

# ETF-Newsletter Wertarbeit Unbeständige Perspektiven trotz Rekordkursen?

Oktober 2024

Investieren schafft Zukunft.

**Deka**  
Investments

## Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

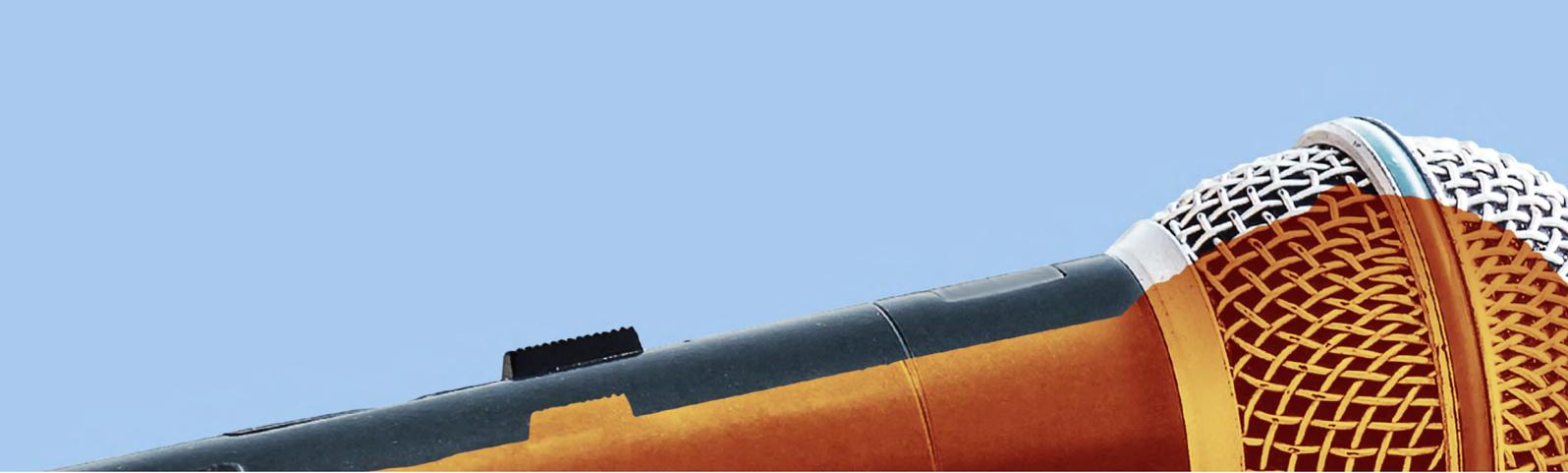
einige internationale Börsen eilen dieser Tage von Höchstkurs zu Höchstkurs. Worin liegen die Ursachen dafür? Die Liste der Risiken ist jedenfalls, so konstatiert Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater in seinem Makro Research, unlängst nicht kürzer geworden. Geopolitische Spannungen und kriegerische Auseinandersetzungen, Wahlen, die Regierungsbildungen erschweren sowie die mangelnde wirtschaftliche Dynamik in Deutschland geben Anlass zur Sorge. Die Euphorie an den Börsen dürfte laut unserem ETF-Monitor vor allem zwei Ursachen haben: Zum einen hat China mit einem massiven Stimulierungsprogramm den Kampf gegen Deflation und Wirtschaftsflaute aufgenommen, andererseits hat die zumindest teilweise zurückgehende Inflation es der EZB erlaubt, einen weiteren Schritt auf der Zinsleiter hinabzusteigen. Für die künftige Entwicklung dürfte es nicht unerheblich sein, ob sie diesen Kurs fortsetzen wird. Angesichts großer Herausforderungen durch Klimawandel, Digitalisierung und Verteidigung rechnet Deka-Chefökonom Kater mit weiter wachsenden Staatsdefiziten – und infolgedessen mit erhöhten Risikoaufschlägen auf Staatsanleihen.

Das Renten-Thema nimmt auch unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann in den Blick. Im aktuellen Umfeld – so seine These – gewinnen Renten-ETFs insbesondere mit langen Laufzeiten im Mix mit Aktien-ETFs für Anlegerinnen und Anleger wieder an Attraktivität.



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH

Ihr Thomas Pohlmann



## Interview

# „Drawdowns ohne Eingriffe überstehen“

**Das A/VENTUM family office in Stuttgart hat die Familie als Wirtschaftsunternehmen im Fokus. Welche Rolle dabei ETFs spielen, erläutert Vorstand Oliver Heller.**

### **A/VENTUM firmiert als Family Office. Wer ist Ihre Kundschaft und welche Leistungen bieten Sie?**

Wir verstehen uns als Gesamtkümmerer. Unser Beratungsangebot, zusammen mit unserem Netzwerk, ist umfassend für das Wirtschaftsunternehmen Familie. Es umfasst unter anderem die Finanzplanung, das Generationenmanagement mit der Nachlassplanung oder auch das Kreditmanagement. Grundsätzlich beginnt der Prozess mit der Erfassung, Darstellung und Konsolidierung der gesamten finanziellen Situation. Dabei kann es auch um rechtliche, steuerliche und unternehmerische Komponenten gehen. Unsere Botschaft ist, dass die Kundin oder der Kunde mit unserer Hilfe keine finanziellen Fehler macht. Wenn ich auf unsere Gesamtkundschaft schaue, dann sind 95 Prozent Selbständige, Unternehmerinnen und Unternehmer oder Ruheständler, die ihre Unternehmen an die nächste Generation übergeben oder verkauft haben.

### **Ich vermute mal, ihre Kundinnen und Kunden sollten ein ordentliches Vermögen haben.**

Natürlich müssen Sie unser Honorar bezahlen können, und das lohnt sich nur, wenn das Vermögen entsprechend groß bzw. die finanzielle Situation komplex ist. Wir rechnen auf Stundenbasis ab. Wichtig für uns ist, dass wir mit der Kundschaft eine gute Beziehung eingehen, die beiden Seiten Freude macht.

