die Konjunktur läuft gut, und das zeigen auch die aktuellen harten Daten wie Produktion und Einzelhandelsumsätze.

Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2017/18: jeweils 1,7 % (bisher: 1,6 %); Inflation 2017/18: jeweils 1,6 % (bisher: 1,7 %).

Euroland

Im ersten Quartal 2017 stieg das Euroland-Bruttoinlandsprodukt so kräftig wie seit zwei Jahren nicht mehr. Einer der wichtigsten Stimmungsindikatoren, das Economic Sentiment der EU-Kommission, signalisiert für das zweite Quartal erneut eine Wachstumsbeschleunigung. Der Indikator ist im Durchschnitt der Monate April bis Juni auf den höchsten Stand seit fast zehn Jahren angestiegen. Sowohl bei den Unternehmen als auch bei den privaten Haushalten ist die Stimmung prächtig. Die Preisentwicklung ist allerdings nach wie vor gedämpft. Die Inflationsrate ist im Juni auf 1,3 % zurückgegangen (Mai: 1,4 %). Dies ist der niedrigste Wert in diesem Jahr. Insbesondere bei den Energiepreisen hat sich die Dynamik verringert: Während die Energiepreise im Mai noch um 4,5 % im Jahresvergleich zugelegt hatten, waren es im Juni nur noch 1,9 %.

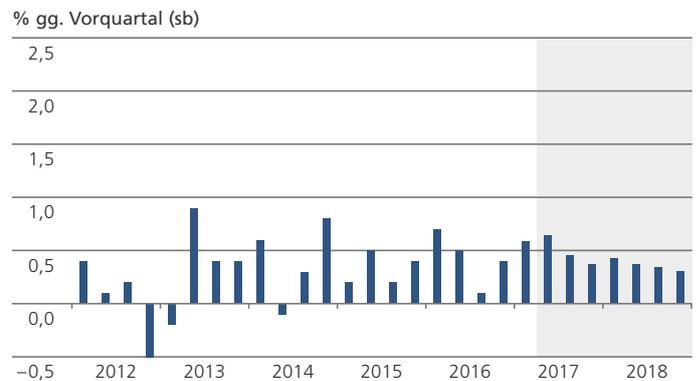
Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2017 bzw. 2018: 2,0 % (bisher: 1,9 %) bzw. 1,7 % (bisher: 1,6 %); Inflation 2017 bzw. 2018: jeweils 1,5 % (bisher: 1,6 %).

USA

Die makroökonomischen Daten haben in den vergangenen Wochen vielfach negativ überrascht. Allerdings waren die Auswirkungen auf unsere Prognose des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal eher gering. Nach wie vor deuten die Indikatoren insgesamt eine Wachstumsbeschleunigung gegenüber dem schwachen ersten Quartal an. Insbesondere der private Konsum dürfte hierzu beigetragen haben. Dieser wird von einer insgesamt soliden Einkommensentwicklung gestützt, und auch die Stimmung der privaten Haushalte ist ungewöhnlich gut. Schwächer als erwartet sind die Verbraucherpreise im Mai angestiegen. Hierzu trugen nicht nur die Energiepreise bei. Vielmehr war auf breiter Front die Preisdynamik schwach. Dafür überraschte der Arbeitsmarktbericht für Juni aber positiv.

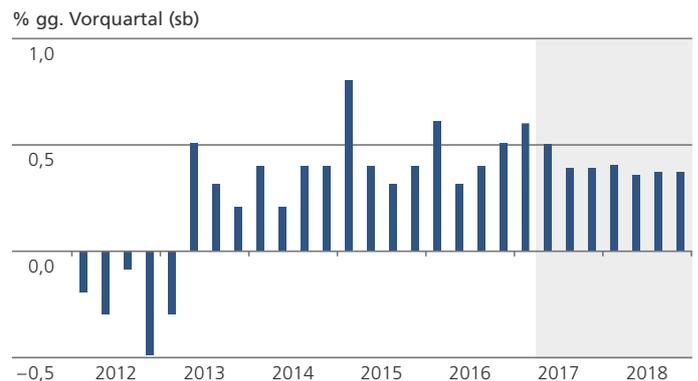
Prognoserevision: Inflation 2017 bzw. 2018: 2,1 % (bisher: 2,3 %) bzw. 2,4 % (bisher: 2,6 %).

