

ETF-Newsletter Wertarbeit

Die Aussichten für 2019

Januar 2019

Neue Perspektiven für mein Geld.

Deka
Investments

Sehr geehrte Investoren,

wer sich angesichts des durchwachsenen Jahres 2018 fragt, wie wohl das neue Jahr laufen möge, wird bei näherer Betrachtung feststellen, dass weder die bösen noch die guten Geister verschwunden sind. Auf der Haben-Seite stehen ein zwar nur noch moderates, aber intaktes Wachstumsumfeld sowie ordentliche binnenwirtschaftliche Antriebskräfte. Abwärtspotenzial für die Märkte bergen hingegen weiterhin die internationalen Handelsstreitigkeiten und die politischen Risiken – vom ungewissen Brexit über die vielerorts erstarkten Populisten bis hin zu den reformunfähigen bzw. -gebremsten Ländern wie Italien oder Frankreich.

Die Mehrzahl der Experten, die in unserem Newsletter zu Wort kommen, rechnen daher in der ersten Jahreshälfte mit einem ungewöhnlich volatilen Marktumfeld. Unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann hegt zusammen mit unseren Volkswirten aber die Hoffnung, dass sich die Kurse durch den Abbau negativer Übertreibungen perspektivisch stabilisieren werden.



Ihr Thomas Pohlmann



Thomas Pohlmann,
Leitung Betreuung ETF,
Deka Investment GmbH

„Billig ist nicht gleich besser“

Die Crossflow Financial Advisors GmbH in München ist auf die Qualitätsanalyse und den Handel von ETFs spezialisiert. Pro Jahr werden rund zehn Milliarden Euro Volumen bewegt. Managing Partner Jürgen Fritzen erläutert die Prozesse von Beratung, Analyse und Orderabwicklung.

Ihre Kunden sind institutionelle, also Profis. ETFs gelten als transparente und einfache Produkte. Warum brauchen überwiegend professionelle Kapitalsammelstellen Ihre Hilfe?

Am Anfang waren ETFs in der Tat sehr einfach. Sie bildeten bekannte Standardindizes ab und verbanden die Vorzüge des Aktienhandels mit der Sicherheit von Fonds. Das tun sie natürlich heute auch noch, aber einfach sind sie nicht unbedingt mehr. Die Produktvielfalt hat enorm zugenommen. Die Underlyings wurden immer internationaler und oft exotischer. Das gilt für Aktien, Anleihen und Commodities. Hinzu kamen die Replikationsmethoden, volle physische Replikation, optimierte Replikation, swapbasierte Replikation. Überlagert wird das natürlich noch von den Marketingbotschaften der Anbieter. Da muss man schon sehr genau hinschauen, damit man auch exakt die Produkte kauft, die der eigenen Zielsetzung am besten entsprechen.

Viele Anbieter werben aggressiv mit den geringen Kosten und verweisen gerne dazu auf die Gesamtkostenquote, die Total Expense Ratio. Eine Irreführung?

In gewisser Weise ja. Das bietet sich ja im heftigen Wettbewerb an, vor allem für diejenigen, die neu auf den Markt kommen und sich von den etablierten Anbietern unterscheiden wollen. Seht her, heißt es dann, wir können alles genau so gut wie die Konkurrenz, nur viel günstiger. Aber das kann ein Trugschluss sein. Billig bedeutet nicht automatisch besser. Es kommt auf die Abbildungsqualität an. Wenn die Leistung günstig ist, die Qualität aber schlecht, hilft das dem Investor nicht weiter. Genau dort setzt unsere Analyse an, in der alle relevanten Faktoren für die Abbildungsqualität untersucht werden.

Das übliche Maß ist ja die Tracking Difference, der Unterschied zwischen der Entwicklung des Index und des ETFs. Also wählen Sie immer den ETF mit dem geringsten Performancenachteil oder sogar mit einer positiven Differenz?

Dieses quantitative Maß ist in der Tat ein guter Indikator zur Qualitätsbeurteilung. Die Tracking Difference lügt nicht. Egal, wie die Gebühren im ETF strukturiert sind, oder welche Replikationsmethoden angewendet werden, mit der Tracking Difference lassen sich die Fonds gut vergleichen. Allerdings ist die Berechnung dieser Kennzahl komplexer als man zunächst vermuten würde. Wie immer kommt es auf die Datenqualität an. Die richtigen Zahlen müssen in die richtige Formel damit das Ergebnis auch aussagekräftig ist und die richtigen Rückschlüsse getroffen werden können. In den Zeiten geringer oder sogar negativer Zinsen schauen institutionelle Anleger sehr genau darauf. In Basispunkten gerechnet mag der Unterschied absolut gering aussehen. Aber wenn ein Fonds eine Tracking Difference von minus zehn Basispunkte hat und ein anderer minus 50, ist das immerhin das Fünffache. Über eine längere Laufzeit ist die Wirkung nicht zu unterschätzen.

Oft wird aber die günstige Tracking Difference mit erhöhten Risiken erkauf, zum Beispiel mit Erträgen aus der Wertpapierleihe. Wie gehen Sie damit um?

Darauf weisen wir die Kunden natürlich hin. Wie bei jedem Finanzprodukt gilt: Keine Chance ohne Risiko. Jeder Kontrahent des ETF-Portfolios hat auch eine Kreditwürdigkeit. Das gilt sowohl für Swap-Partner, als auch bei der Wertpapierleihe. Spätestens seit 2008 sollten sich

Anleger dieses Risikos bewusst sein. In einem weiteren Schritt muss die Qualität der Sicherheiten fortlaufend geprüft werden, denn sowohl die Sicherheiten als auch deren Qualität können sich in Krisenzeiten schnell ändern.

Gibt es bei Ihnen ein internes Ranking der Anbieter?

Nein, das haben wir nicht, aber es gibt über den quantitativen Ansatz hinaus einige Qualitätskriterien, die man in Betracht zieht. Ein paar einfache Beispiele: Hat ein Anbieter eine aufgeräumte Website, wo ist der Gerichtsstand, gibt es einen Ansprechpartner in Deutschland, welche Produktpolitik, Vertriebs- und Marketingstrategie verfolgt der Emittent?

Zu Ihrer Dienstleistung gehört auch die Analyse von Portfolios mit ETFs. Wie gehen Sie da vor?