**Wenn es zur Finanzplanung kommt, dann geht es meist auch um die konkrete Vermögensanlage. Verfolgen Sie da eine übergeordnete Philosophie oder Strategie? Sie versprechen ja, dass es keine Fehler geben soll.**

Zunächst muss ich dazu sagen, dass das Family Office im Prinzip nur Anlageberatung nach §34f GewO bietet. Kommt es zur Vermögensverwaltung, was sich nicht zwangsläufig aus der Beratung ergibt, übernimmt unser Schwesterunternehmen Kidron Vermögensverwaltung, das die Zulassung nach Paragraph 32 KWG hat, die konkrete Umsetzung in verschiedenen zur Verfügung stehenden Formaten. Wir stülpen unseren Mandaten keine Anlagephilosophie über, sondern die ergibt sich aus den Bedürfnissen der Kundinnen und Kunden. Im Prinzip kann man sagen, dass ein Großteil der Vermögen direkt in den eigenen Unternehmen und Immobilien der Mandanten steckt. Aber wenn wir über die Welt der Börsen und der Wertpapiere sprechen, dann haben wir natürlich eine Anlagephilosophie, die über die Jahre gereift ist. Wir sind überzeugt, dass es für aktive Manager sehr schwer ist, Standard-Aktienmärkte wie zum Beispiel den S&P 500 zu übertreffen. Dort tendieren wir in den von uns beratenen Lösungen durchaus zu passiven Instrumenten. In Nischen sieht das anders aus. Ein Manager für UK Small Caps zum Beispiel kann nach unserer Überzeugung durchaus ein Alpha herausarbeiten.

### **Das klingt so, als wenn Sie überwiegend in ETFs investieren?**

Die vom AVENTUM family office verantworteten Anlagen sind in der Tat zu mehr als 50 Prozent passiv angelegt. Das sind nicht nur ETFs sondern auch indexnahe Anlagevehikel.

**Bleiben wir als Beispiel bei den ETFs. Es geht zunächst immer um den richtigen Index und die globale Verteilung der Gelder. Wie gehen Sie vor?**

Das stimmen wir natürlich mit der Kundschaft ab. Im Prinzip aber verteilen wir das Geld global top-down. Zu je etwa der Hälfte orientieren wir uns an der Marktkapitalisierung und an den Bruttoinlandsprodukten. Wir sprechen jetzt über Aktien. Aber ich muss erwähnen, dass wir natürlich auch Kundinnen und Kunden haben, die kein Geld in Aktien anlegen, weil sie zum Beispiel im Ruhestand höchste Sicherheit ohne Schwankungen bevorzugen. Wenn es aber um die Aktienmärkte geht, allokatieren wir 30 Prozent in Nordamerika, 30 Prozent in Europa inklusive UK, 30 Prozent in Emerging Markets sowie zehn Prozent in Japan und der entwickelten pazifischen Region.

### **Bleiben Sie damit bei Plain Vanilla, also den Standardindizes? Oder nutzen Sie auch Strategie-ETFs mit zusätzlichen Faktoren?**

Wir haben ein eigenes Sieben-Faktoren-Modell, das auf dem Fünf-Faktoren Ansatz von Fama/French aufbaut, aber eben um zwei erweitert wird. Die Faktoren nach Fama/French sind Marktrisiko, Unternehmensgröße, Value, Profitabilität und sorgsames Investitionsverhalten. Wir verwenden zusätzlich die Faktorprämie „Political Risk“, weil wir eine überdurchschnittliche Emerging-Markets-Quote fahren sowie den Faktor „Leverage“, also eine punktuell sinnvolle Ausdehnung der Investitionsquote. Das lässt sich nach unseren Erfahrungen gut mit ETFs umsetzen.

### **Nutzen Sie dazu auch aktive ETFs?**

Wenn diese strikt regelgebunden agieren, sind sie für uns Smart-Beta-Strategien und können in Frage kommen. Wenn dahinter aber diskretionäre Entscheidungen stehen, lassen wir die Finger davon.

### **Sie können aber auch auf spezielle Themenfonds setzen, aktuell zum Beispiel New Energy oder Künstliche Intelligenz.**

Solche Themen sind immer auch bereits in den breiten Indizes mit den aktuell marktbepreisten Quoten enthalten. Themenfonds als zusätzliche Satelliten nutzen wir nicht. Da gibt es oft Übertreibungen oder Modethemen, die teuer sind.

### **Wie gehen Sie mit dem Thema Nachhaltigkeit um? Dazu gibt es ja ESG-gefilterte ETFs.**

Nachhaltigkeit hat unsere Branche eine gute Zeit lang intensiv beschäftigt. Ältere und Jüngere in unserer Kundschaft, die gut informiert sind, interessieren sich in der Tat dafür. Die Begeisterung zur Nachhaltigkeit hat etwas nachgelassen, bedingt vor allem durch den Ukraine-Krieg, die Haltung zur Rüstung, die man als friedensstiftend und somit nachhaltig interpretieren kann, sowie die Einstellung zur Atomkraft, mit der weitgehend CO<sub>2</sub>-neutral Energie erzeugt werden kann. Aber wir bieten für entsprechenden Aktienstrategien auch jeweils ESG-gefilterte Lösungen an.

### **Wie gestalten Sie das Risikomanagement? Die Marktschwankungen können erheblich sein.**

Unser Risikomanagement findet primär auf der Kundenebene statt. Im Rahmen der Finanzplanung prüfen wir bei unseren Kunden, welches Geld wie lange dem Risiko der Kapitalmärkte ausgesetzt werden kann. Dazu kreieren wir für das gesamte Vermögen Zeitpäckchen. Geht es um einen Vermögensanteil, der innerhalb eines Jahres benötigt wird, wird der in Tagesgeld angelegt. Dann gibt es ein Zeitpäckchen für das Geld, das zwischen ein bis drei Jahre nicht benötigt wird. Dieses enthält keine Aktien, sondern nur festverzinsliche Wertpapiere oder Absolut-Return-Lösungen. Für das Päckchen mit drei bis sechs Jahren wird ein Drittel in Aktien angelegt. Für sechs bis zehn Jahre beträgt die Aktienquote dann zwei Drittel. Über zehn Jahre Horizont steigt die Aktienquote auf 100 Prozent. Darüber sprechen wir vor der Investition intensiv mit den Kunden, damit klar ist, dass diese Töpfe nicht

---

*„Nach unserer Erfahrung sind technische Risikomanagementsysteme, also zum Beispiel mit trendfolgendem Momentum, Renditefresser.“*



Oliver Heller  
Vorstand AVENTUM

---

angerührt werden, wenn die Märkte gerade mal wieder auf dem Weg nach unten sind. Mit einem Horizont von mehr als zehn Jahren kann ich einen oder mehrere Drawdowns überstehen. Nach unserer Erfahrung sind technische Risikomanagementsysteme, also zum Beispiel mit trendfolgendem Momentum, Renditefresser. Das gilt auch für Absicherungen mit Optionen. Haben wir uns mit der Kundschaft auf die entsprechenden Töpfe und Zeitpäckchen verständigt, können wir ohne Eingriffe durch die Durststrecken hindurchmarschieren und dadurch die volle Kapitalmarktrendite der ausgewählten Anlageklassen verdienen.

