

ETF Wertarbeit

03 / 18

Sehr geehrte Investoren,

die Aktienmärkte kommen nicht zur Ruhe. Hatte im Februar die Sorge vor einer US-Leitzinsanhebung zu Turbulenzen geführt, so geht nun das Gespenst des Handelskriegs um. Droht jetzt der direkte Weg in die Rezession? Unsere Volkswirte sehen die aktuelle Phase eher als andauernde Korrektur. Sie erwarten, dass sich das fundamental günstige Umfeld im Jahresverlauf durchsetzen wird – mit Potenzial für klar höhere Kursniveaus. Die Wahrscheinlichkeit, dass weitreichende Handelsschranken implementiert werden, ist zwar gestiegen, wird aber von unseren Volkswirten nach wie vor als gering bewertet.

Vor 10 Jahren wurde der erste Deka ETF aufgelegt. Unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann und unser Interviewpartner Dr. Ulrich Neugebauer, Geschäftsführer Deka Investment und Leiter Quantitatives Fondsmanagement & ETF, schauen zurück auf diese bewegte Zeit, die 2008 mit einem Jahrhundert-Crash begann: Der Lehman-Pleite und der folgenden Finanz- und Staatsschuldenkrise. Dass Deka ETF dennoch zu einer Erfolgsgeschichte wurde, liegt nicht zuletzt daran, dass Anleger in einem solchen Umfeld – mehr denn je – transparente Produkte suchen, mit denen sie auch in schwierigen Märkten handlungsfähig bleiben. Die Philosophie des „German Engineering“ ist laut Dr. Neugebauer zugleich Grundstein des vergangenen Erfolgs wie zentraler Ansporn für die Zukunft: Der Anspruch, ETFs und passive Mandate in höchster Qualität und Präzision zu liefern, ist und bleibt unsere Messlatte.

Ihr Deka ETF Team

Interview

Dr. Ulrich Neugebauer

„Höchste Qualität ist unser Markenkern“

Im Gespräch mit dem Geschäftsführer Deka Investment und Leiter Quantitatives Fondsmanagement & ETF. →

Kolumne

Dr. Bernhard Jünemann

ETFs zwischen Baisse und Boom

Wie die wilden Jahre seit der Finanzkrise und die Erfolgsgeschichte der ETFs zusammenhängen. →

Zahl des Tages

USA Inflation 2018

2,5 % (2,3 %)

Die Inflation in den USA zeigt Anzeichen einer stärkeren Beschleunigung. →

ETF-Monitor Februarstürme

– 5,7 %

Unter den großen Märkten verlor der DAX mit –5,7 % am deutlichsten. →

Makro Research mit Dr. Ulrich Kater Volkswirtschaftliche Prognosen

Jetzt direkt in die Rezession? Nein!

Warum die Deka-Volkswirte trotz drohenden Handelskrieges mit positiven Impulsen im Jahresverlauf rechnen. →

„Höchste Qualität ist unser Markenkern“



Das ETF-Geschäft der Deka feiert zehnjähriges Jubiläum. Dr. Ulrich Neugebauer, Geschäftsführer Deka Investment und Leiter Quantitatives Fondsmanagement & ETF, zieht Bilanz und gibt einen Ausblick.

Kurz nach dem Einstieg der Deka in das ETF-Geschäft kam die Finanzkrise. Diese brachte trotz aller Turbulenzen den Durchbruch für ETFs bei den institutionellen Anlegern. Was macht diese Produkte so attraktiv?

Ich sehe dafür vor allem drei Gründe. Erstens bieten ETFs die Möglichkeit, sehr schnell auf Marktbewegungen zu reagieren. Zweitens erwirbt der Investor relativ einfach ein breit gestreutes Portfolio mit sehr niedrigen Kosten, sowohl für den Fonds als auch für den Handel. Der Bid-Ask-Spread an der Börse ist durch unsere vielen Market Maker in der Regel sehr eng. Drittens sind ETFs außerordentlich transparent. Transparenz war in der Finanzkrise und danach eines der höchsten Güter. Diese ist nur in einem Portfolio mit voller Replikation zu verwirklichen. Was auf dem ETF draufsteht, sollte auch im Portfolio enthalten sein. Kein Wunder, dass mit der Finanzkrise der Siegeszug der Full-Replication einherging. Bei swapbasierten Lösungen muss man immer fragen, was denn genau im Fonds enthalten ist. Das schreckt viele Anleger ab.

Können Sie uns mehr zur Rolle des ETF-Geschäfts in der Deka Gruppe sagen? Die ETFs sind bei Ihnen im Quantitativen Fondsmanagement angesiedelt. Gibt es hier besondere Synergien?

Die Deka ist das Wertpapierhaus der Sparkassen. Damit ist gleichzeitig auch der Anspruch eines Vollsortimenters verbunden. Unter dem Dach der Deka werden alle Produkte angeboten, welche die Sparkassen auch ihren Kunden anbieten. ETFs und aktive Produkte gehören zusammen. Wir sehen grundsätzlich nicht, dass sich aktive und passive Ansätze ausschließen, sie ergänzen sich vielmehr, vor allem im institutionellen Bereich. Deshalb gehören die ETFs auch zu unserem quantitativen Fondsmanagement. Wir denken, dass wir dort die Synergien am besten heben

können. Zudem können wir so einen integrierten Prozess bieten, der aktive, passive und alternative Beta-Produkte, wie zum Beispiel Faktorinvestments, umfasst. Alles wird von einem Team aus einer Hand gemanagt. So lässt sich nach unserer Erfahrung am besten abklären, welches Produkt für einen Kunden ideal ist. Beispielsweise können wir damit von aktiv über enhanced bis zum passiven Management alles in Mandaten aus einer Hand anbieten.

Ihr Slogan war und ist „Wertarbeit made in Germany“, und diesen haben Sie von Anfang an mit der physischen Replikation umgesetzt. Inzwischen ist diese Replikationsmethode Standard. Wo ist dann heute der USP der Deka in einem hart umkämpften Konkurrenzumfeld?