Zunächst entscheidet der Kunde, welche Allokation er möchte und ob er diese aktiv oder passiv umsetzen will. Hat er sich für passiv entschieden, kommen wir ins Spiel. Zuerst geht es um den besten Index für seine Anlageziele. Wünscht er einen kapitalmarktgewichteten Index oder bevorzugt er Themenbereiche wie Smart Beta, Sustainability oder Factor? Zum Beispiel: Für japanische Aktien gibt es unter anderem den MSCI Japan und den Nikkei 225. Obwohl beide Indizes japanische Large Caps abbilden unterschiedlich sich ihre Performance im Jahr 2018 um mehr als fünf Prozent. Nach der Indexentscheidung geht es darum, diese mit ETFs umzusetzen. Gibt es mehrere Fonds für einen Index, umso besser. Wir schauen auf die Tracking Difference, die Liquidität, die Spreads im Handel und auf die Qualität des Anbieters, also seine Softskills, wie das in der Branche heißt. Wir machen kein allzu vereinfachendes quantitatives Scoring mit einer vorgegebenen Gewichtung, sondern stellen uns ganz auf die individuellen Bedürfnisse des Kunden ein.

Gelten dabei Faustregeln, also zum Beispiel ein möglichst breiter Index, eine möglichst hohe Liquidität, ein möglichst geringer Spread?

Nein, auch hier stimmen wir die Analyse auf die individuellen Ziele des Kunden ab. Je kürzer der Anlagehorizont, desto wichtiger sind Liquidität und Spread, je länger, desto wichtiger wird die Performance-Differenz. Bei Renten-ETFs geht es um die Rendite, Duration oder die Bonität der Wertpapiere. Einfache Faustregeln sind da zu ungenau. Der größte Fonds mit der höchsten Liquidität ist nicht unbedingt der beste, wenn es um die Abbildungsqualität geht. Zum Glück ist das ETF-Universum inzwischen so groß, dass wir ein ETF-Portfolio ziemlich genau auf die Bedürfnisse des Kunden hin zusammenstellen können.

Sie übernehmen auch die Orderausführung. Welchen Vorteil bieten Sie? Der Kunde kann ja auch selbst bei einem Market Maker oder an der Börse kaufen.

Durch die Pre-Trade-Analyse kennt der Kunde die zu erwartenden Transaktionskosten. Unser Ziel ist es, diese Kosten zu minimieren. Das schaffen wir durch die Erstellung vom Underlying abhängigen Handelsstrategien. Wir identifizieren Spreadausweitungen oder potentielle nachteilige Preisverschiebungen und vereinen die Liquidität von Angebot und Nachfrage an der Börsen mit der Preisstellung der besten OTC Market Maker zum jeweiligen ETF. Auch Market Maker haben ihre jeweiligen Spezialgebiete und ihre Preisqualität variiert je nach Assetklasse, Underlying oder ETF-Anbieter. Darüber hinaus genießen unsere Kunden die Vorteile der Anonymität und des Gesamtvolumens von Crossflow. So können wir dem Kunden bieten, dass auch kleinste Orders zu den besten Preisen abgewickelt werden. Besonders wichtig wird das in schwierigen Zeiten. Zurzeit reden ja viele vom perfekten Sturm, den sie an den Finanzmärkten kommen sehen. Wenn dieser tatsächlich kommen sollte, ist es von Vorteil, wenn man langjährige Partner hat, die einem nicht den Schirm wegziehen, wenn es zu regnen und stürmen beginnt.

Wie gehen Sie mit Smart Beta, mit Strategie-ETFs um? Die können ja manchmal ziemlich exotisch sein. Warnen Sie Ihre Kunden davor?

Nein, im Gegenteil. Smart-Beta-ETFs erweitern das Produktangebot und geben dem Kunden die Möglichkeit, spezielle Ideen umzusetzen. Man muss nur genau wissen, wie diese Produkte funktionieren. Standardindizes gewichtet nach Marktkapitalisierung haben ihre Vor- und Nachteile, wie dies auch für Smart-Beta-ETFs mit alternativen Gewichtungskriterien gilt. Entscheidend ist zu identifizieren, in welchem Marktzyklus wir uns befinden und welcher Faktor oder welche Strategie im aktuellen und zukünftigen Marktumfeld am besten funktioniert. Mal läuft Value, mal Growth, mal Momentum besser, aber eben nicht immer.

Sie hatten gerade den perfekten Sturm angesprochen. Den hatten wir ja schon mal, in der Finanzkrise 2008. Für die ETFs brachte das den Durchbruch bei den institutionellen Investoren. Sie schätzten, dass man mit ETFs auch in schwierigen Marktphasen immer handeln konnte. Heute wird dagegen verstärkt vor ETFs als Gefahr für die Finanzstabilität gewarnt. Sie seien gefährlicher als herkömmliche Fonds, die man nur einmal am Tag handeln kann. Wie sehen Sie das?

Es überrascht mich, dass einer der größten Vorteile von ETFs, der untertägige Handel, jetzt ein Nachteil sein soll. Wenn ein Markt zur Eröffnung bei 100 steht und am Ende des Tages bei 80, dann ist es doch ein Vorteil, wenn der Anleger untertags zu 90 verkaufen kann. Im Gegenteil wird der Verkaufsdruck noch erhöht, wenn Orders nicht entzerrt werden, sondern alle zeitgleich

zum NAV bei Handelsschluss abgewickelt werden müssen. Außerdem erfährt der Anleger dann erst am nächsten Tag, zu welchem Preis er gehandelt hat. Wir haben uns die Verhaltensweisen der ETFs während der Finanzkrise in den USA genau angeschaut. ETFs, so unser Fazit, waren eher ein stabilisierender Faktor. Wenn schneller verkauft werden kann, kann ebenso schnell auch wieder gekauft werden. Die Handelstechnik ist sehr robust. Einen sogenannten Redemption-Run, in dem zwangsweise Aktienkörbe massiv verkauft werden müssen, hat es bisher nicht gegeben. Ich weiß auch nicht, was die nächste Finanzkrise auslösen wird. Aber ETFs sind nur ein Wrapper, eine Hülle, in der Wertpapiere verwaltet werden. Steht es schlecht um die im ETF enthaltenen Wertpapiere, dann wird es auch dem ETF nicht gut ergehen. Aber das ausgerechnet ETFs die Finanzmarktstabilität aktuell gefährden, kann ich mir bei einem Anteil am globalen Fondsmarkt in Höhe von derzeit noch unter 14 Prozent eher nicht vorstellen.

Wie wird sich der ETF-Markt weiterentwickeln?

Das Volumen in ETFs wird weiter wachsen, davon bin ich überzeugt. Während wir auf der Anbieterseite zwar auch Konsolidierungen sehen, nutzen neue ETF-Emittenten die entstehenden Lücken und versuchen mit Nischenprodukten oder besonders günstigen Angeboten ihren Platz im Markt zu finden. Darüber hinaus hat auch die Produktqualität und Transparenz enorm zugenommen. Trotzdem muss jedem Anleger klar sein: Auch ETFs sind keine eierlegende Wollmilchsau. Wenn der dem ETF zugrundeliegende Markt oder Index fällt, dann verliert auch der ETF an Wert. ETFs eignen sich hervorragend als Bausteine zur Umsetzung einer aktiven Asset Allocation. Diese muss man allerdings auch beherrschen.