### **Passen Sie überhaupt nichts an? Manchmal sind ja Drawdowns auch gute Kaufgelegenheiten.**

Ja, in der Tat machen wir ein statisches Rebalancing der Töpfe. Viermal im Jahr kaufen wir ein bisschen nach, was gefallen ist und verkaufen etwas von dem, was stark

gestiegen ist. Das hat sich seit 30 Jahren immer wieder bewährt. Zu erwähnen ist, dass unsere Kundschaft oft aus dem Unternehmerbereich kommt und deshalb mit der Risikoeinordnung lediglich temporärer Bewertungsschwankungen relativ gut umgehen kann. Das Aushalten temporärer Rückgänge kann sozusagen als Einsatz für eine sehr gute Langfristrendite verstanden werden. Unsere Kundschaft versteht das.

**Jetzt müssen wir noch über die Rentenseite sprechen. Decken Sie diese auch mit ETFs ab?**

Dort sind wir tatsächlich gemischt unterwegs. Wir versuchen, einen passenden ETF oder einen Anlageklassenfonds zu finden. Aber wir schauen genauso auf Manager, die über ein solides Setup verfügen und in der Vergangenheit den Markt geschlagen haben. So vergleichen wir aktive Manager und ETFs. Wir nutzen beide. Das Übergewicht liegt zurzeit bei aktiven Managern. Nehmen wir ein Beispiel: EUR-Investment Grade Credit-Fonds. Die hatten wir mit einem ETF und drei aktiven Managern abgedeckt. Der Knochen ist hier u.E. aber schon wieder weitgehend abgefressen, und so haben wir hier bereits fast alles wieder verkauft.

---

*„Natürlich beschäftigen wir uns mit den Makrodaten und -Ereignissen. Wir reden mit unserer Kundschaft und wir müssen wissen, wo die Märkte stehen.“*

---

**Schauen Sie mit Ihrem Ansatz auf die aktuelle Entwicklung nach den kräftigen Zinssenkungen der Notenbanken? Werden Ihre Anlageentscheidungen davon betroffen?**

Natürlich beschäftigen wir uns mit den Makrodaten und -Ereignissen. Wir reden mit unserer Kundschaft und wir müssen wissen, wo die Märkte stehen. Wir kennen tendenzielle Überbewertungen, wie die Magnificent Seven, oder tendenziell aktuelle Unterbewertungen bei den Small-Caps. Aber unsere Anlageentscheidungen werden davon kaum betroffen. Niemand weiß, was im Laufe des nächsten Jahres genau passiert. Aber mit Sicht auf zehn Jahre und mehr kann ich meinen Kundinnen und Kunden schon relativ klar sagen, mit welchen Renditemotoren bzw. Anlageklassen sie gutes Geld verdienen können. Und darauf bauen wir.

## Kolumne

# Zeit für den Doppelpass



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Um die Stabilität in Portfolios zu gewährleisten, gilt die Grundregel, unterschiedliche Anlageklassen zu nutzen. Gemeinhin sind das Aktien und Renten. Die Rentenpapiere bieten eine feste Verzinsung und damit Sicherheit, die Aktien die Chance einer höheren Rendite, aber unter der Gefahr heftiger Schwankungen.

Doch es gibt Zeiten, da funktioniert die Absicherung nicht so richtig. So war es 2022, als die Aktien heftig fielen und ebenfalls die Kurse der Rentenpapiere in die Knie gingen, bei Letzteren bis zu 15 Prozent, was im historischen Vergleich ziemlich heftig war. Der Grund dafür waren kräftige Leitzinserhöhungen durch die Notenbanken und gleichzeitig Sorgen um Inflation, Konjunktur und Unternehmensgewinne.

Doch jetzt hat sich die Großwetterlage geändert. Die Notenbanken, Fed wie EZB, haben begonnen, die Zinsen schrittweise zurückzuführen. Sinkende Zinsen helfen in der Regel den Kursen der Aktien, aber auch denen von festverzinslichen Wertpapieren, vor allem wenn sie längere Laufzeiten haben. Diese Wirkungen sind in Aktien- wie Anleihe-ETFs spürbar.

Seit im Sommer dieses Jahres die Zinssenkungen begonnen haben, haben die Aktien den Kursschock in Japan gut überwunden und streben aufwärts. Aber auch die Anleihe-ETFs zeigen in die gleiche Richtung. Indexfonds mit langlaufenden Papieren, zehn Jahre und mehr,

haben sich um rund sechs Prozent seitdem verbessert.

Dieser Zinssenkungsprozess sollte angesichts zunehmender konjunktureller Risiken weiterlaufen. Mit anderen Worten: Anleihe-ETFs werden weiter Kursavancen machen können. Das gilt im Prinzip auch für Unternehmensanleihen, obwohl hier die Bonität und die Konjunkturfaktoren eine größere Rolle spielen. Auch sie haben seit diesem Sommer für ETFs mit gemischten Laufzeiten um rund drei Prozent zulegen können.

Besonders interessant scheint die Entwicklung bei den Geldmarktfonds, die ihr Volumen in den letzten Monaten gewaltig steigern konnten. Der Grund dafür liegt auf der Hand: Die Banken haben sich teils trotz hohem Leitzinsniveau lange geziert, das Niveau der Tagesgeldzinsen entsprechend nach oben anzupassen. Und sie beginnen manchmal schon wieder, sie zu senken mit der Begründung, die Leitzinsen würden ja sinken. ETFs, die geldmarktnah mit kurzlaufenden Anleihen gestaltet werden, reagieren weiterhin positiv, auch wenn sich die Kursgewinne seit Sommer auf den ersten Blick mit einem Prozent bescheiden ausnehmen. Doch auf diesem Feld ist ein Prozent Kursgewinn bei einer Ausschüttungsrendite von bis zu zwei Prozent schon relativ viel.