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt



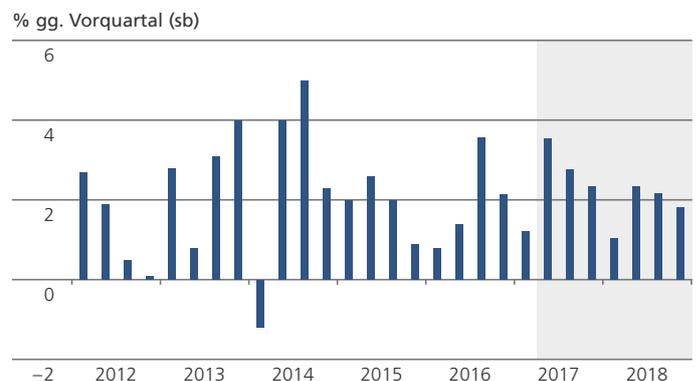
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Die Kommunikation der EZB war in den letzten Monaten ambivalent. Einerseits betonten verschiedene Ratsmitglieder, dass die derzeitige Geldpolitik vorerst fortgesetzt werden müsse. Andererseits zeigte sich Präsident Draghi auffallend zuversichtlich, dass die wirtschaftliche Erholung letztlich zu mehr Inflation führen wird. Implizit senkte er damit die Hürden für einen zukünftigen Kurswechsel in der Geldpolitik. Denn wenn die EZB überzeugt ist, dass der Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Auslastung und Verbraucherpreisen intakt ist, braucht sie mit einer Normalisierung ihrer Geldpolitik nicht unbedingt zu warten, bis die Inflation tatsächlich angestiegen ist. Im Herbst dürfte die EZB ankündigen, ihre Wertpapierkäufe im kommenden Jahr sukzessive auslaufen zu lassen. Um die Marktauswirkungen dieses Ausstiegs in Grenzen zu halten, dürfte sie die Absicht unterstreichen, die Leitzinsen noch für längere Zeit unverändert zu lassen. Wir erwarten die erste Anhebung des Einlagensatzes nicht vor Mitte 2019 und einen entsprechend langsamen Anstieg der EONIA- und EURIBOR-Sätze.

Prognoserevision: –

Rentenmarkt Euroland

Während die EZB weiterhin die Absicht betont, ihre derzeitige Geldpolitik vorerst fortzusetzen, hat Präsident Draghi die Hürden für einen Ausstieg zuletzt niedriger gelegt. Wir gehen davon aus, dass die EZB aufgrund der zunehmenden Verknappung insbesondere von Bundesanleihen ihre Wertpapierkäufe im Verlauf des kommenden Jahres sukzessive auslaufen lassen wird. Eine Ankündigung dessen erwarten wir für den Herbst. Gleichzeitig dürfte sie aber auch zusichern, die Leitzinsen noch für einige Zeit nicht anzuheben, um die Auswirkungen des geldpolitischen Ausstiegs auf die Staatsanleihemärkte der Peripherieländer in Grenzen zu halten. Dies dürfte einem weiteren Anstieg der Renditen kurzlaufender Bundesanleihen entgegenwirken, während die Aussicht auf sinkende Käufe der EZB für eine weitere Versteilung der Bundkurve spricht.

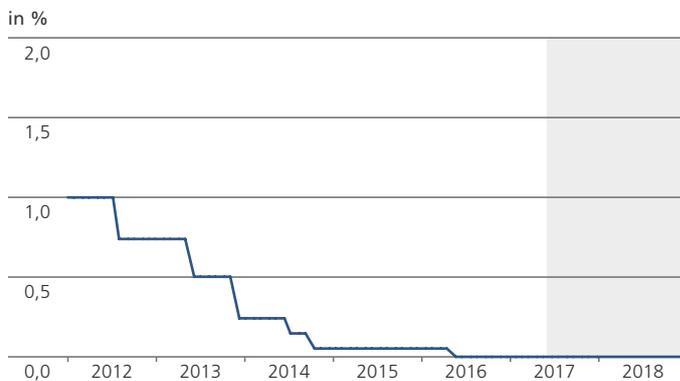
Prognoserevision: –

Devisenmarkt: EUR-USD

Der Juni begann für den Euro gegenüber dem US-Dollar zunächst mit einer lustlosen Seitwärtsbewegung um die Marke von 1,11 EUR-USD, und es sah fast so aus, als würde der EUR-USD-Wechselkurs den Juni auch auf diesem Niveau beenden. Doch am 27. Juni ist der Euro gegenüber dem US-Dollar sprunghaft auf über 1,13 EUR-USD angestiegen. Dies war eng verknüpft mit einer Rede von EZB-Präsident Mario Draghi, der sich außergewöhnlich lobend über den guten Zustand der Wirtschaft in der Europäischen Währungsunion geäußert hat. Dies wurde umgehend an den Devisenmärkten als Signal für einen schneller als bislang erwarteten Ausstieg aus der extrem lockeren Geldpolitik interpretiert und hat dem Euro Auftrieb gegeben. Die Euro-Aufwertung Ende Juni bis auf 1,14 EUR-USD wurde zudem von guten Wirtschaftsdaten aus Euroland unterstützt.