Die EU-Aufsicht denkt darüber nach, die Geldanlage stärker auf Nachhaltigkeit auszurichten. Wird das die Branche bremsen oder beflügeln?

Wir sehen ja schon jetzt, dass viele Investoren stärker auf Nachhaltigkeit setzen, und der ETF-Markt bietet dazu ja bereits eine ganze Reihe sehr transparenter Produkte. ESG, also Environment – Social – Governance als Chiffre für Nachhaltigkeit, dürfte die Angebotspalette noch mal verbreitern. Ich bin zuversichtlich, dass wir unseren Kunden auch dann dazu die passenden ETF-Portfolios zusammenstellen können.

An der Börse ist alles möglich ...

Dr. Bernhard Jünemann, Finanzjournalist



...auch das Gegenteil. Dies ist einer meiner Lieblingsprüche. Egal, was an Prognosen für ein neues Jahr produziert, abgewogen und verkündet wird, es kann auch ganz anders kommen. Solide fundamentale Wirtschaftsdaten helfen zwar Erwartungen zu formulieren, reichen aber nicht aus, um darauf eine Anlagestrategie aufzubauen. Man muss immer auch die Gefühlswelt der Börse analysieren. Denn Börse ist nun mal vor allem Psychologie, wie Altmeister André Kostolany zu predigen pflegte. Die Fakten entscheiden nicht allein, sondern wichtig ist auch, wie die Fakten wahrgenommen und bewertet werden.

Vor einem Jahr schien die Welt nicht nur in Ordnung, sondern perfekt. Wohin man blickte, solide Wirtschaftsdaten. Oft wurde damals wieder das sogenannte Goldilocks-Szenario zitiert, auf das ich in meiner Dezember-Kolumne hingewiesen habe. Alles schien wirklich perfekt, ordentliches Wachstum ohne Inflation und dazu der Stimulus einer Steuersenkung in den USA. Das Missliche nur: Genau, wenn alle vom perfekten Szenario schwärmen, ist höchste Vorsicht geboten. So war es bei der Asien- und Russlandkrise 1997 und 1998, so war es vor der Finanzkrise 2008 oder eben auch Ende 2017 wieder. Es gab heftige unerwartete Reaktionen.

So war es dann auch im Jahr 2018, in dem die Kurse enttäuschten. Der DAX ein Minus von 19 Prozent, der S&P 500 noch verhältnismäßig moderat mit minus sechs Prozent. Das ist noch keine ausgeprägte Baisse, aber sie könnte es noch werden.

Das spiegelt sich natürlich Eins zu Eins bei den ETFs wider, aber nur bezogen auf die einzelnen Indizes. Klar, auch der DAX-ETF hat 19 Prozent verloren. Aber es kommt immer auf das konkrete Portfolio an, in dem ETFs die Bausteine bilden. Je nachdem wie die Asset-Allokation gestaltet und gesteuert wurde, ließen sich die heftigen Verluste vieler Aktienindizes auf der Portfolio-Ebene abmildern, wenn auch kaum komplett vermeiden. Dachfonds mit ETFs konnten die Verluste so je nach Rentenanteil zwischen fünf und acht Prozent begrenzen. Das gilt auch für spezielle Portfoliolösungen in der Form von ETFs, bei denen in der Regel für die Anlageklassen feste Quoten gelten. Individuell mag das Ergebnis natürlich deutlich besser sein, sogar ein Plus gebracht haben. Rückblickend lässt sich natürlich leicht sagen, wer zunächst massiv auf amerikanische Akti-

en gesetzt und dann ab August die Investitionsquoten drastisch reduziert hatte, kam ordentlich aus 2018 heraus.

Blicken wir nach vorne. Die Wahrnehmung ist jetzt überwiegend negativ. Von einem Goldilocks-Szenario redet niemand mehr. Entsprechend heftig sind die Reaktionen bei schlechten Nachrichten, beziehen sie sich nun auf Politik, Konjunkturdaten oder Unternehmensbilanzen.

Die gute Nachricht aber ist, dass damit schon sehr viel in den Kursen an negativen Erwartungen enthalten ist. Den Anlegern ist klar, dass die Wachstumsdaten der Wirtschaft deutlich zurückgekommen sind. Selbst für die USA wird nun vielfach mit einer Abschwächung gerechnet. Bei den Schwellenländern macht China Sorgen. Das Land ist aber mit Wachstumsraten von fünf bis sechs Prozent immer noch einigermaßen robust aufgestellt, ebenso die Weltwirtschaft, die 2019 noch drei Prozent schaffen sollte.

Hinzu kommen jetzt die üblichen politischen Risiken: Handelskrieg USA-China-Europa, Brexit, Wahlen in Europa, Stärkung populistischer Kräfte in vielen Ländern. Auch das sollte weitgehend vom Markt antizipiert sein. Aber es kann natürlich erst noch mal zu einem panikartigen Ausverkauf kommen, was dann nach aller Erfahrung die psychische Voraussetzung für eine Wende sein dürfte.

Daraus ergeben sich für 2019 einige Hoffnungen. Übertreibungen nach unten werden abgebaut und die Kurse sollten sich stabilisieren. Hilfe kommt von der US-Notenbank, die den Prozess der Zinsanhebung verlangsamen dürfte. Die EZB muss ohnehin bei Ihrer utralockeren Politik bleiben. Nur sehr selten folgt auf ein negatives Jahr an der Börse noch ein zweites negatives. Meistens ist das Folgejahr positiv. Voraussetzung dafür ist, dass es keine außergewöhnlichen Krisen gibt wie zwischen 2000 und 2003. Damals folgte auf den Internetcrash der Terroranschlag auf das World Trade Center und der zweite Irakkrieg.

Wie gesagt: An der Börse ist alles möglich – auch das Gegenteil, in diesem Fall das Gegenteil der extrem negativen Erwartungen. Kluge Investoren mit langer Erfahrung wissen, dass man in solchen Phasen antizyklisch handelt und selektiv wieder einsammelt. Dazu gehört nicht mal besonders viel Mut.

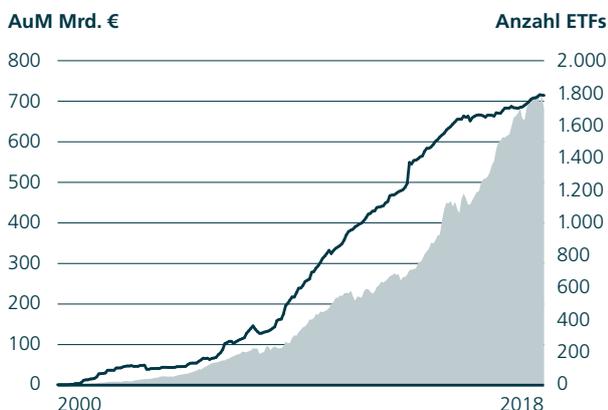
Annus horribilis

Das Jahr 2018 ist alles andere als berauschend verlaufen. Für viele war es ein Annus horribilis – ein schreckliches Jahr, was allerdings börsenhistorisch relativiert werden muss. Da gab es viel schlimmere Jahre. Aber nach so langer Aufwärtsbewegung wird die Entwicklung 2018 eben auch als besonders negativ empfunden. Klar ist aber, es war kein Annus mirabilis – kein wunderbares Jahr.