Für Anlegerinnen und Anleger in ETFs ergibt sich daraus: Jetzt ist die Zeit für Doppelpässe, wie es im Fußball heißt. Die klassische Mischung zwischen Aktien und Renten ist wieder gefragt. Bei Aktien muss man bedenken, dass die konjunkturellen Risiken eher noch zunehmen. Da kann es jederzeit böse Überraschungen bei Geschäften und Gewinnen geben. Entsprechend willkommen ist eine stabile Entwicklung der Anleihen, die je nach Laufzeit gut zulegen sollten. Wer mit den Tagesgeldzinsen bei seinem Kreditinstitut unzufrieden ist, könnte das, was über die notwendigen Liquiditätsreserven hinausgeht, in Geldmarkt-ETFs anlegen. Es ist schon wie im Fußball: Die richtige Vorlage hilft beim Siegen.



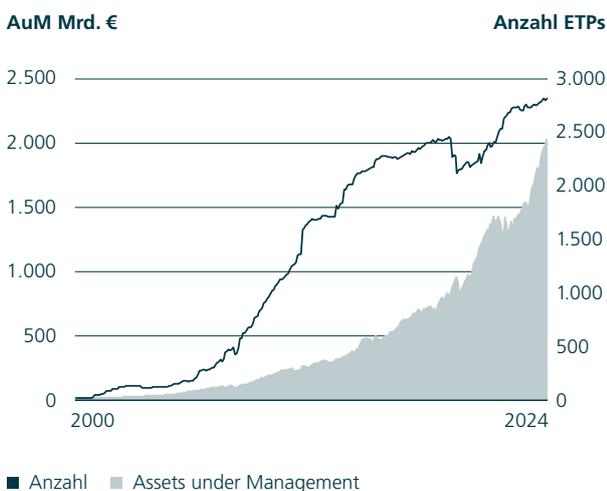
## ETF-Monitor

# Zinsen und China begeistern

Mit einem massiven Stimulierungsprogramm nahm Peking den Kampf gegen die Deflation und Kontraktion der Wirtschaft auf. In Shanghai wurde der Kursturbo gezündet, ein Plus von 17,4 Prozent. Hinzu kamen im September Zinssenkungen der Fed und zum zweiten Mal der EZB, was die Stimmung an den Aktienmärkten deutlich verbesserte, aber nicht mehr euphorisch aufgenommen wurde.

Am stärksten von den globalen Indizes legten die Emerging Markets zu, ein Plus von 6,4 Prozent. Der Nasdaq Composite zog um 2,7 Prozent an. Der DAX folgte mit 2,2 Prozent, während der S&P 500 sich um zwei Prozent verbesserte. Für die Märkte der Eurozone waren es nur plus 0,9 Prozent, während der breitere STOXX Europe 50

### Europäischer ETP-Markt



Quelle: Morningstar

### Zahlen und Fakten

2,007

Die AuM knacken die zwei Billionen Euro Marke – ein Plus von 2,5 %.

2.800

Die Zahl der ETPs erreichte eine Rekordmarke: 2.800 Titel, ein Plus von 0,8 %.

mit Schweiz und Großbritannien sogar 2,2 Prozent abrutschte. Auch Japan, wo der Nikkei im August mit einem Kurssturz von zwölf Prozent schockte und sich dann kräftig erholte, enttäuschte mit einem Minus von 1,9 Prozent.

Die Signale aus China brachten die Rohstoffe auf Touren. Der S&P Global Base Metal schoss um 11,3 Prozent nach oben. Ausnahme war das Rohöl. Die Sorte Brent gab 8,9 Prozent ab. Trotz aller Begeisterung bei Aktien waren Gold und Silber gefragt, teilweise auch als Versicherung in wirtschaftlich und politisch unruhigen Zeiten. Der Goldpreis erhöhte sich um 5,2 Prozent, Silber sogar um glatt acht Prozent. Wenig Veränderungen bei den Währungen. Der Euro legte gegenüber dem US-Dollar leicht um 0,8 Prozent zu.

Auch bei den Exchange Traded Products mit ETFs und Notes, rangierte China ganz oben. China-Fonds mit Technologie gewannen bis zu 30 Prozent. Aber selbst konventionelle China-Fonds wie der MSCI China glänzten noch mit einem Plus von 23 Prozent. Auch andere Märkte in Asien profitierten. Asien-ETFs ohne Japan legten bis 9,5 Prozent zu. Natürlich gab es auch viele Fonds mit Goldbezug, aber ihre Gewinne blieben mit rund sechs Prozent plus im Rahmen. Das galt auch für Südafrika als wichtigster Goldproduzent. Dieser Länder-ETF verbesserte sich ebenfalls um sechs Prozent.

Minuszeichen gab es nur bei 30 Prozent der Titel. Mal abgesehen von gehebelten inversen Produkten waren es so solide Sektoren wie Gesundheit, die rund sieben Prozent abgeben mussten. Auch Energietitel mit starkem Ölanteil ließen Federn. Sie verloren um die sechs Prozent.

### Anlageklassen

Bei den Flows zeigte sich jedoch, dass die Rohstoffe eher skeptisch betrachtet werden, ihr Nettomittelaufkommen sank, wie schon in den Monaten zuvor. Diesmal ging es um 43,6 Millionen Euro zurück. Die Aktien glänzten mit einem Plus von 15,4 Milliarden Euro und die Anleihen mit fast sechs Milliarden. Der Geldmarkt profitierte von rund 600 Millionen Euro mehr.