Wir bieten unter dem Druck der angelsächsischen und französischen Häuser rein deutsche ETFs an. Unsere Mitarbeiter haben große Erfahrung im passiven Fondsmanagement und können hierdurch höchste Qualität im Indextracking bieten, was sich klar in der Performance zeigt. Als deutscher ETF-Anbieter können wir zudem maßgeschneidert die Serviceanforderungen unserer deutschen Kunden erfüllen. Wir liefern die passenden Reportings, die steuerliche und regulatorische Anforderungen erfüllen. Das ist eine hohe Servicequalität für inländische Investoren. Unser Alleinstellungsmerkmal ist dann nicht nur „Made in Germany“, sondern German Engineering, also der Anspruch höchster Qualität und Präzision. Am Ende des Tages zeigt sich dies auch in der hohen Liquidität an der Börse. Da halten wir als kleinerer Anbieter mit den Tophäusern der Welt mit und können mit engen Spreads über alle Market Maker hinweg punkten. Kurzum: Höchste Qualität ist unser Markenkern.

„Höchste Qualität ist unser Markenkern“



Reicht dies, um beim rasanten Wachstum der ETFs mitzuhalten? Die Deka ist in der Wahrnehmung des Marktes nicht gerade ein aggressiver Anbieter. Trotzdem konnten sie die Assets deutlich steigern. Sie müssten mehr als zufrieden sein, oder fehlt noch etwas?

Wir sind damit sehr zufrieden. Gerade in den letzten Jahren haben wir ein starkes Wachstum gezeigt. So konnten wir mit dem Markt mithalten, auch ohne uns einer aggressiven Werbestrategie zu bedienen. Auch das gehört zu unserem Markenkern: Qualität ohne Marktschreierei. Institutionelle Investoren sind sich inzwischen sehr bewusst, dass es ETFs bei der Deka gibt. Ich bin überzeugt, dass wir in der Zukunft eine noch größere Rolle spielen werden.

Sie konzentrieren sich auf das Geschäft mit institutionellen Kunden. Konnten Sie in diesem hart umkämpften Marktsegment der Konkurrenz Paroli bieten?

Eindeutig ja. Wir sind bei vielen Sparkassen mit passiven Strategien positioniert, sei es mit ETFs oder mit passiven Mandaten. Das ist nicht der natürlichen Nähe zu den Sparkassen geschuldet, sondern erfordert die erwähnte hohe Qualität. Im Übrigen sind wir auch außerhalb des Sparkassensektors sehr erfolgreich, 80 Prozent unserer AuM entfallen auf Nicht-Sparkassen, auf Versicherungen, Pensionskassen und Asset Manager. Auch da punkten wir mit Service und auf die jeweiligen Kundengruppen zugeschnittenen Reportings.

Noch ist das ETF-Geschäft in Europa überwiegend institutionell geprägt, anders als in den USA. Ist die Zeit reif, den Privatkunden stärker in den Blick zuzunehmen? Die Nachfrage ist ja da, und die spüren auch die Sparkassen.

Es gibt in den USA klar eine stärkere Wertpapieraffinität der Privatkunden. Auch ist die Struktur des Marktes anders. Es fehlen dort Volksbanken und Sparkassen, bei denen jeder Zugang zu einer Wertpapierberatung hat. In den USA wird das Geschäft

daher stark von Online-Angeboten getrieben. Das merkt man allerdings inzwischen auch bei uns. Der Selbstentscheider findet hierzulande ein breites Angebot bei Online-Banken. Darauf reagieren wir. Wir haben Sparplanangebote beim S-Broker. Dort kann man Deka-ETFs kostenfrei erwerben. Das Wachstum ist rasant, wenngleich, so gestehe ich zu, von einem niedrigen Ausgangsniveau aus.

ETF-Sparpläne gibt es ja auch bei einzelnen Sparkassen. Wäre es nicht sinnvoll, wenn die Deka mit vermögensverwaltenden Produkten auf Basis von ETFs antreten würde?

Auch darauf reagieren wir. Die DekaBank hat eine digitale Vermögensverwaltung unter der Marke „bevestor“ geschaffen. Verschiedene Anlagelösungen sind dort geplant. In den Portfolios können bis zu 100 Prozent ETFs genutzt werden. Strategische Anpassungen und Rebalancing erfolgen dabei nach systematischen Kriterien. Mit diesem neuen Produkt wird es darüber hinaus möglich sein, dass der Kunde auch spezifische Themen zusätzlich belegen kann, zum Beispiel „Nachhaltigkeit“ oder spezielle Renten-Randmärkte. Dort kann er auch nach Wunsch aktive Fonds hinzuwählen. Die Logik dahinter kommt von unserem quantitativen Management und zeigt, wie die angesprochenen Synergien von quantitativem Fondsmanagement und passiver Anlage realisiert werden können.

Ihre Produktpalette ist mit 43 ETFs überschaubar. Könnten Sie da mit ihrem quantitativen Management nicht für mehr Innovation sorgen?

Natürlich haben wir eine Reihe von Multi-Asset-Produkten im quantitativen Bereich, die auch kostengünstig über ETFs abgebildet werden können. Unser Produktangebot bei ETFs ist konzentriert, aber fein. Wir bieten das Universum der Standardprodukte an. Aus unserem quantitativen Management können wir mehr ableiten, zum Beispiel die erwähnten alternativen Beta-Strategien. Die sind im Gewand von ETFs für Kunden hilfreich, werden aber bislang hauptsächlich als passive Mandate für institutionelle Kunden

„Höchste Qualität ist unser Markenkern“



maßgeschneidert. Wir werden unsere ETF-Palette kontinuierlich und sehr überlegt aufgrund der Marktnachfrage erweitern. Demnächst kommt ein MSCI-World-ETF dazu, mit dem die gesamte entwickelte Welt abgebildet wird. Zudem stärken wir unser institutionelles Geschäft mit weiteren ETF-Spezialisten, um unseren Kunden noch besseren Service bieten zu können.

Was kommt nach dem Jubiläum? Wie sehen die nächsten zehn Jahre des ETF-Angebots der Deka aus?

Auch wenn das etwas abgedroschen klingt, ist unsere Leitlinie für die nächsten Jahre: „Weiter so!“ Wir werden dabei zusätzlich das Angebot für maßgeschneiderte passive Mandate deutlich ausbauen. In den nächsten zehn Jahren wollen wir mit unseren ETFs und passiven Strategien eine Position erreichen, die dem Stellenwert der Sparkassen in Deutschland entspricht. Wir möchten an die Erfolge der ersten zehn Jahre anknüpfen und am Wachstum des ETF-Marktes weiterhin voll partizipieren.

ETFs zwischen Baisse und Boom



Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist

Zehn Jahre sind in der Börsengeschichte eine kurze Zeitspanne, aber sie reicht, um das hervorzubringen, was seit jeher die Märkte begleitet: Baisse und Boom. So begann denn auch die Jubiläumsgeschichte der Deka-ETFs erst einmal mit einer Jahrhundert-Baisse: der Finanzkrise, die mit der Insolvenz der Lehman-Bank im September 2008 ihren Höhepunkt erreichte. Das Gespenst eines Zusammenbruchs der Finanzwelt ging um.