Auch im Dezember ging die Korrektur weiter. So beendeten alle großen Aktienindizes das Jahr mit einem Minus. Zu den schlechtesten zählte der Dax mit minus 18,3 Prozent. Emerging Markets verloren 17 Prozent, japanische Aktien mit dem Nikkei rund 12 Prozent. Die US-Märkte, die sich ja noch gut entwickelten, als Europa schon schwächelte, kamen noch glimpflich davon. Der S&P 500 gab 6,2 Prozent ab. Die Tech-Werte erlebten eine heftige Korrektur. Da sie aber zuvor eine richtige Rallye hingelegt hatten, war das Jahresergebnis nur leicht negativ, 3,1 Prozent beim Tech-Dax und 3,9 Prozent beim Nasdaq Composite.

Nur der Dollar konnte sich positiv absetzen; gegenüber dem Euro gewann er 4,7 Prozent. Auch die Renten reüs-

Europäischer ETF-Markt.



■ Anzahl ■ Asset under Management

Quelle: Morningstar

Zahlen und Fakten.

1.784

Bei der Anzahl der ETFs in Europa gab es zehn Prozent mehr Produkte.

681,2

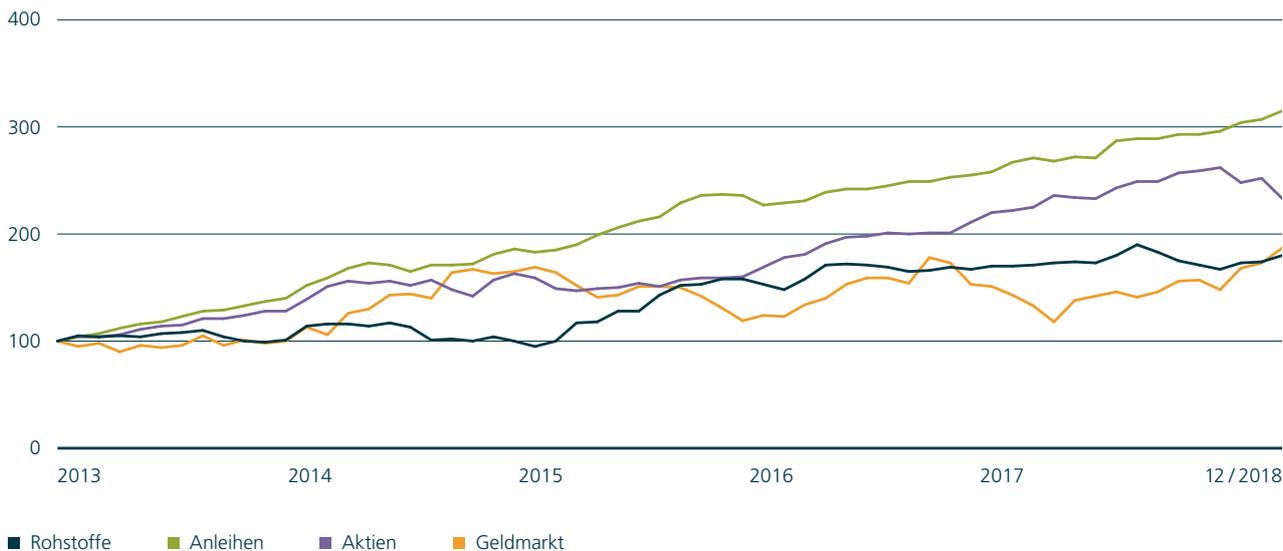
Die Assets under Management der in Europa gehandelten Titel schafften auf Jahressicht doch noch ein Plus von 6,1 %.

sierten, abzulesen am Bund-Future, der sich um 1,1 Prozent verbesserte. Gold konnte lange von der Krise nicht profitieren, setzte dann aber im Dezember zu einer kleinen Rallye an, die den Preis wieder klar in Richtung 1300 Dollar pro Feinunze trieb. Auf Jahressicht blieb dennoch ein Minus von 1,6 Prozent auf der Bilanz. Den Ölpreis traf es besonders heftig. Bis zum August legte er eine Rallye hin, die Sorte Brent schaffte sogar fast 85 Dollar pro Fass, stürzte dann aber gnadenlos ab, so dass am Jahresende ein Minus von 18,2 Prozent herauskam.

Wohl dem, der sich bei den ETFs rechtzeitig mit Short-Produkten eingedeckt hatte. Sie profitieren kräftig, vor allem wenn sie noch gehebelt waren, und dominierten die Performancelisten. Als Long-Indizes kamen die Sektoren Gesundheit und Versorger noch mit einem soliden Plus von neun Prozent aus dem Jahr, allerdings nur für den amerikanischen Markt. Anleihe-ETFs konnten ebenfalls Erfolge vorweisen, vor allem wenn sie gehebelt waren. Für amerikanische Zinsprodukte gab es Gewinne bis zu neun Prozent.

85 Prozent aller ETFs dagegen verzeichneten Verluste. Hebel außer Acht gelassen, verloren am stärksten Türkei-ETFs mit bis zu 45 Prozent. China-Indizes zum Jahresausklang bis zu 25 Prozent niedriger. Auch Branchen stachen negativ heraus. Automobil-Aktien gaben in Europa um rund 30 Prozent ab, ebenso schwach auch die Banken.

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



Quelle: Morningstar

Anlageklassen.

Für die Flows, das Nettomittelaufkommen, sieht die Bilanz nicht so gut aus. Im Krisenmonat Dezember gab es genügend antizyklisch agierende Investoren. Sie sorgten bei den Aktien für den zweitschwächsten Monat des Jahres mit Abflüssen von knapp einer Milliarde Euro. So erreichten die Aktien auf das Jahr bezogen 32,3 Milliarden Euro Flows, was verglichen mit 2017 knapp 45 Prozent weniger waren. Die Anleihen profitierten im Dezember von

erhöhten Sicherheitsbedürfnis, dass ihnen 4,1 Milliarden Euro bescherte, der höchste Monatsflow 2018. Das war dann etwas besser für das Gesamtjahr als 2017. Die Rohstoffe verloren im Jahresvergleich deutlich. Das Nettomittelaufkommen sackte um 63 Prozent ab. Der Geldmarkt konnte mit 1,3 Milliarden Euro für 2018 mehr als dreimal so viel wie 2017 einsammeln.

Zahlen und Fakten.

52,4

Die Rohstoffe verbesserten sich um 5,3 Prozent auf 52,4 Milliarden Euro.