### Zahlen und Fakten

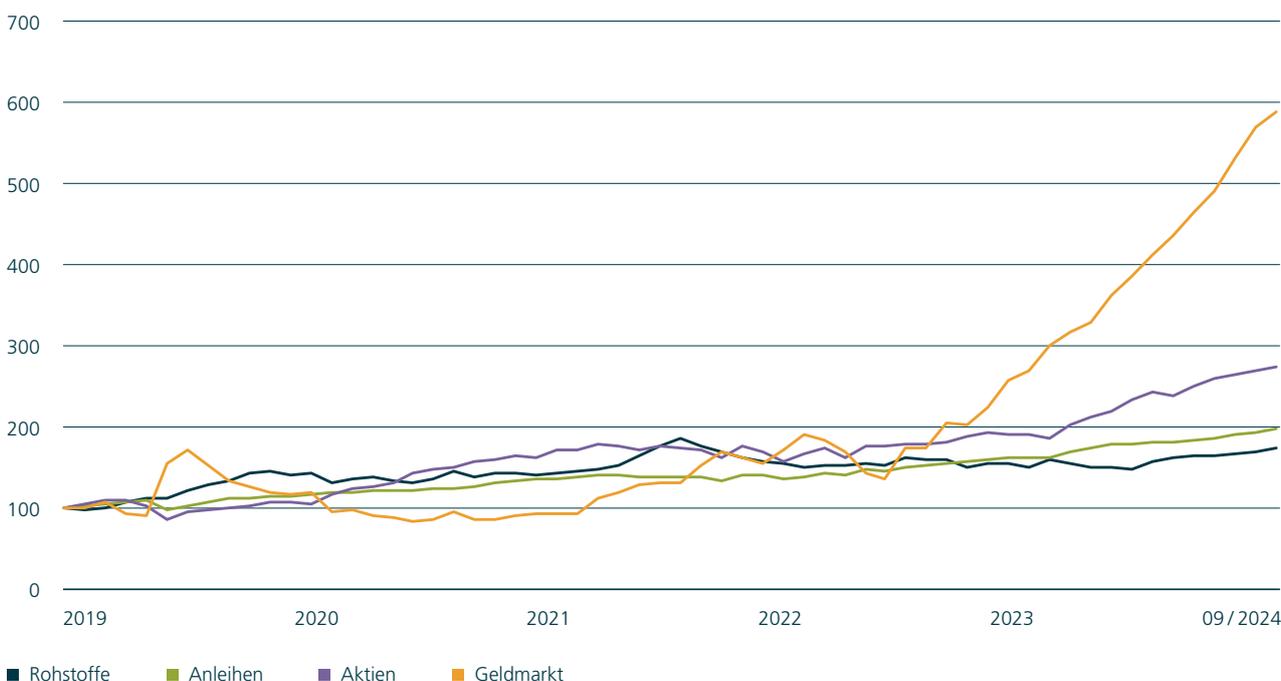
**1,4** Die Aktien waren mit 2,4 % auf 1,4 Billionen natürlich der Volumenprimus.

**427,7** Anleihen markierten mit 2,2 % auf 427,7 Milliarden Euro ebenfalls einen Rekord.

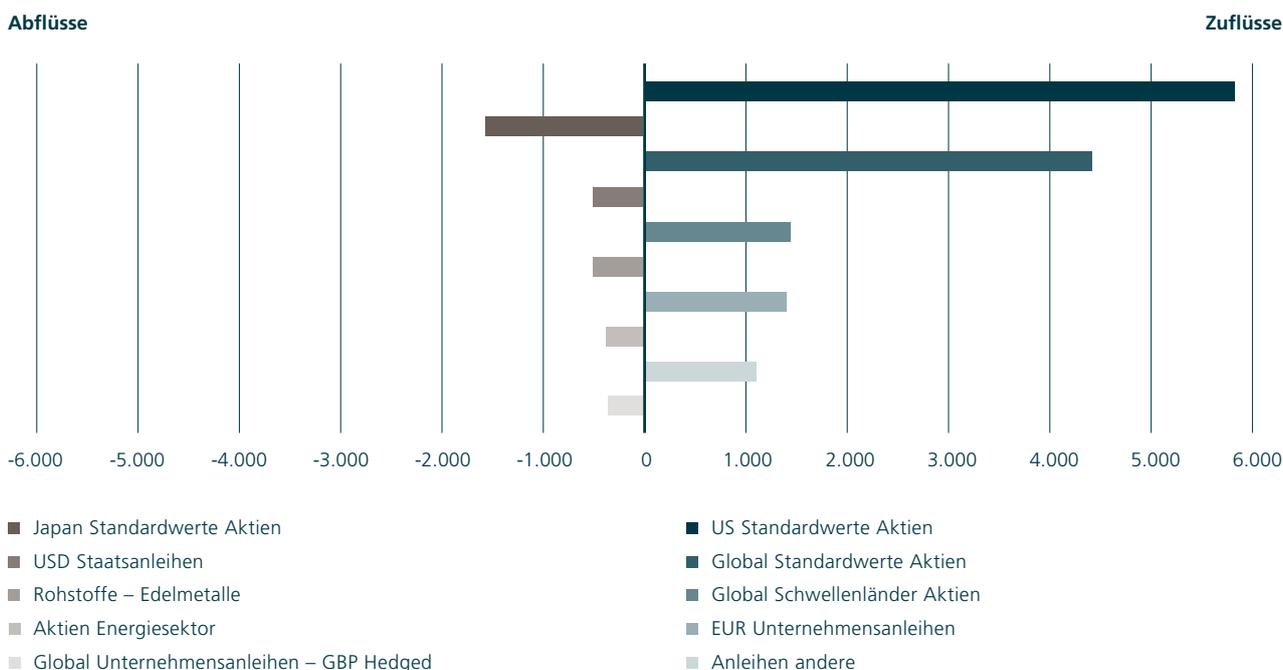
**118** Die Rohstoffe nach Verlust wieder mit Zuwachs: 3,8 % auf 118 Milliarden Euro.

**20** Der Geldmarkt folgte mit plus 3,4 % auf nun fast 20 Milliarden Euro.

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



Quelle: Morningstar



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse

Verlierer im September waren japanische Standardaktien, die um 1,6 Milliarden Euro abgebaut wurden. Rund 500 Millionen Euro flossen aus US-Dollar-Staatsanleihen ab. Trotz oder auch vielleicht wegen des starken Anstiegs des Goldpreises wurden Engagements in Edelmetallen um 487,7 Millionen Euro reduziert. Aktien des Energiesektors verloren 364,4 Millionen Euro. Globale Unternehmensanleihen, besichert mit dem britischen Pfund, wurden um 353 Millionen Euro reduziert.

### Nettomittelzuflüsse

Bei den Anlagekategorien waren zunächst Aktien gefragt. US-Standardaktien erhielten 5,9 Milliarden Euro frisches Geld, globale Standardaktien 4,4 Milliarden und Schwellenländer-Aktien 1,4 Milliarden Euro. Euro-Unternehmensanleihen waren nach der zweiten Zinssenkung gefragt, was ein Zufluss von 1,4 Milliarden Euro bedeutete. Für Anleihen außerhalb der großen Indizes wurden rund eine Milliarde netto investiert.