Auslöser waren die Banken in den USA, die minderwertige Immobilienkredite in mit erstklassigem Rating versehene Verbriefungen verpackten. Das Argument, alle Risiken seien doch verteilt und somit im Griff, erwies sich als Illusion. Plötzlich materialisierten sich diese Risiken gleichzeitig und lösten eine Kettenreaktion aus, wie es sie seit der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts nicht mehr gegeben hatte.

Regierungen und Notenbanken ergriffen drastische Maßnahmen, um den Zusammenbruch zu verhindern. Finanzinstitute wurden verstaatlicht oder abgewickelt, die Konjunktur wurde massiv mit fiskalischen Maßnahmen gestützt. Die Notenbanken begannen eine Politik des lockeren Geldes, wie sie die Finanzwelt bisher noch nicht erlebt hatte. Sie senkten die Zinsen auf null und kauften massiv Staatsanleihen auf. Der Gedanke dahinter war, wie der damalige Fed-Präsident Ben Bernanke schon 2002 dargelegt hatte, unbedingt einen deflationären Prozess im Keim zu ersticken.

Die Medizin wirkte, nicht ohne Nebenwirkungen, aber sie wirkte. Nach einem drastischen Einbruch 2009 begann sich die Konjunktur wieder zu fangen. Doch die Zinsen sanken und fielen schließlich in den negativen Bereich. Aus dem risikolosen Zins wurde ein zinsloses Risiko mit weitreichenden Folgen für die Geldanlage, die bis heute spürbar sind.

Die Europäische Zentralbank folgte der Fed mit einigem Zögern. Für sie waren die Rettungsmaßnahmen deutlich schwieriger, weil Anfang 2010 in Europa eine durch Griechenland ausgelöste Staatsschuldenkrise hinzukam. Aber auch die EZB öffnete schließlich 2012 alle Schleusen mit dem berühmten Satz von EZB-Präsident Mario Draghi: Die Notenbank werde alles Notwendige tun – „whatever it takes“ –, um den Euro zu erhalten, „und glauben Sie mir, es wird genug sein.“

Da die Anleihen kaum noch Zinsen abwarfen, rückten notgedrungen Dividendenpapiere in den Vordergrund. Der S&P 500 schaffte so seit dem Tiefpunkt Anfang 2009 bis heute Kursgewinne von 380 Prozent, der DAX immerhin noch von 240 Prozent. Klar, dass davon auch Produkte profitie-

ren mussten, die es ermöglichen einfach auf Indizes zu setzen: Exchange Traded Funds. ETFs in Europa steigerten ihre Assets under Management in dieser Zeit von 100 Milliarden auf jetzt fast 700 Milliarden Euro.

Die Krise 2008 brachte den ETFs keinen massiven Einbruch, sondern den Durchbruch. Sie bestanden ihre Feuerprobe in unruhigen Zeiten. Institutionelle Anleger lernten die robuste Handelstechnik zu schätzen. Auch in schwierigen Märkten konnte man flexibel agieren, geschickt ein- und aussteigen, wenn auch die Spreads zeitweise ausgeweitet wurden. Dies in Verbindung mit der hohen Transparenz und den niedrigen Kosten trieb den Siegeszug voran, zunächst bei den institutionellen Anlegern, aber dann auch bei vielen Privatkunden, vor allem, wenn sie Selbstentscheider waren.

Die Branche reagierte flexibel und innovativ auf diese Nachfrage. Wurden Dividenden als Zinssatz gefragt, kamen immer mehr Fonds mit dividendenstarken Aktien auf den Markt. Wuchs das Verlangen nach weltweiter Diversifikation, wurden die Lücken bei einzelnen Länder-ETFs geschlossen. Gab es ein Bedürfnis nach Risikosteuerung, wurde dies mit Strategie-ETFs unter dem Label Smart Beta befriedigt. Auch die Renten-ETFs wuchsen kräftig, weil Investoren statt Staatsanleihen erstklassige Corporate Bonds suchten, für die es wenigsten noch etwas Zinsen gab. ETFs ermöglichten so eine breite Diversifikation mit geringem Ausfallrisiko als einzelne Anleihen. Das ganze wurde zudem mit sinkenden Managementgebühren begleitet und stärkte die ETFs im Konkurrenzkampf zu anderen Anlagen.

Wie immer lief dieser Boom der Märkte und der ETFs nicht ganz ohne zwischenzeitlich heftige Konsolidierungen ab. Im August 2011 stürzten die Märkte mal so eben um fast 15 Prozent, weil Konjunktursorgen Ängste auslösten. Mitte 2013 kamen die Emerging Markets unter Druck, weil die Fed ein mögliches Ende der Anleihekäufe andeutete. Anfang 2015 kamen dann wieder Konjunktursorgen auf, die in eine monatelange Konsolidierung mit Kursverlusten von 20 Prozent mündeten. Dem Wachstum der ETFs machten solchen Phasen jedoch kaum etwas aus.

Auch wenn ETFs immer noch gerade mal fünf Prozent des weltweiten Fondsvolumens abdecken, sie sind etabliert und auf dem Weg zum Massenprodukt. Nach neun Jahren Boom werden die Zeiten schwieriger, da die Notenbanken allmählich ihre Geldpolitik normalisieren. Aber mit der richtigen Mischung aus Aktien- und Anleihe-ETFs sollten sich auch diese Zeiten meistern lassen.

Februarstürme



Stand der Januar noch ganz im Zeichen neuer Rekorde, änderte sich das schlagartig im Februar. Ängste, dass die US-Notenbank nach starken Lohnsteigerungen die Zinsen doch schneller anheben könnte, als bisher erwartet, lösten eine globale Verkaufswelle aus. Diese wurde durch die vielfach genutzten Risikoabsicherungen und Computerprogramme noch verstärkt. Da sich fundamental keine wesentlichen Änderungen ergeben hatten, beruhigte sich die Lage im Verlauf des Februars wieder, und es gab einige Erholungsversuche. Trotzdem blieb vielfach ein kräftiges Minus übrig.