445,9

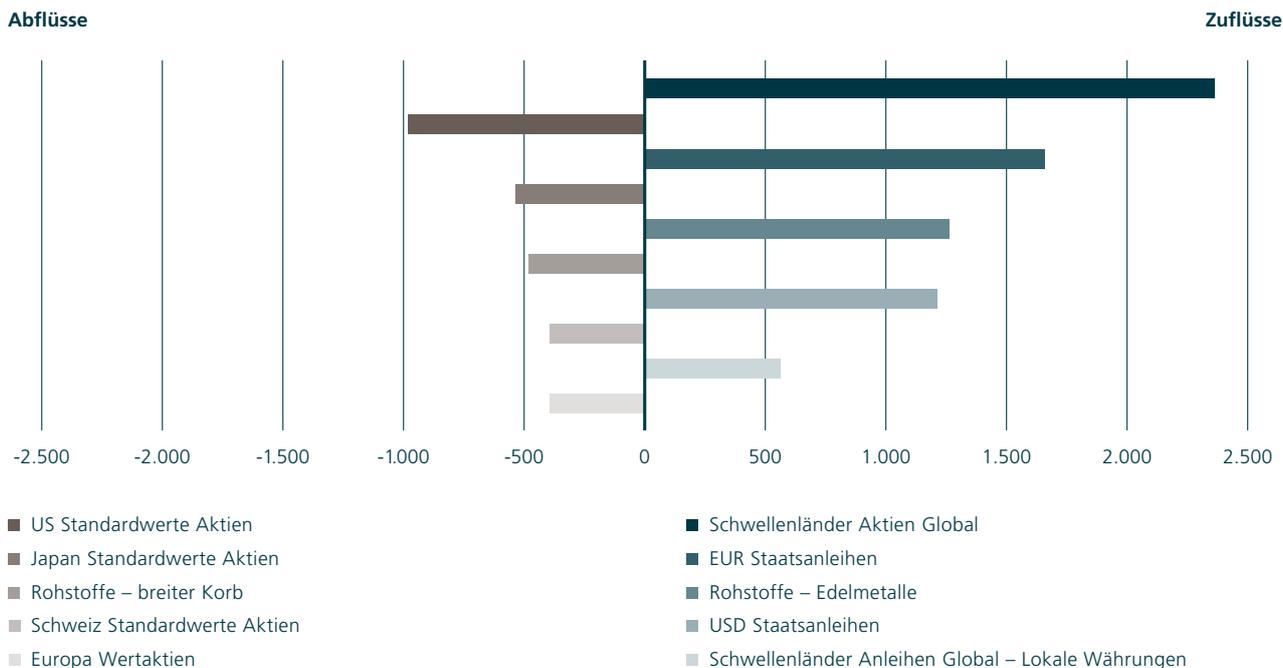
Die Aktien verbuchten Gewinne von 3,4 Prozent auf 445,9 Milliarden Euro.

165

Die Anleihen profitierten kräftig mit 16,3 Prozent plus auf 165 Milliarden Euro.

4,4

Das Plus von 40 Prozent am Geldmarkt war nur für 4,4 Milliarden Euro Volumen gut.



Quelle: Morningstar

Nettomittelabflüsse.

Verlierer waren amerikanische Standardaktien, die lange Zeit 2018 die Renner waren. Im Dezember mussten sie 982,6 Millionen Euro abgeben. Auch Standardaktien aus Japan verloren in der Gunst der Anleger, so dass deren Flows im Dezember 533,5 Millionen Euro nachgaben. Aus Rohstoffen als breiter Korb flossen Nettomittel von 481,7 Millionen Euro ab. Unter Druck waren Schweizer Aktien (-394,5 Mio. Euro) sowie europäische Valuetitel (-392,3 Mio. Euro).

Nettomittelzuflüsse.

Die starken Kursverluste im Dezember veranlassten Investoren antizyklisch gegenzusteuern. Am stärksten gewannen Emerging-Markets-Fonds neue Mittel, rund 2,4 Milliarden Euro. Euro-Staatsanleihen waren gesucht, was zu Zuflüssen von 1,7 Milliarden Euro führte. Sicherheitsbewusste deckten sich mit US-Staatsanleihen ein, ein Plus von 1,2 Milliarden Euro. Aus der gleichen Motivation waren wieder Edelmetall-Produkte gefragt, was diesen frische Gelder von 1,2 Milliarden Euro bescherte. Ebenfalls profitierten globale Emerging-Markets Anleihen in Lokalwährung, sie konnten 560 Million Euro Zuflüsse verbuchen.

Marktkommentar: Wie geht es nun weiter 2019?

Die Analystengemeinde ist gespalten. Allgemein wird davon ausgegangen, dass unruhige Zeiten zumindest im ersten Halbjahr dominieren werden. Mit Spannung blicken die Augen auf die ersten Wochen des neuen Jahres, weil eine Erholung im Januar gerne als ein gutes Vorzeichen für das Gesamtjahr gewertet wird. Ein bisschen Aufatmen ist höchst willkommen, aber die bekannten Risikofaktoren können sich jederzeit verschärfen. „Im Januar und Februar ist der Aufschwung da, doch im März vergeht der Scherz“, spotten

altgediente Börsianer und erinnern daran, dass Investoren trotz Erholung erst einmal weiter auf Sicht fahren müssen.

Ein bisschen Aufatmen ist willkommen, aber die bekannten Risikofaktoren können sich jederzeit verschärfen.

Neues Jahr – alte Fragen



Dr. Ulrich Kater, Chefvolkswirt der DekaBank

Ob man an Silvester nun geböllert hat oder auch nicht, die Unsicherheiten für die Finanzmärkte konnte der Lärm nicht verscheuchen. Zum Jahresbeginn 2019 sind weiterhin die altbekannten Fragen offen. Dabei lautet die Frage aller Fragen: Können Konjunktur und Kapitalmärkte den vielfältigen Widrigkeiten schlussendlich trotzen oder gleitet die Welt doch in eine Rezession ab? Unsere Antwort lautet nach wie vor: Das moderate Wachstumsumfeld bleibt erhalten. Freilich liegen in fast allen Ländern die Wachstumsraten in diesem und im kommenden Jahr unter den Zuwächsen des Jahres 2018.

Die solide Basis dieser konstruktiven Perspektive bilden in diesem Jahr ordentliche binnenwirtschaftliche Auftriebskräfte. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit setzt sich fort, in Europa unter anderem auch dank finanzpolitischer Impulse. Mithin steigen die Einkommen der privaten Haushalte und letztendlich deren Konsumausgaben. Zweifellos gibt es mit Blick auf die Unternehmensinvestitionen weiterhin beträchtliche Konjunkturrisiken. Dazu zählen vor allem die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China, der nahende Brexit und die erstarkenden populistischen Kräfte mit Blick auf die Europawahlen und die Landtagswahlen in Deutschland. Da wäre es schon eine gute Nachricht, wenn die Liste der Risikofaktoren nicht länger wird und keine neuen Unsicherheiten hinzukommen.