### Marktkommentar: Der Ruf des Oktobers

Alles klar für eine Jahresendrallye? Nach Aussage der meisten Analysten kommt es sehr darauf an, ob die Zinssenkungen kontinuierlich weitergehen und die Konjunktursignale sich langsam wieder verbessern. Doch vor Euphorie

wird gewarnt. Die politische Lage mit zwei Kriegen, in Nahost und in der Ukraine, bleibt prekär. Und so mancher erinnert auch daran, dass der Oktober den Ruf eines Crashmonats hat.



Makro Research

# Herbstlich unbeständig



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Der Herbst ist da, die Tage werden kürzer. Nun gilt es, mit kühlerem und unbeständigerem Wetter zurechtzukommen. So fühlt es sich derzeit auch an den Finanzmärkten an. Geopolitische Spannungen und militärische Konflikte, Wahlausgänge mit schwierigen Regierungskonstellationen, wirtschaftliche Stagnation in Deutschland, ungewohnte Schwäche in China und entsprechende Nervosität bei der dortigen Regierung – die Liste der Unwägbarkeiten ist lang. Dies bringt viel Bewegung an den Märkten. Die Aktienmärkte atmen nach ihren Ende September erreichten Allzeithochs nun etwas durch. Der Goldpreis steigt und steigt. Die Staatsanleiherenditen reagieren auf die überraschend günstigen Inflationsdaten. Die Inflation wiederum profitiert von den – trotz der jüngsten Anstiege immer noch – niedrigen Energiepreisen.

Die geldpolitische Lockerung bietet für die Finanzmarktteilnehmer eine Haltestange: Die Notenbanken senken die Leitzinsen, manche vorsichtig, manche selbstsicher und manche eilig. Ob dies jedoch die entscheidende Stimmungsaufhellung für einen goldenen Oktober bringen wird, ist fraglich. Unterstützung könnte von der Finanzpolitik kommen. In Europa scheint inzwischen die „finanzpolitische Solidität“ aus dem Wortschatz gestrichen zu sein. Die Begründung für diese Politik sind große strukturelle Umwälzungen wie Klimawandel, Digitalisierung oder Verteidigung. Die erhöhten Staatsdefizite werden jedoch mehr und mehr von den Finanzmarktteilnehmern argwöhnisch beäugt. Die Risikoaufschläge auf französische Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen sind zuletzt über die von spanischen Anleihen gestiegen, was vor Jahren noch undenkbar gewesen wäre. Es gilt also, wachsam zu sein. Beim Wetter und an den Börsen könnte es ein wechselhafter Herbst werden. Lichtblick in diesem eher grau gefärbten Bild bleiben die auch im kommenden Jahr sinkenden Notenbankzinsen, die der Weltwirtschaft und damit auch den Aktienmärkten eine wichtige Unterstützung liefern sollten.

# Konjunktur Industrieländer

## Deutschland

Die letzten Wochen waren fast ausschließlich durch schlechte Nachrichten geprägt: So sank die Unternehmensstimmung in Deutschland abermals spürbar. Die Forschungsinstitute sehen die Zukunft weniger rosiger, und die Krise der Automobilindustrie wird immer spürbarer. Konjunkturelle wie auch strukturelle Probleme haben die deutsche Volkswirtschaft in die Zange genommen. Immerhin besteht Hoffnung, dass die konjunkturellen Bremseffekte im Zeitverlauf abklingen werden. Die sinkende Inflation ermöglicht das Zurückgewinnen verlorengangener Kaufkraft sowie das Abschmelzen des Zinsberges. Das wird perspektivisch die Konjunktur etwas beleben. Allerdings deckeln die strukturellen Defizite den Wachstums-Spielraum immer stärker.

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts

## Euroland

Die größte Belastung für den Euroraum ist derzeit das fehlende Wachstum in Deutschland. Dieser Eindruck wurde durch die Frühindikatoren der vergangenen Wochen bestätigt. Während Deutschland im dritten Quartal der europäischen Wirtschaft keine positiven Impulse gegeben haben dürfte, sieht es bei den weiteren drei großen EWU-Ländern wesentlich besser aus. Die spanische Wirtschaft fährt nach wie vor unter Volldampf, und auch für Italien und Frankreich rechnen wir mit positiven Wachstumsraten. Am europäischen Arbeitsmarkt macht sich die deutsche Schwäche noch nicht bemerkbar. Die EWU-Arbeitslosenquote verharrte im August auf dem Allzeittief von 6,4%. Die Unterschiede zwischen den vier großen EWU-Ländern sind nach wie vor sehr groß.

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision der Prognosen für BIP und Inflation 2024 und 2025

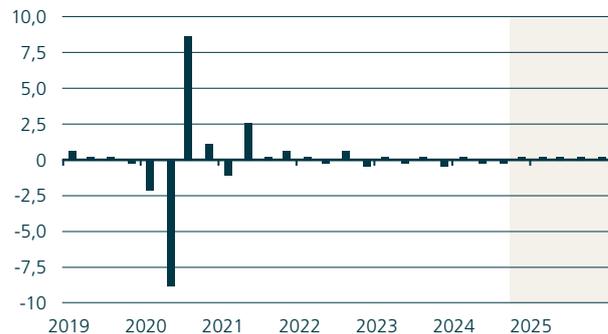
## USA

Die inoffiziellen Berechnungen zum monatlichen Bruttoinlandsprodukt zeigen, dass sich die US-Wirtschaft insgesamt weiterhin relativ gut entwickelt. Nach einem starken Anstieg im Juli folgte im August eine Stagnation. Auch die ersten Daten für September deuten keine auffällige Schwäche an. Dies gilt insbesondere für den privaten Konsum. Ende September wurde die jährliche Benchmark-Revision veröffentlicht. Laut diesen waren die ersten Jahre des Corona-Aufschwungs nochmals beträchtlich stärker als bislang bekannt. Zudem wurden die Werte für das Sparen der privaten Haushalte deutlich nach oben revidiert. Dies verringert die Wahrscheinlichkeit, dass den privaten Haushalten die finanzielle Luft schnell ausgeht.