Am stärksten von den großen Märkten verlor der DAX, der 5,7 Prozent abgab, gefolgt vom Euro STOXX 50 mit 5,4 Prozent. Verluste von 4,7 Prozent verzeichneten die Emerging Markets. Auch Japan erwischte es. Den Nikkei zog es um 4,5 Prozent nach unten. Amerika kam noch mal glimpflich davon, obwohl dort die Verkaufswelle ausgelöst worden war. Der breite S&P 500 sackte um 3,9 Prozent ab. Die technologielastige Nasdaq hielt sich dagegen gut. Nur 1,9 Prozent ging es runter. Auch in Deutschland zeigten die Technologieaktien Widerstandskraft. Der TecDAX verlor gerade mal 0,7 Prozent.

Der Dollar profitierte trotz der Erwartung höherer Zinsen nur gering. Gerade mal 1,8 Prozent legte er gegenüber dem Euro zu, der damit immer noch bei 1,23 Dollar in der Nähe der jüngsten Hochpunkte notierte. Bemerkenswert ist auch die Reaktion des Goldes, das ja als Krisenmetall gilt. Der Preis verringerte sich um zwei Prozent, notierte aber weiter klar über der Marke von 1.300 Dollar pro Feinunze. Silber litt dagegen unter einem regelrechten Ausverkauf und gehörte mit einem Verlust von 5,4 Prozent zu den stärksten Verlierern im Februar. Auch der Ölpreis, der in den Vormonaten kräftig zugelegt hatte, erhielt einen Dämpfer, ein Minus von rund vier Prozent.

Diese negative Entwicklung spiegelte sich im Kursgeschehen der ETFs wider, vor allem bei gehebelten Long-Produkten auf die großen Indizes. Goldminen-ETFs waren auf der Verkaufsliste. Obwohl der Goldpreis nur zwei Prozent abgab, verloren die Minenindizes bis zu neun Prozent. Unter den Regionen gab es besonders starke Verluste in Osteuropa – rund acht Prozent. In Asien erwischte es viele China-Indizes, während der breite MSCI China mit fünf Prozent minus noch am besten abschnitt.

Es gab wie immer auch Gewinner, und nicht mit Short-Produkten. Von der erhöhten Volatilität profitierten ETFs, die den Verlauf des amerikanischen VIX-Index nachbilden. Sie konnten rund zehn Prozent zulegen. Generell schnitten Technologie-ETFs gut ab. Aufschläge bis drei Prozent waren angesichts der allgemeinen Risikoaversion ein respektables Ergebnis. Auch so mancher Bond-ETF konnte durch die kurzfristige Flucht in Sicherheit in der gleichen Größenordnung zulegen.

ETF Markt – AuM 1,5% ▲

694,3 MRD.

ETF Markt – Produkte 1,1% ▲

1.713 ETFs

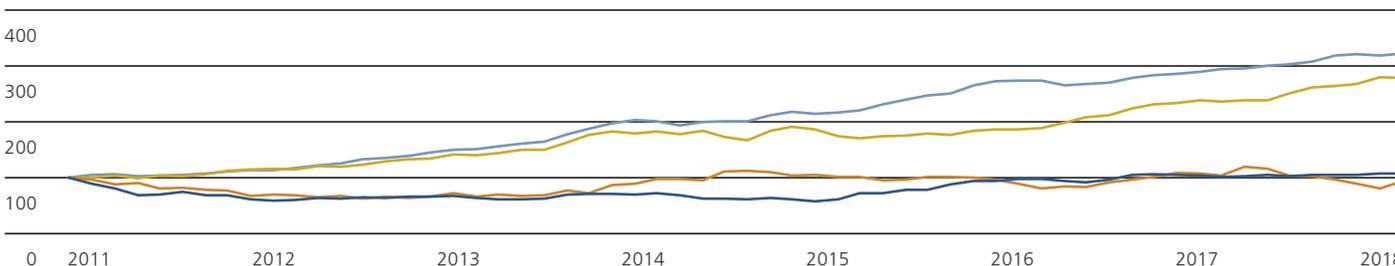


Quelle: Morningstar

Entwicklung AuM in Assetklassen

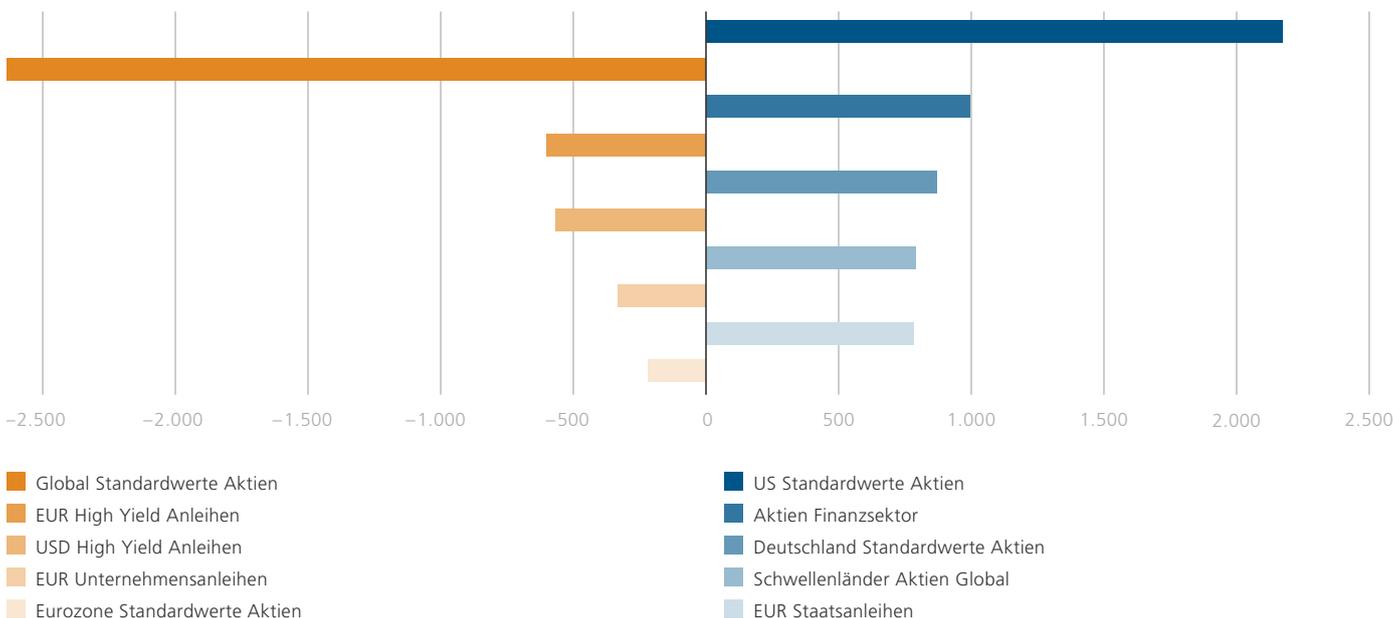
Aktien -0,4% ▼	Renten 1,3% ▲	Rohstoffe 0,3% ▲	Geldmarkt 17,1% ▲
463,7 MRD.	152,1 MRD.	50,5 MRD.	3,2 MRD.