Aktuell sind die Stimmungsindikatoren noch rückläufig und Konjunkturprognosen wie auch Gewinnerwartungen für Unternehmen werden nach unten revidiert. Wir gehen davon aus, dass diese Korrekturen von zwischenzeitlich zu optimistischen Einschätzungen bald ihr Ende finden und die konjunkturelle Expansion sich fortsetzen wird. Indes wird noch etwas Zeit vergehen, bis diese Bestätigung kommt und sie von Notenbanken und Märkten als Grundlage für die weitere Entwicklung im Jahr 2019 verwendet wird. So lange, vermutlich mindestens bis ins Frühjahr hinein, wird es an den Finanzmärkten ungewöhnlich hohe Kursschwankungen geben.

Bezüglich unseres Konjunkturausblicks wie auch der Inflations- und Zinsprognosen sind wir etwas moderater geworden: Für die US-Notenbank Fed erwarten wir nur noch zwei Zinsschritte in diesem Jahr, und zwar im Juni und im Dezember. Bei der EZB rechnen wir für das Frühjahr 2020 mit ersten Zinserhöhungen beim Einlagensatz und für den Herbst 2020 beim Hauptrefinanzierungssatz. Die Straffung der Geldpolitik setzt sich damit zwar fort, aber zeitlich gestreckter und weniger ausgeprägt. Ein leichtes Anlagejahr wird 2019 dadurch nicht. Doch sollten sich vor allem im weiteren Jahresverlauf die Perspektiven insbesondere an den Aktienmärkten wieder aufhellen.



Prognoserevisionen und Änderungen.

- Deutschland: Bruttoinlandsprodukt 2019: 1,3 % (bisher: 1,5 %); Inflation 2019: 1,5 % (bisher: 1,7 %).
- Euroland: Bruttoinlandsprodukt 2019: 1,5 % (bisher: 1,6 %); Inflation 2019: 1,3 % (bisher: 1,4 %).
- USA: Inflation 2018: 2,4 % (bisher: 2,5 %); 2019: 2,1 % (bisher: 2,4 %).
- EZB: Sechs Monate späterer Beginn der Leitzinserhöhungen.
- Rentenmarkt: Langsamere Anstieg der Renditen von Bundesanleihen.
- DAX: Leichte Abwärtsrevision der Dreimonatsprognose.
- Rohölpreis: Abwärtsrevision für 2019.

Konjunktur Industrieländer.

Deutschland.

Im vierten Quartal 2018 beeinträchtigten erneut Sondereffekte die deutsche Konjunktur. Zu Jahresanfang waren es die Grippewelle und Streiks gewesen, dann folgten die Probleme der Automobilindustrie mit der Typenzulassung und nun das Niedrigwasser in Deutschland. Wichtige Schlüsselbranchen wie die chemische Industrie oder die Stahlindustrie berichteten von merklichen Produktionsbehinderungen infolge von Transportproblemen, und auch die Energieerzeugung litt merklich. Das vierte Quartal bleibt damit hinter den Erwartungen zurück. Bei knappen 0,1 % Wachstum im Vorquartalsvergleich steht derzeit unsere Prognose für das vierte Quartal, wenn man für den Dezember Stagnation der Indikatoren unterstellt. Für mehr Wachstum müsste der Dezember deutlich bessere Daten liefern als die Vormonate.

Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2019: 1,3 % (bisher: 1,5 %); Inflation 2019: 1,5 % (bisher: 1,7 %).

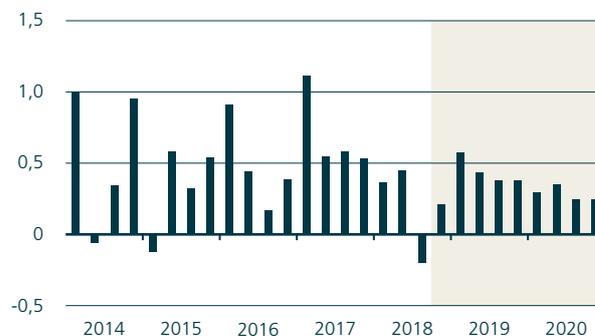
Euroland.

Im dritten Quartal überraschte die deutsche Wirtschaft vor dem Hintergrund der Probleme in der Automobilindustrie mit einer Schrumpfung. Dies war einer der wesentlichen Gründe für die ebenfalls enttäuschende europäische Wirtschaftsentwicklung. Im vierten Quartal könnte nun Frankreich zum Bremsklotz für die europäische Konjunktur werden. Denn Mitte November begannen in Frankreich die landesweiten Proteste und Demonstrationen der „Gelbwesten“. Der Einzelhandel, das Gastgewerbe und die Industrie beklagen bereits erhebliche Umsatzeinbußen. Die bisherigen Proteste der Gelbwesten werden das Wachstum in Frankreich im vierten Quartal belastet haben. Erste Schätzungen belaufen sich auf Einbußen von bis zu 0,2 Prozentpunkten. Dies würde eine Halbierung der bisherigen Wachstumsprognose bedeuten.

Prognoserevision: Bruttoinlandsprodukt 2019: 1,5 % (bisher: 1,6 %); Inflation 2019: 1,3 % (bisher: 1,4 %).

Deutschland: Bruttoinlandsprodukt.

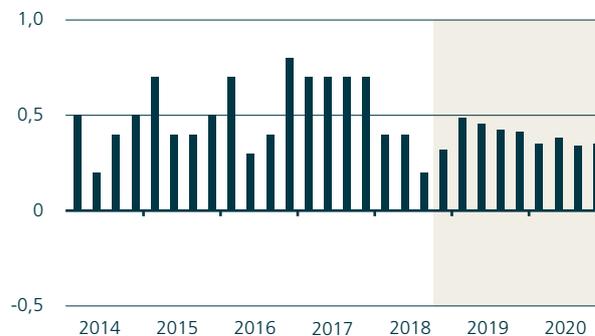
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

USA.

Gleich die erste Jahreswoche hatte es in sich: Zunächst wurde für den ISM-Index (Dezember) ein Rückgang um über fünf Indexpunkte gemeldet. Solche ausgeprägten Rückgänge sind seit Mitte der Achtzigerjahre sehr selten geworden. Kurz danach wurde ein extrem starker Arbeitsmarktbericht veröffentlicht. Gemessen an der Lohnsumme war es der zweitstärkste seit Beginn des Konjunkturaufschwungs. Im Gegensatz zu den derzeit an den Kapitalmärkten gehandelten Konjunktursorgen entwickeln sich bislang die Konjunkturindikatoren in der Gesamtschau überdurchschnittlich gut. Aufgrund geringerer Energiekosten haben wir unseren kurzfristigen Inflationsausblick nach unten genommen. Die konjunkturellen Folgen der derzeitigen US-Haushaltssperre sind vernachlässigbar. Allerdings sorgt sie für Verzögerungen bei der Bekanntgabe von Makrodaten.