**Prognoserevision:** Leichte Aufwärtsrevision der Bruttoinlandsprognose für 2024

## Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

## Euroland: Bruttoinlandsprodukt

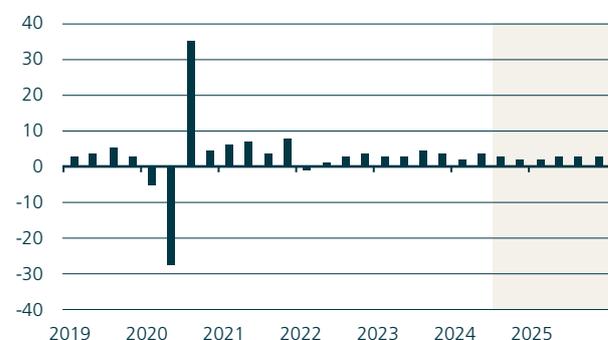
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

## USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

## Märkte Industrieländer

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Im September ist die Inflationsrate in der Eurozone überraschend deutlich auf 1,8 % gesunken und lag damit erstmals seit über drei Jahren unterhalb der Zielvorgabe der EZB. Allerdings lag dies erneut vornehmlich an der Energiekomponente. Die für die Geldpolitik ebenfalls wichtige Kernrate hat nur minimal auf 2,7 % nachgegeben. Da sich zuletzt die Frühindikatoren für die Konjunktorentwicklung eingetrübt haben, hat die EZB-Vorsitzende Lagarde in Kommentaren durchblicken lassen, dass bereits auf dem kommenden EZB-Zinsentscheid im Oktober eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte (Bp) anstehen könnte. Wir erwarten neben diesem Schritt auch im Dezember eine erneute Senkung um 25 Bp. Danach rechnen wir im Quartalsrhythmus mit Leitzinssenkungen, bis der Einlagensatz Ende 2025 ein Niveau von 2,0 % erreicht hat. Demgegenüber würden schnellere Zinsschritte oder eine Lockerung bis in den expansiven Bereich unseres Erachtens voraussetzen, dass eine steigende Arbeitslosigkeit dämpfend auf die Entwicklung von Löhnen und Preisen wirkt.

**Prognoserevision:** Vorgezogene Leitzinssenkung im Oktober

### Rentenmarkt Euroland

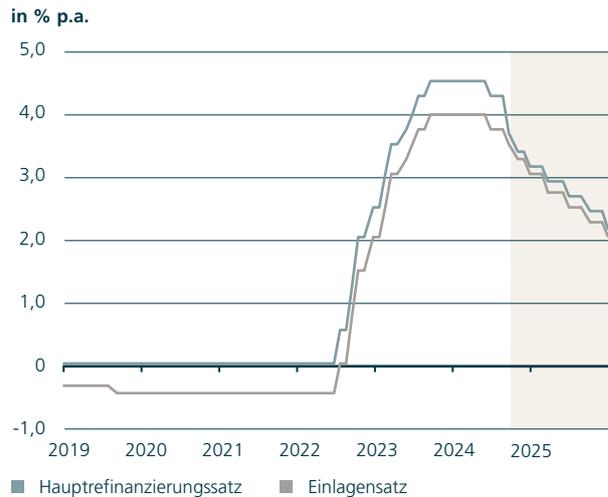
Die überraschend starke erste Leitzinssenkung der Fed sowie der deutliche Rückgang der Inflationsrate in Euroland unter den Zielwert der EZB haben die Erwartungen an beschleunigte EZB-Leitzinssenkungen beflügelt. In der Folge sind die Renditen von Bundesanleihen und Euroland-Staatsanleihen nochmals kräftig gesunken, sodass der Renditeabstand zwischen 10- und 2-jährigen Bunds wieder positiv wurde. Aufgrund der anhaltenden Persistenz der Kerninflation halten wir jedoch die Marktreaktionen für überzogen. Ab 2025 rechnen wir nur mit quartalsweisen Zinssenkungen der EZB und daher mit zwischenzeitlich etwas ansteigenden Bundrenditen. Die Bundkurve sollte dabei ihre wiedergewonnene positive Ausprägung behalten und tendenziell leicht steiler werden.

**Prognoserevision:** Niedrigere Renditen, etwas steilere Kurve

### Devisenmarkt: EUR – USD

Nachdem der Wechselkurs ab Mitte September zwischen 1,11 und 1,12 USD je EUR geschwankt hatte, gab er Anfang Oktober unter die Marke von 1,11 nach. Die erste Leitzinssenkung der Fed um gleich 50 Basispunkte Mitte September war an den Märkten teils eingepreist und hat daher keine größeren Bewegungen beim EUR-USD-Wechselkurs ausgelöst. Dagegen sind die Zinssenkungserwartungen an die EZB jüngst gestiegen, nachdem in Euroland für September Rückgänge bei den Stimmungsindikatoren und bei der Inflationsrate (1,8 %) gemeldet wurden. Vor diesem Hintergrund hält EZB-Präsidentin Lagarde die Tür für die nächste Leitzinssenkung bereits im Oktober offen. Auch wir erwarten nun zwei (statt zuvor einer) Leitzinssenkungen in diesem Jahr. Dies schwächt den Euro kurzfristig. Seine Aufwertung dürfte er im kommenden Jahr aber langsam fortsetzen.

### EZB: Leitzinsen



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose Dekabank

### Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose Dekabank

### Wechselkurs EUR – USD



Quelle: EZB, Prognose Dekabank

## Aktienmarkt Deutschland

Die Perspektive auf schnellere Leitzinssenkungen der EZB sowie die massiven Stimulierungsmaßnahmen des chinesischen Kapitalmarkts haben der Stimmung an den Aktienmärkten im September einen positiven Schub verliehen und dem DAX zu neuen Rekordständen verholfen. Dagegen verlieren die fundamentalen Unterstützungsfaktoren an Kraft. Die Unternehmen schätzen ihr aktuelles Geschäftsumfeld und den Geschäftsausblick erneut schwächer als im Vormonat ein. Im verarbeitenden Gewerbe ist der Rückgang besonders stark ausgeprägt. Da sich dieser Trend auch global bestätigt, ist mit keiner schnellen Wachstumsbelebung zu rechnen. Erste Gewinnwarnungen deuten auf eine schwierige Berichtssaison mit vorsichtigen Ausblicken hin. Da aber auch die Erwartungen niedrig sind, rechnen wir mit keinen größeren Kursrücksetzern. Neue positive Impulse dürfte es erst im späteren Jahresverlauf mit der Perspektive auf dann wieder steigende Unternehmensgewinne geben.