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



Quelle: Morningstar

Netto-Mittel: Ab- und Zuflüsse nach Anlageklassen in Mio. Euro (Februar 2018)



Quelle: Morningstar

Global Standardwerte Aktien

-2,7 Mrd.

EUR High yield Anleihen

-599,1 Mio.

US Standardwerte Aktien

+2,2 Mrd.

Aktien Finanzsektor

+994 Mio.

Bei den Abflüssen zeigte sich, dass Risiken sehr differenziert betrachtet wurden. Globale Standardaktien verloren 2,7 Milliarden Euro. Hochzinsanleihen wurden mit der Erwartung amerikanischer Zinsanhebungen kritisch beurteilt. Anleihen auf Euro verloren 599,1 Millionen Euro und auf US-Dollar 565,4 Millionen Euro. Bei den Euro-Unternehmensanleihen verringerten sich die Flows um 330,4 Millionen Euro. Auch bei den Aktien in der Eurozone gab es eine kleine Absetzbewegung. Hier machte sich die bevorstehende Parlamentswahl in Italien bemerkbar und sorgte für einen Mittelabfluss von 219,5 Millionen Euro.

Was war im Einzelnen besonders gefragt? Amerikanische Standardwerte verbuchten Nettomittel von 2,2 Milliarden Euro, was mit der vergleichsweise stabilen Kursentwicklung in den USA korrespondiert. Finanzwerte waren im Fokus und verbuchten netto 994 Millionen Euro mehr. Aber auch deutsche Standardwerte waren beliebt, 869,6 Millionen Euro flossen zu. Die Emerging Markets lockten weiterhin. Das war 789,9 Millionen Euro wert. Generell mehr Vorsicht angesichts der Marktturbulenzen bescherte den Euro-Staatsanleihen einen Zuwachs von 782,8 Millionen Euro.

Marktkommentar: Sägezahnmarkt voraus?

Nach aller Erfahrung benötigt ein Markt einige Zeit, um so heftige Kursverwerfungen zu verarbeiten. Gerade technische Analysten gehen davon aus, dass jetzt eher mit einem Sägezahnmarkt zu rechnen ist. Prompt lieferte US-Präsident Donald Trump neue Munition für die Bären im Markt, weil er mit Zöllen auf Stahl und Aluminium drohte und die Gefahr eines Handelskrieges vergrößerte. Aber insgesamt sind die Wirtschaftsdaten in den USA und in Europa immer noch so gut, dass Aktien fundamentale Unterstützung erhalten sollten. Mit einer langanhaltenden Baisse rechnet kaum jemand.



Mit einer langanhaltenden Baisse rechnet niemand.

Jetzt direkt in die Rezession? – Nein!

Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank



Schon zum zweiten Mal in diesem Jahr hat es an den Aktienmärkten mächtig gerumpelt. Die erste Korrektur Ende Januar wurde von Ängsten vor einer Überhitzung der US-Volkswirtschaft ausgelöst, nachdem dort ein überraschend starkes Lohnwachstum und steigende Inflationsraten gemeldet worden waren. Das Schreckensszenario lautete: Rascher und stärker steigende Leitzinsen bremsen die Konjunktur und führen spätestens ab 2019 unvermeidlich in die Rezession. Gut einen Monat später wurde nun sogar noch eine Schippe draufgelegt: Jetzt soll es sogar ohne Umwege direkt in die wirtschaftliche Abschwächung gehen. Das Reizwort hierfür lautet „Protektionismus“. US-Präsident Trump hat quasi aus heiterem Himmel Strafzölle für Stahl- und Aluminiumimporte angekündigt. Da er diese Maßnahme mit der Gefährdung der nationalen Sicherheit begründet, ist er nicht von der Zustimmung des US-Kongresses abhängig. Erhebliches Ungemach droht durch mögliche Vergeltungsmaßnahmen der Europäer und Asiaten, die wiederum von Trump mit Strafzöllen auf Automobilimporte beantwortet werden könnten. Kurzum: Das Schreckgespenst des globalen Handelskrieges geht um.

Ein politisches Risiko soll also dem konjunkturellen Aufschwung ein jähes Ende bereiten? Erstaunlich, wo uns doch das Jahr 2017 gelehrt hatte, dass politische Risiken an einer stabilen Weltkonjunktur abperlen. Überdies: Die US-Regierung hatte in ihrem ersten Amtsjahr zunächst keine nennenswerten Initiativen durchsetzen können. Einzige Ausnahme war bisher die Unternehmenssteuerreform. Und so gehen wir davon aus, dass es beim Aufbau von Handelsschranken hinreichend viele Widerstände unter den Republikanern geben wird, die eine dramatische handelspolitische Eskalation vermeiden. Wir rechnen nicht mit dem Handelskrieg, die Wahrscheinlichkeit eines solchen Risikoszenarios ist jedoch gestiegen.

Indes gehen wir aus gutem Grund davon aus, dass unsere Prognosen einer anhaltend dynamischen globalen Konjunkturentwicklung und einer nur langsam anziehenden Inflation auf einer soliden Basis stehen. Die Notenbanken können unserer Einschätzung nach an ihrem bislang kommunizierten Pfad des geldpolitischen Exits aus der ultra-expansiven Geldpolitik festhalten. Begleitet wird dies freilich von etwas mehr Unsicherheit, also auch wie erwartet höherer Marktvolatilität in diesem Jahr. Das dürfte sich auch nicht so rasch verflüchtigen. Der gespannte Blick richtet sich dabei nicht allein auf die Aktienmärkte, sondern vor allem auf die Rentenmärkte, und hier besonders die Spreadmärkte, die sich zuletzt erstaunlich robust gehalten haben. Hinsichtlich der Marktkorrektur ist es aus unserer Sicht noch zu früh, zur definitiven Entwarnung zu läuten. Unbeschadet dieser Bewertung bleiben wir aber dabei, dass sich das fundamental günstige Umfeld im weiteren Jahresverlauf durchsetzen wird und dass infolgedessen an den internationalen Börsen wieder klar höhere Kursniveaus erreicht werden.