Prognoserevision: Inflation 2018: 2,4 % (bisher: 2,5 %); 2019: 2,1 % (bisher: 2,4 %).

Märkte Industrieländer.

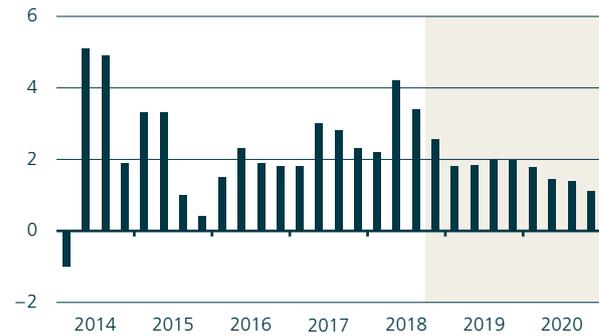
Europäische Zentralbank / Geldmarkt.

Auf ihrer Sitzung im Dezember hat die EZB ihre Projektionen für das Wirtschaftswachstum und die Inflation zwar nur leicht nach unten revidiert. Präsident Draghi betonte jedoch das erhebliche Ausmaß an Unsicherheit über Politik, Finanzmärkte und wirtschaftliche Entwicklung. Wie die EZB gehen auch wir davon aus, dass sich der Aufschwung im Euroraum mit moderatem Tempo fortsetzen wird. Unter anderem aufgrund der globalen Handelskonflikte, des bevorstehenden Brexit sowie der fehlenden Reformfähigkeit im Euroraum dürfte die makroökonomische Unsicherheit jedoch vorerst hoch bleiben. Dies macht es der EZB schwer, einen ersten Zinsschritt im Herbst argumentativ vorzubereiten. Da Draghis Amtszeit im Oktober endet, dürfte der Beginn der Leitzinserhöhungen in die Zuständigkeit seines Nachfolgers fallen. Deshalb erwarten wir eine Anhebung des Einlagensatzes erst für März 2020 und Erhöhungen auch des Hauptrefinanzierungssatzes sechs Monate später. Die EONIA- und EURIBOR-Sätze dürften daher während des gesamten Jahres 2019 in etwa seitwärts laufen.

Prognoserevision: Sechs Monate späterer Beginn der Leitzinserhöhungen.

USA: Bruttoinlandsprodukt.

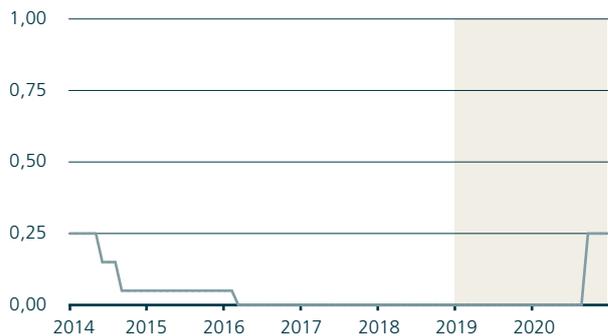
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Hauptrefinanzierungssatz.

in % p.a.



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

Rentenmarkt Euroland.

Die Häufung schwacher Konjunkturdaten und die erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten machen es unwahrscheinlich, dass die EZB die Leitzinsen noch in diesem Jahr anheben wird. Wir sehen daher für die nähere Zukunft nur wenig Potenzial für einen Anstieg der Renditen in den kurzen und mittleren Laufzeitbereichen. Gleichzeitig erwarten wir eine leichte Versteilerung der Bundkurve. Zwar dürften die globalen Handelskonflikte, der bevorstehende Brexit und der noch nicht ausgestandene Haushaltsstreit mit der italienischen Regierung vorerst weiterhin für Unsicherheit sorgen. Mit der Zeit sollte sich jedoch herausstellen, dass sich der wirtschaftliche Aufschwung im Euroraum dennoch fortsetzt. Die Flucht in Qualität sollte daraufhin nachlassen und mittelfristig zu erwartende Leitzinserhöhungen wieder etwas stärker ins Blickfeld geraten.

Prognoserevision: Langsamerer Anstieg der Renditen von Bundesanleihen.

Devisenmarkt: EUR–USD.

Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar im vergangenen Jahr 5 % an Wert verloren. Dabei durchlebte er allerdings Höhen und Tiefen. Im Januar war der EUR-USD-Wechselkurs bereits von 1,20 bis auf 1,25 geklettert. Dies war der höchste Wert seit Ende 2014. Während am Jahresanfang die europäischen Wirtschaftsdaten noch sehr stark waren, nährten die US-Daten Spekulationen über eine Abschwächung der US-Konjunktur. Dies stellte sich aber als falsch heraus. In der zweiten Jahreshälfte enttäuschte die europäische Konjunktur, und die US-Wirtschaft entwickelte sich stärker als erwartet. Zudem hat die US-Notenbank 2018 die Leitzinsen von 1,25–1,50 % auf 2,25–2,50 % angehoben. Die EZB dürfte hingegen auch dieses Jahr ihre Leitzinsen auf den niedrigen Niveaus belassen. Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar das Jahr 2018 mit 1,14 EUR–USD beschlossen.

Prognoserevision: –

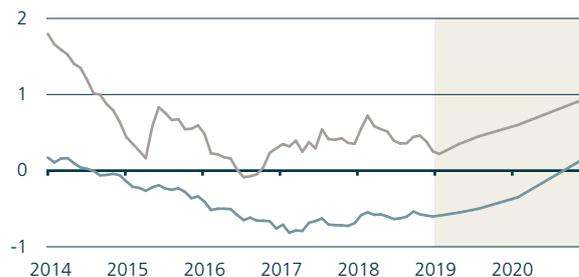
Aktienmarkt Deutschland.

Die globalen Handelskonflikte bremsen die deutsche Wirtschaft immer stärker. Die Industrieproduktion war zuletzt rückläufig, die Stimmungsindikatoren geben nach, und die operativen Erwartungen im Unternehmenssektor schwächen sich ab. Diese Gemengelage wird dazu führen, dass die im DAX notierten Unternehmen 2018 im Vergleich zu 2017 leichte Gewinneinbußen verzeichnet haben. Somit wird auch die Ende Januar beginnende Berichterstattung zu den Zahlen aus dem vierten Quartal nicht besonders gut ausfallen. Einige deutliche Gewinnwarnungen mussten bereits verdaut werden, weitere könnten folgen. Es muss in den kommenden Wochen also weiter mit hohen Schwankungen und zwischenzeitlich rückläufigen Kursen gerechnet werden. Danach wird sich die Perspektive aber wieder aufhellen, sodass deutliche Kursrücksetzer als Chance wahrgenommen werden sollten.