Prognoserevision: –

EZB: Hauptrefinanzierungssatz



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR-USD



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Aktienmarkt Deutschland

Das Wachstum der deutschen Wirtschaft hat sich in den vergangenen Monaten weiter stabilisiert und mit der positiven Entwicklung in wichtigen Schwellenländern auch seine Basis verbreitert. Dementsprechend verwundert es kaum, dass die Unternehmen sowohl ihr operatives Umfeld als auch ihre Geschäftsaussichten anhaltend positiv einschätzen und sich dies auch positiv auf die Stimmung der Konsumenten überträgt. Auch wenn einzelne Unternehmen aus Deutschland vor einer schwächeren Gewinnentwicklung im zweiten Quartal gewarnt haben, sollten die Unternehmensberichte zum zweiten Quartal in der Summe positiv ausfallen und den Aktienmarkt fundamental unterstützen. Demgegenüber sorgt die Perspektive auf ein Zurückfahren der ultralockeren Geldpolitik für etwas Verunsicherung. In Abwägung der einzelnen Komponenten überwiegt das positive Wachstums- und Gewinnumfeld, sodass unsere Empfehlung, am Aktienmarkt investiert zu bleiben, unverändert Bestand hat.

Prognoserevision: –

Unternehmensanleihemarkt Euroland

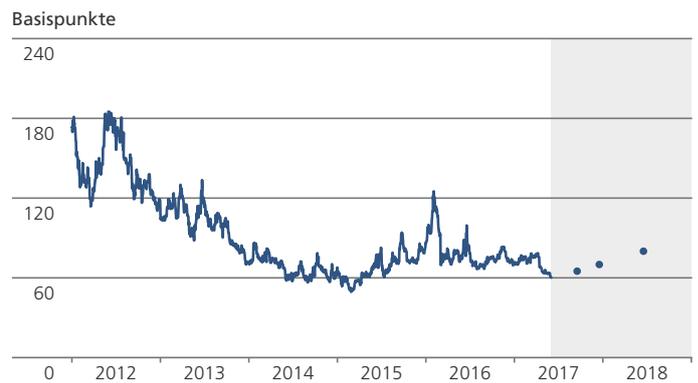
Der kleine Zinswarschuss, den Draghi und weitere internationale Notenbanker den Rentenmärkten verpasst haben, konnte die Kreditmärkte nicht sonderlich beeindrucken. Zwar wäre angesichts von steigenden Renditen und einer Rückführung der quantitativen Geldpolitik auch mit höheren Risikoaufschlägen zu rechnen. Doch wird eine Zinswende erstens sehr behutsam eingeleitet werden und zweitens insbesondere für Unternehmensanleihen schonend erfolgen. Zusätzlich werden Corporates von guten Konjunkturdaten unterstützt, die sich zunehmend in positiven Gewinnmeldungen widerspiegeln. Nach den erfreulichen Unternehmensberichten zum ersten Quartal wird auch in der laufenden Berichtssaison mit überwiegend steigenden Umsätzen und Gewinnen gerechnet. Daher bleiben die Risikoaufschläge niedrig, insbesondere auch für Unternehmen aus dem High Yield-Bereich.

Aktienmarktprognose

	09.07.2017	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	12.445,92	12.500	13.000	11.800
EuroStoxx50	3.478,06	3.600	3.650	3.300
S&P 500	2.427,43	2.400	2.400	2.200
Topix	1.615,48	1.600	1.600	1.400

Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

iTraxx Europe (125)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Emerging Markets

Emerging Markets: Märkte

Der positive Trend von Schwellenländer(EM)-Anlagen hat sich in den vergangenen Wochen nicht fortgesetzt. Doch angesichts der negativen geopolitischen Nachrichten und des Renditeanstiegs bei US-Staatsanleihen sehen wir die zu beobachtende Konsolidierungsbewegung eher als Zeichen des Vertrauens in die Anlageklasse der Schwellenländer. Die Gelassenheit der Investoren ist auch darauf zurückzuführen, dass man den Spielraum für weitere Zinsanhebungen seitens der US-Notenbank als begrenzt erachtet, auch wenn im September ein weiterer Zinsschritt folgen dürfte. Die Spannungen um das Atomwaffen- und Raketenprogramm Nordkoreas werden anhalten, und verschärfte Sanktionen gegen Nordkorea sind wahrscheinlich. Doch eine militärische Reaktion seitens der USA ist in absehbarer Zeit nicht zu erwarten. Allerdings könnte sich das Verhältnis zwischen den USA und China verschlechtern, nachdem die USA bereits Sanktionen gegen chinesische Unternehmen verhängt haben, die Geschäfte mit Nordkorea betreiben. Wir erwarten zunächst eine Fortsetzung der Seitwärtsbewegung bei Schwellenländeranleihen und -aktien.