Die wichtigsten Prognoserevisionen und Änderungen:

- ▲ **Deutschland:** Inflation 2018: 1,6 % (bisher: 1,7 %).
- ▲ **USA:** Inflation 2018: 2,5 % (bisher: 2,3 %) bzw. 2019: 2,5 % (bisher: 2,4 %).
- ▼ **Aktienmarkt:** Abwärtsrevision der 3-Monats-Kursziele bei DAX, EuroStoxx50 und Topix. Aufwärtsrevision der 6- und 12-Monatsziele bei S&P 500.

Konjunktur Industrieländer

Deutschland

Die vergangenen Wochen brachten einige konjunkturelle Enttäuschungen. Im Januar zeigte sich der Einzelhandel – unerklärlicherweise – abermals schwach. Auch die Auftragseingänge der Industrie gaben deutlicher als erwartet nach, und die Industriumsätze sanken ebenfalls. Bei diesen erfahrungsgemäß stärker schwankenden Indikatoren kann man durchaus noch von Ausrutschern sprechen. Doch nach drei Rückgängen der ifo Geschäftserwartungen dürfte auch das ifo Geschäftsklima mit einer Wahrscheinlichkeit von 85 % auf einen Abwärtstrend einschwenken. Aber Achtung: Ein solcher Abwärtstrend mündet in der Regel wieder in einen erneuten Aufwärtstrend. Nur in wenigen Fällen führt er in eine Rezession.

Prognoserevision: Inflation 2018: 1,6 % (bisher: 1,7 %).

Euroland

Das kräftige Wachstum in Euroland im vierten Quartal 2017 von 0,6 % war vor allem auf einen starken Außenbeitrag zurückzuführen. Ein zweites Standbein waren die Anlageinvestitionen. Der private sowie der staatliche Konsum haben nur kleine positive Beiträge geliefert. Für das erste Quartal 2018 deuten die Stimmungsindikatoren auf eine anhaltend gute konjunkturelle Entwicklung hin. Die Arbeitslosenquote in Euroland lag im Januar bei 8,6 %. Dies ist der niedrigste Stand seit Dezember 2008. Die nationalen Unterschiede sind dabei aber erheblich. In der nach der Abgrenzung von Eurostat berechneten Arbeitslosenquote weist Deutschland unter den vier großen Ländern mit 3,6 % den mit Abstand niedrigsten Wert aus, und Spanien hat den höchsten Stand bei 16,3 %. Frankreich und Italien liegen mit 9,0 % bzw. 11,1 % dazwischen.

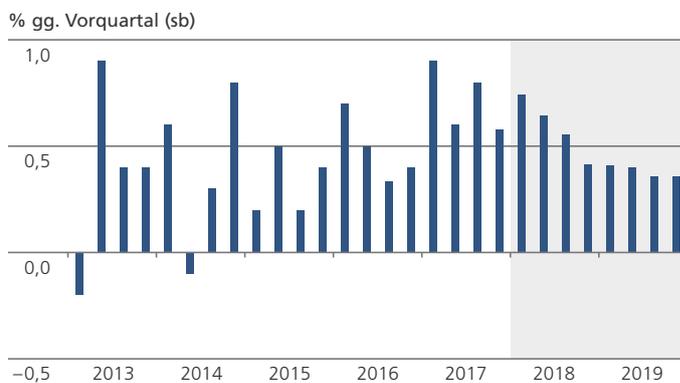
Prognoserevision: –

USA

Es ist das übliche und unter Analysten altbekannte Muster: Die US-Wirtschaft entwickelt sich zu Beginn des Jahres schwächer als zu jedem anderen Zeitpunkt im Jahr. Angesichts dieser Erfahrungen überraschen die jüngsten, eher schwachen Konjunkturindikatoren nicht. Hinsichtlich der Auswirkungen der Steuerreform gilt es noch abzuwarten, ob die Investitionsdynamik der Unternehmen hierdurch spürbar und nachhaltig angehoben wird. Die Konsumdynamik der privaten Haushalte war im Januar schwach, und die Entwicklung der Sparquote legt die Vermutung nahe, dass die privaten Haushalte die Steuererleichterungen schon im vergangenen Jahr ausgegeben haben. Im Bereich der Inflation gibt es erste vage Anzeichen einer stärkeren Beschleunigung. Von Inflationsrisiken kann aber weiterhin nicht gesprochen werden.

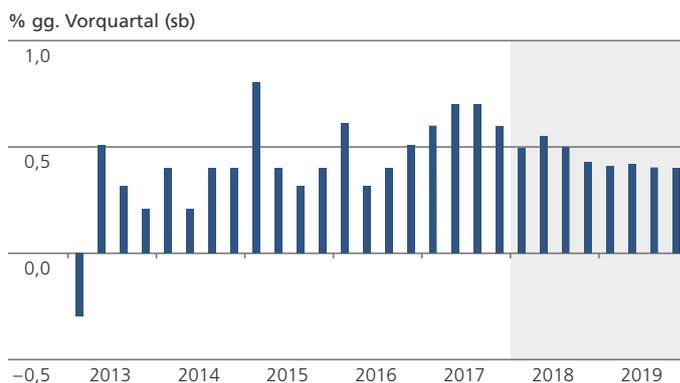
Prognoserevision: Inflation 2018: 2,5 % (bisher: 2,3 %) bzw. 2019: 2,5 % (bisher: 2,4 %).

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt



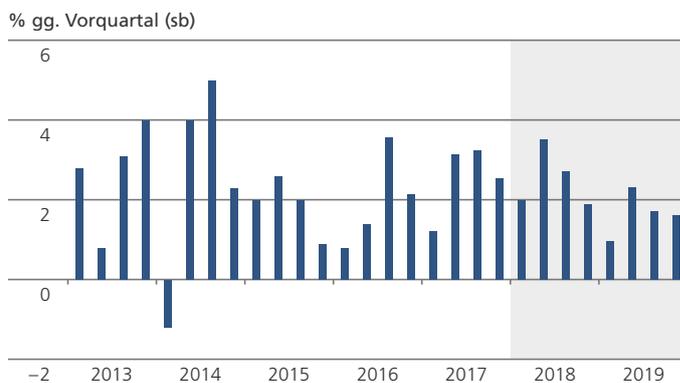
Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