Prognoserevision: Leichte Abwärtsrevision der Drei-monatsprognose.

Bundesanleihen: Renditen.

in % p.a.



■ 2 Jahre ■ 10 Jahre

Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

Wechselkurs EUR – USD.

in USD



Quelle: EZB, Prognose DekaBank

Aktienmarktprognose

	11.01.2019	3 Monate	6 Monate	12 Monate
DAX	10.887,46	10.500	11.000	12.000
EuroStoxx50	3.070,04	2.800	3.000	3.200
S&P 500	2.596,26	2.400	2.500	2.600
Topix	1.529,73	1.400	1.500	1.500

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

Unternehmensanleihemarkt Euroland.

Konjunktursorgen und Gewinnwarnungen großer Unternehmen haben dem Markt für Corporates kräftig zugesetzt. Vor allem aber eine Lawine an Neuemissionen, die mit teils sehr großzügigen Risikoprämien ausgestattet wurden, hat einen starken Spreadanstieg mit sich gebracht. Zwar konnten die Neuemissionen aufgrund der attraktiven Spreads überwiegend sehr erfolgreich platziert werden, aber alte Kassa-Anleihen am Sekundärmarkt mussten teils empfindliche Kursverluste hinnehmen. Das Ende der Nettokäufe der EZB ist bereits im vergangenen Jahr größtenteils eingepreist worden. Im Januar stehen mit 834 Mio. EUR zunächst noch vergleichsweise hohe Fälligkeiten zur Reinvestition an, in den nächsten Monaten lassen die Ersatzkäufe der EZB jedoch deutlich nach. Wir erwarten noch einen leichten Anstieg der Risikoaufschläge.

Emerging Markets.

Märkte.

Schwellenländeranlagen sind gut in das neue Jahr gestartet. EM-Renten profitierten von rückläufigen US-Renditen. Insgesamt wurde die Stimmung durch Kommentare von Seiten der US-Notenbank gestützt. Fed-Präsident Powell stellte in Aussicht, Zinsanhebungen zu verschieben oder ganz aussetzen, sollten Turbulenzen an den Finanzmärkten den Wirtschaftsausblick bedrohen. Wir erwarten die nächste Zinsanhebung in den USA nun erst im Juni. Auch im Handelsstreit zwischen China und den USA gibt es nach den jüngsten Gesprächen mehr Hoffnung, dass neue Strafzölle zumindest nicht schon am 1. März verhängt werden. Der Rückgang der Ölpreise seit Mitte Oktober hat zudem die Währungen von Ölimportländern gestützt. Da wir kein groß angelegtes Konjunkturstützungsprogramm in China erwarten, dürften die Sorgen um die Weltkonjunktur im weiteren Jahresverlauf anhalten. Zudem lastet die Liquiditätsverknappung durch die Reduzierung der US-Notenbankbilanz auf Schwellenländeranlagen. Der Ausblick für 2019 bleibt daher verhalten, doch erwarten wir sowohl für EM-Renten als auch für EM-Aktien Zugewinne.

iTraxx Europe.

Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

EMBIG Diversified-Spread.

Basispunkte



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

Szenarien.

Wir haben unsere Szenarien sowie deren Eintrittswahrscheinlichkeiten unverändert gelassen.

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 70 %)

- **Weltwirtschaft:** Globaler Aufschwung hält an, Dynamik wird aber schwächer. Langsame Straffung der Geldpolitik durch die großen Notenbanken und höhere Unsicherheit durch Aufbau von Handelsbeschränkungen dämpfen das Wachstum.
- **Euroland:** Dank steigender verfügbarer Einkommen ist der private Konsum zentrale Wachstumsstütze. Ohnehin fragiler Finanzsektor in Südeuropa bleibt aufgrund der hohen Staatsverschuldung krisenanfällig. Angesichts der Risiken durch den Handelsstreit mit den USA, die Finanzpolitik der italienischen Regierung sowie durch den Brexit ist der konjunkturelle Ausblick nur verhalten positiv.
- **Vereinigtes Königreich (UK):** Pragmatische Lösung für EU-Austritt wird gefunden. Anhaltende Unsicherheit sowie höhere Handelsbarrieren dämpfen Wachstumserwartungen für UK.
- **USA:** Auslaufender Stimulus der Steuerreform, restriktivere Geldpolitik und hohe Kapazitätsauslastung führen zu deutlich schwächerem Wachstum.
- **Inflation:** Inflationsraten bleiben im Bereich der Notenbankziele, sodass keine abrupte, stärkere geldpolitische Bremsung erforderlich wird.
- **Geldpolitik:** Große Notenbanken normalisieren langsam die Geldpolitik. Vor allem in Euroland vollzieht sich der geldpolitische Ausstieg äußerst zögerlich.
- **Zinsen:** Äußerst langsamer Anstieg der Zinsen für sichere Geldanlagen. Realzinsen (d.h. inflationsbereinigte Zinsen) werden in Deutschland noch für lange Zeit negativ bleiben.
- **Finanzmärkte:** Niedrigeres Wachstum führt zu nur noch verhaltenem Aufwärtstrend der Aktienkurse bei hohen Ausschlägen. An Rentenmärkten drohen bei sicheren Anlagen leichte Wertverluste, lediglich risikoreichere Segmente bieten gewisse Chancen auf positive Gesamterträge.
- **Geldanlage:** Am Rentenmarkt wenig Aussichten auf Wertzuwächse. Aktienmärkte durch schwächere Konjunktur belastet. Im Verlauf des Prognosezeitraums dürften Aktienmärkte gute Einstiegschancen bieten; schrittweiser Einstieg am Aktienmarkt bleibt sinnvoll.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Massive Eskalation des Handelskonflikts lässt globale Wachstumsabschwächung in eine Rezession münden.
- Neuaufgabe der Eurokrise durch Konfrontationskurs der italienischen Regierung, insbesondere wegen der geplanten hohen Nettoneuverschuldung. Hohe Gesamtverschuldung in Frankreich bietet ebenfalls nennenswertes Krisenpotenzial.
- Starke Kursanpassungen in den riskanteren Bereichen der Anleihemärkte führen über Ansteckungseffekte auch in anderen Marktsegmenten (z.B. Aktien, Private Equity, Immobilien) zu größeren Markturbulenzen. Folge wären Verunsicherung von Unternehmen und erschwerter Zugang zu Kapital.
- Ausufernde Inflation führt zu kräftigen Leitzinssteigerungen. Daraus resultierender schneller und starker Marktinzinsanstieg könnte das Wachstum spürbar belasten.
- 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: 5 %)

- 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 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. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Die Einschätzung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. 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: (0)69 71 47 - 26 54
Telefax: (0)69 71 47 - 11 43
E-Mail: info.etf@deka.de
www.deka-etf.de