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die Kreditmärkte halten sich weiterhin sehr gut und lassen sich bisher kaum von der etwas eingetrübten Konjunkturstimmung oder dem eskalierenden Nahost-Konflikt verunsichern. Zwar dürften die Unternehmensgewinne europäischer Firmen in der kommenden Berichtssaison zurückfallen, doch wurde dies in den Analystenerwartungen bereits berücksichtigt. Verschiedene Gewinnwarnungen, vor allem in der Automobilbranche, haben auch erste leichte Spreadausweitungen bei den betroffenen Unternehmen mit sich gebracht. Doch die Aussicht auf zügige weitere Zinssenkungen der EZB hält die Stimmung an den Kapitalmärkten aufrecht. Zudem sind Kassa-Anleihen aufgrund vieler teilweise recht anspruchsvoller Neuemissionen weiterhin günstig im Vergleich zu Kreditderivaten und halten die Nachfrage internationaler Investoren hoch.

## Emerging Markets

### Märkte

EM-Anlagen haben sich in den vergangenen Wochen sehr gut entwickelt. Die Ankündigung von Konjunkturstützungsmaßnahmen und von finanziellen Anreizen für Aktienkäufe haben vor allem chinesische Aktien beflügelt, wobei die Nachhaltigkeit dieses Anstiegs in Zweifel steht. Unterdessen hat sich der globale Trend zu rückläufigen Renditen fortgesetzt, nachdem zunächst die Fed und zuletzt auch die EZB schnellere Leitzinssenkungen in Aussicht gestellt haben. In diesem Umfeld haben EM-Währungen gegenüber US-Dollar und Euro in der Tendenz zulegen können. Die Spreads von EM-Hartwährungsanleihen sind weiter gesunken. In den kommenden Wochen wird die US-Präsidentenwahl am 5. November im Fokus der Märkte stehen. Ein Sieg von Donald Trump würde die Sorgen vor einer Zunahme des Protektionismus steigen lassen und wäre zunächst eher negativ für EM-Anlagen. Das gegenwärtig vorherrschende und von uns geteilte Bild, dass sich die globale Konjunktur abschwächt und zu einem Rückgang des Preisdrucks führt, dass aber einer Rezession vermieden wird, ist für Schwellenländeranlagen aber grundsätzlich konstruktiv.

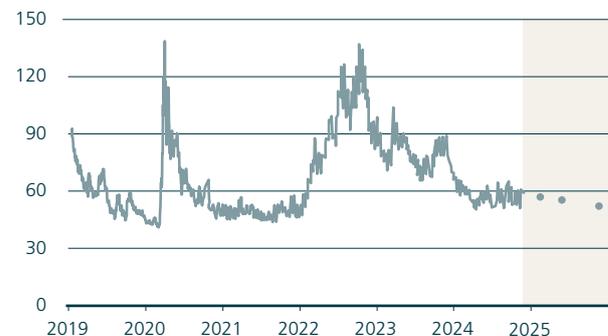
## Aktienmarktprognose

	11.10.2024	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	19.120,93	18.500	19.000	20.000
<b>EURO STOXX 50</b>	4.954,94	5.000	5.050	5.100
<b>S&amp;P 500</b>	5.751,07	5.500	5.600	5.800
<b>Topix</b>	2.694,07	2.600	2.650	2.950

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## iTraxx Europe

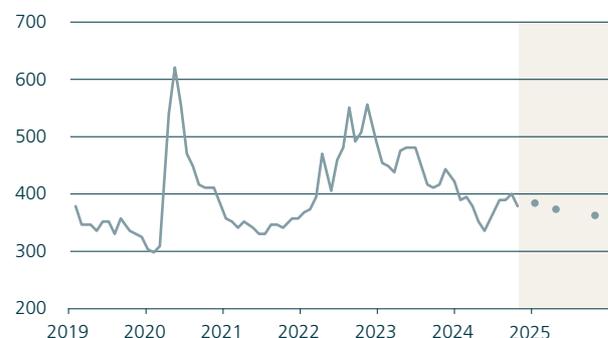
### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## EMBIG Diversified-Spread

### Basispunkte



Quelle: J.P. Morgan, Bloomberg, Prognose DekaBank

## Szenarien

Wir haben unsere Szenarien und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten unverändert gelassen.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Anpassungen nach der Ausnahmesituation durch die Corona-Pandemie und der langen Jahre der Nullzinspolitik verlaufen überraschend geschmeidig. Weltwirtschaft wächst mit durchschnittlich rund 3 % pro Jahr.
- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck erhöht und dämpfen das globale Wachstum.
- Notenbanken halten Leitzinsen für längere Zeit oberhalb der neutralen Niveaus, um sicherzustellen, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben. Leitzinssenkungen erfolgen in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung, längere Zinssenkungspausen sind durchaus möglich.
- Die Lockerung der Geldpolitik wird perspektivisch Konjunktur und Kapitalmärkte stützen. Die Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen (wie Klimawandel, Sozialversicherungssysteme, Demografie usw.) global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- Für Europa und insbesondere für Deutschland ist im Jahr 2024 noch ein schwaches Wachstum zu erwarten. Die US-Wirtschaft zeigt sich robuster.
- In China begrenzen die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell Inflationsraten nur knapp übertreffen. Kaufkrafterhalt der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Stark steigende Staatsverschuldung löst regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus und birgt das Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland eines erneuten Infragestellens der Währungsunion.
- Einführung neuer Handelsbeschränkungen durch die USA führt zu einem Handelskrieg mit China, der auch Europa erfasst und das globale Wachstum empfindlich bremst.
- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs oder des militärischen Konflikts im Nahen Osten mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation bzw. die Verschiebung globaler politischer Gewichte zugunsten autoritärer Regime verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen für lange Zeit zu deutlich höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer nochmaligen Straffung der Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.

### Positivszenarien (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen schnell auf neutrale Niveaus zurücknehmen.
- Einfrieren der geopolitischen Konflikte führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen lassen Aktienkurse deutlich steigen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung 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**

Lyoner Straße 13,  
60528 Frankfurt

Postanschrift:  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 652  
Telefax: (0 69) 71 47 - 11 43  
E-Mail: [service@deka.de](mailto:service@deka.de)  
[www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)