USA: Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Märkte Industrieländer

Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Auf ihrer Sitzung im März hat die EZB zwar ihre Forward Guidance zur zukünftigen Geldpolitik gestrafft. Sie hält sich aber weiterhin die Möglichkeit offen, das Wertpapierkaufprogramm über September hinaus zu verlängern. Aufgrund ihrer niedrigen Inflationsprognosen sieht sie nach wie vor die Notwendigkeit eines starken monetären Stimulus. Die taubenhafte Rhetorik der EZB und einige zuletzt schwächere Konjunkturdaten haben Marktteilnehmer veranlasst, ihre Erwartungen über die bevorstehende Normalisierung der Geldpolitik nach unten zu korrigieren. Die in den Geldmarktfutures eingepreisten Sätze stehen deshalb wieder besser in Einklang mit unseren eigenen Prognosen. Wir gehen davon aus, dass die EZB ihre Wertpapierkäufe im vierten Quartal dieses Jahres auslaufen lassen, aber mit einer Anhebung des Einlagensatzes noch bis zum Juni nächsten Jahres warten wird. Eine differenziertere Forward Guidance, die den Pfad der Leitzinsen nicht allein vom Ende der Nettowertpapierkäufe abhängig macht, sollte dazu beitragen, die EONIA- und EURIBOR-Sätze vorerst niedrig zu halten.

Prognoserevision: –

Rentenmarkt Euroland

Langlaufende Bundesanleihen haben sich zuletzt ein wenig von den steigenden Renditen ihrer US-Pendants abkoppeln können. Denn die Marktteilnehmer haben ihre Vorstellungen über die Normalisierung der Geldpolitik im Euroraum wieder etwas zurückgeschraubt. Ausschlaggebend hierfür waren sowohl schwächere Konjunkturdaten als auch die taubenhafte Rhetorik der EZB. Wir gehen davon aus, dass sie ihr Wertpapierkaufprogramm bis zum Jahresende auslaufen lassen, mit einer Anhebung des Einlagensatzes aber noch bis Juni nächsten Jahres warten wird. Eine konkretere Forward Guidance über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen sollte dazu beitragen, das kurze Ende der Bundkurve zu verankern, während die Renditen in den längeren Laufzeitbereichen etwas mehr Spielraum nach oben besitzen.

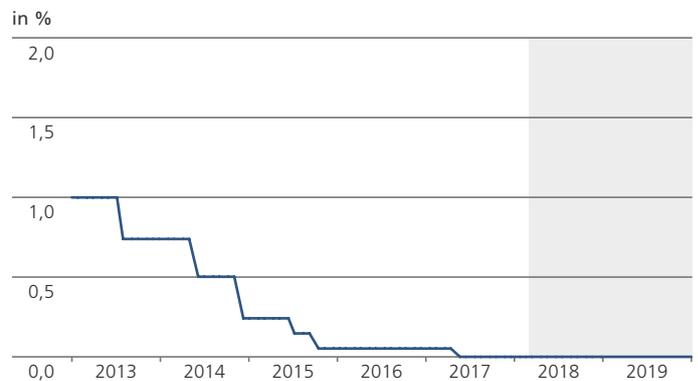
Prognoserevision: –

Devisenmarkt: EUR-USD

Nach dem Höhenflug des EUR-USD Wechselkurses hat der Euro im Februar eine Verschnaufpause eingelegt. Er startete in den Februar mit 1,24 und lag zum Monatsende bei 1,22 gegenüber dem US-Dollar. Der US-Dollar profitierte dabei von Nachrichten und Daten aus den USA und Europa. In den USA hat sich der neue Vorsitzende der US-Notenbank Jerome Powell für weitere graduelle Erhöhungen der Leitzinsen ausgesprochen. Die nächste Leitzinserhöhung der Fed um 25 Basispunkte dürfte bereits am 21. März erfolgen. Powell steht auch bereit, den Kurs der geldpolitischen Normalisierung deutlich schneller als bisher geplant zu vollziehen, falls die US-Wirtschaft Anzeichen von Überhitzung zeigen sollte. In Euroland hat sich die Inflationsrate zum dritten Mal in Folge abgeschwächt und fiel im Februar auf 1,2 %, den niedrigsten Stand seit Ende 2016.

Prognoserevision: –

EZB: Hauptrefinanzierungssatz



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR-USD



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Aktienmarkt Deutschland

Es sind mehrere Themen, die derzeit die Stimmung der Anleger am deutschen Aktienmarkt belasten. Neben den hausgemachten Problemen der deutschen Automobilindustrie, die gerade für den Deutschen Aktienindex DAX eine wichtige Gewinnstütze darstellt, ist es die Unsicherheit über handelsbeschränkende Maßnahmen der USA. Diese könnten die exportorientierte deutsche Wirtschaft in ganz besonderem Maße unter Druck setzen. Die harten volkswirtschaftlichen Zahlen sind davon zwar noch nicht betroffen, doch in den operativen Stimmungsindikatoren ist eine leichte Eintrübung der Geschäftsaussichten zu erkennen. Insgesamt bewegen sich diese aber nach wie vor im solide expansiven Bereich, sodass man sich um den Zustand der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht zu sehr sorgen sollte. Allerdings lässt die positive Dynamik des letzten Jahres etwas nach, was die Verunsicherung am Aktienmarkt in den kommenden Wochen hoch halten dürfte.

Prognoserevision: 3-Monatskursziel nach unten angepasst.

Unternehmensanleihemarkt Euroland

Zunehmende Sorgen um einen möglichen Handelskrieg mit entsprechender Beeinträchtigung des Wirtschaftsumfeldes haben sich auch an den Kreditmärkten niedergeschlagen. Passend dazu pendelten sich Volatilitätsindizes auf etwas höheren Niveaus ein und belasten ebenfalls die Bewertung von Kreditrisiken. Da aber gleichzeitig europäische Unternehmen von steigenden Umsätzen und Gewinnen berichten und auch weiterhin sehr zuversichtlich bleiben, sind Unternehmensanleihen unverändert gesucht. Mit dem Ende der Berichtssaison steigt die Neuemissionstätigkeit wieder und trifft auf sehr investierfreudige Anleger. Dazu zählt weiterhin auch die EZB, die in ihrem reduzierten Anleihekaufprogramm Corporates stark bevorzugt behandelt. Banken begeben nun verstärkt senior non preferred Bonds, um ihre MREL- und TLAC-Quoten zu erfüllen.