EMBIG-Spread



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Szenarien

Basisszenario



(Wahrscheinlichkeit: 75 %)

- **Weltwirtschaft:** Etwas höhere Dynamik mit Wachstumsraten von etwa 3,5 %. Emerging Markets-Schwergewichte Russland und Brasilien lassen Rezession hinter sich.
- **Euroland:** Wirtschaft nähert sich in moderatem Wachstumstempo der Vollauslastung. Politische Risiken belasten Stimmung und Investitionsaktivität. Mangelhafte Reformfähigkeit der südeuropäischen Problemländer bleibt bestehen.
- **Deutschland:** Sorgen über die Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen halten Unternehmen von größeren Investitionen ab. Allgemeine Verfassung der Volkswirtschaft ist aber noch gut.
- **Vereinigtes Königreich (UK):** EU-Austritts-Votum bringt politische und ökonomische Unsicherheit. Austrittsprozess geht weitgehend geordnet vonstatten. Wachstumserwartungen für UK werden durch zu erwartenden Austritt gedämpft.
- **USA:** Wirtschaftspolitische Pläne der neuen US-Regierung sind politisch nur zum Teil umsetzbar. Die Maßnahmen haben stimulierende (Steuersenkungen) wie auch bremsende Effekte (Handelsbeschränkungen, Begrenzung der Immigration), die in der Summe zu anhaltend moderatem Wachstum führen sollten.
- **Inflation:** Euroland nähert sich nur langsam der Vollauslastung der Kapazitäten. Daher bleiben Inflationsraten unerwünscht niedrig. In den USA steigende Inflation dank niedriger Arbeitslosigkeit.
- **Geldpolitik:** Ab 2018 in Euroland langsame Rückführung der Anleihekäufe. Anhaltende ultra-niedrige Leitzinsen in Euroland und Japan. Dynamik der Leitzinserhöhungen der US-Notenbank Fed wird nur langsam höher.
- **Finanzmärkte:** Leichte Verluste an Rentenmärkten angesichts steigender Renditen. Moderate Anstiege der Aktienkurse in Euroland, USA und Japan bei hohen Schwankungen.
- **Geldanlage:** Politische Unsicherheit und damit verbundene Schwankungen an Finanzmärkten machen eine breite Streuung der Geldanlagen und regelmäßiges Sparen sinnvoller denn je.

Negativszenario



(Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Massive Handelsbeschränkungen der US-Regierung sowie Gegenmaßnahmen betroffener Staaten könnten zu einem Handelskrieg eskalieren, der die Welthandelsarchitektur nachhaltig verändern würde. Kurzfristige Folge wäre ein weltweiter Konjunkturreinbruch mit negativen Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität. Ein Rückzug der USA aus globaler Verantwortung könnte lokale Krisen schüren.
- Aus dem Ruder laufende Inflation könnte zu kräftigen Leitzinssteigerungen führen, was in den Jahren nach 2017 einen konjunkturellen Einbruch und finanzielle Instabilitäten durch rückläufige Aktien- und Anleihekurse sowie Rückgänge bei Immobilienpreisen zur Folge haben könnte.
- Euro-kritische Kräfte in einzelnen Ländern bringen Reform- und Anpassungsprozess in Euroland zum Stillstand. Daraus resultierende Verunsicherung könnte eine Rezession und negative Finanzmarktreaktionen auslösen, die den Bankensektor erneut in eine Krise stürzen könnten.
- EU-Austritts-Prozess in UK erfolgt ungeordnet. Folge wären spürbare Marktverwerfungen in UK und in der EU.
- Weitere Ausweitung der Krisen in Syrien und der Ukraine könnte den Ost-West-Konflikt erneut aufleben lassen.
- Ausgeprägte und dauerhafte Wachstumsabschwächung in China und anderen großen Emerging Markets mit der Folge einer globalen Rezession.

Positivszenario



(Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Ansteigende weltwirtschaftliche Dynamik ohne größeren Anstieg der Inflationserwartungen. Dies würde den Notenbanken eine sehr behutsame Straffung ihrer Geldpolitik ermöglichen. Die Gesundung der Finanzsysteme schreitet in diesem Szenario zügig mit dem Abbau von Verschuldung voran.
- Austritt des Vereinigten Königreichs könnte in der Europäischen Union (EU) einen Reformprozess anstoßen, der in höheres Wachstum und solidere Staatsfinanzen mündet.
- 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
www.deka-etf.de