Emerging Markets

Emerging Markets: Märkte

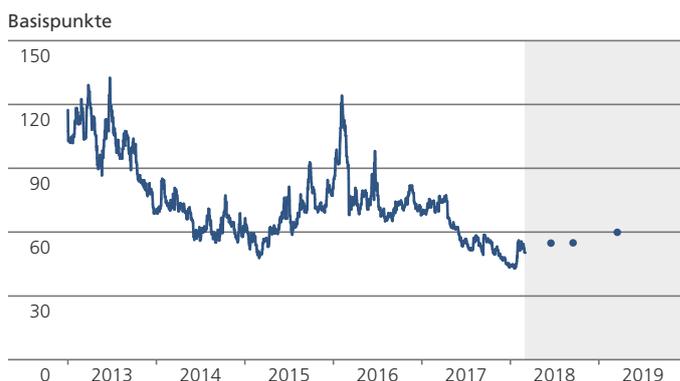
Der Renditeanstieg am US-Rentenmarkt und die Kursverluste an den globalen Aktien-Leitindizes haben EM-Anlagen belastet, ohne dass jedoch eine tiefgreifende Verunsicherung zu spüren wäre. EM-Lokalwährungsanleihen liegen seit Jahresbeginn sogar deutlich im Plus, weil der Markt vom schwachen US-Dollar profitiert und die Renditen sich vom US-Markt entkoppelt haben und gesunken sind. EM-Aktien sind zwar von ihren Januar-Hochs gefallen, doch seit Jahresbeginn weisen sie weiterhin Gewinne aus. EM-Hartwährungsanleihen verzeichnen seit Jahresbeginn Verluste, da sie von steigenden US-Renditen unmittelbar getroffen werden, doch die Spreads weiteten sich nur moderat aus und lassen damit ebenfalls keine Nervosität erkennen. Die größten Marktrisiken drohen aus den USA: Die Regierung scheint gewillt, den Handelskonflikt eskalieren zu lassen, was Sorgen um die globale Konjunktur schüren würde. Die Fed zeigt sich auch unter neuer Führung entschlossen, den geldpolitischen Straffungskurs fortzusetzen. Da sich der Markt mittlerweile auf weitere Zinsanhebungen eingeregelt hat, halten wir das Rückschlagpotenzial jedoch für begrenzt.

Aktienmarktprognose

	09.03.2018	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	12.346,68	11.500	12.600	13.500
EuroStoxx50	3.420,54	3.200	3.500	3.600
S&P 500	2.786,57	2.550	2.650	2.700
Topix	1.715,48	1.600	1.650	1.750

Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

iTraxx Europe (125)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

EMBIG-Spread



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Szenarien

Basisszenario



(Wahrscheinlichkeit: 75 %)

- **Weltwirtschaft:** Innerhalb des Prognosezeitraums ist kein Ende des globalen Aufschwungs zu erwarten. Wachstum maßgeblich von binnenwirtschaftlichen Kräften getragen.
- **Euroland:** Stetiger Rückgang der Arbeitslosigkeit stärkt die Aufwärtsbewegung. Zuwachsraten liegen über dem Normaltempo („Potenzialwachstum“).
- **Deutschland:** Schleppende Regierungsbildung ohne nennenswerte Auswirkungen auf konjunkturelle Entwicklung. Investitionsdynamik wird stärker, bleibt aber ungewöhnlich moderat. Trotz Vollbeschäftigung keine Inflationsgefahren.
- **Vereinigtes Königreich (UK):** EU-Austrittsprozess verläuft zäh und mit Rückschlägen, jedoch weitgehend geordnet, unter anderem auch dank verlängerter Übergangs- und Verhandlungsfristen. Wachstumserwartungen für UK werden durch zu erwartenden Austritt gedämpft.
- **USA:** Volkswirtschaftliche Kapazitäten sind weitgehend ausgelastet. Ausgeprägte Überhitzungserscheinungen, insbesondere stark steigende Inflation, sind bis Ende 2019 nicht zu erwarten. Die Steuerreform könnte den Überhitzungsprozess allerdings beschleunigen.
- **Inflation:** Inflationsraten bleiben niedrig und nähern sich nur langsam den Notenbankzielen an. Kein Überschießen der Inflation im Prognosezeitraum.
- **Geldpolitik:** Langsamer Rückzug der Notenbanken aus der ultra-lockeren Geldpolitik. Dank der Netto-Wertpapierverkäufe der US-Notenbank Fed sinkt ab 2018 die aggregierte Bilanzsumme der großen Notenbanken. EZB beendet 2018 ihre Netto-Anleihekäufe und erhöht 2019 erstmals die Leitzinsen (Einlagensatz).
- **Zinsen:** Langsamer Anstieg der Zinsen für sichere Geldanlagen. Realzinsen (d.h. inflationsbereinigte Zinsen) werden noch für lange Zeit negativ bleiben.
- **Finanzmärkte:** Aktienmärkte mit moderatem Anstieg bei steigender Schwankunganfälligkeit, d.h. ausgeprägtere zwischenzeitliche Rückschläge sind wahrscheinlich. Leichte Verluste an Rentenmärkten angesichts langsam steigender Renditen.

Negativszenario



(Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Massive Handelsbeschränkungen der US-Regierung sowie Gegenmaßnahmen betroffener Staaten eskalieren zu einem Handelskrieg. Kurzfristige Folge wäre ein weltweiter Konjunkturerinbruch mit negativen Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität. Ein Rückzug der USA aus globaler Verantwortung könnte lokale Krisen schüren.
- Ausufernde Inflation führt zu kräftigen Leitzinssteigerungen. Folge des daraus resultierenden schnellen und starken Marktzinsanstiegs wären ein konjunktureller Einbruch und finanzielle Instabilitäten wegen rückläufiger Aktienkurse, Anleihekurse und Immobilienpreise.
- Kurskorrekturen in einzelnen, hoch bewerteten Marktsegmenten (z.B. Immobilien, Private Equity) führen über Ansteckungseffekte zu größeren Marktturbulenzen. Verunsicherung von Unternehmen und erschwerte Zugang zu Kapital könnten eine konjunkturelle Abwärtsbewegung auslösen.
- Eskalation des Nordkorea-Konflikts führt zu größerer militärischer Auseinandersetzung.
- EU-Austrittsprozess in UK erfolgt ungeordnet. Folge wären spürbare Marktverwerfungen in UK und in der EU.
- Ausgeprägte und dauerhafte Wachstumsabschwächung in China mit der Folge einer globalen Rezession.

Positivszenario



(Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz hoher Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank des Abbaus von Verschuldung schreitet die Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu spürbaren und stetigen Aktienkursanstiegen. Dies hätte insbesondere positive Auswirkungen auf die Investitionsdynamik.
- Reformprozess in Euroland stabilisiert Finanzsektoren der Krisenländer und setzt damit stärkere Wachstumspotenziale frei.
- 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

