

# ETF-Newsletter Wertarbeit

## Kursfeuerwerk: Begründete Euphorie?

Dezember 2024

Investieren schafft Zukunft.

**Deka**  
Investments

### Sehr geehrte Anlegerinnen und Anleger,

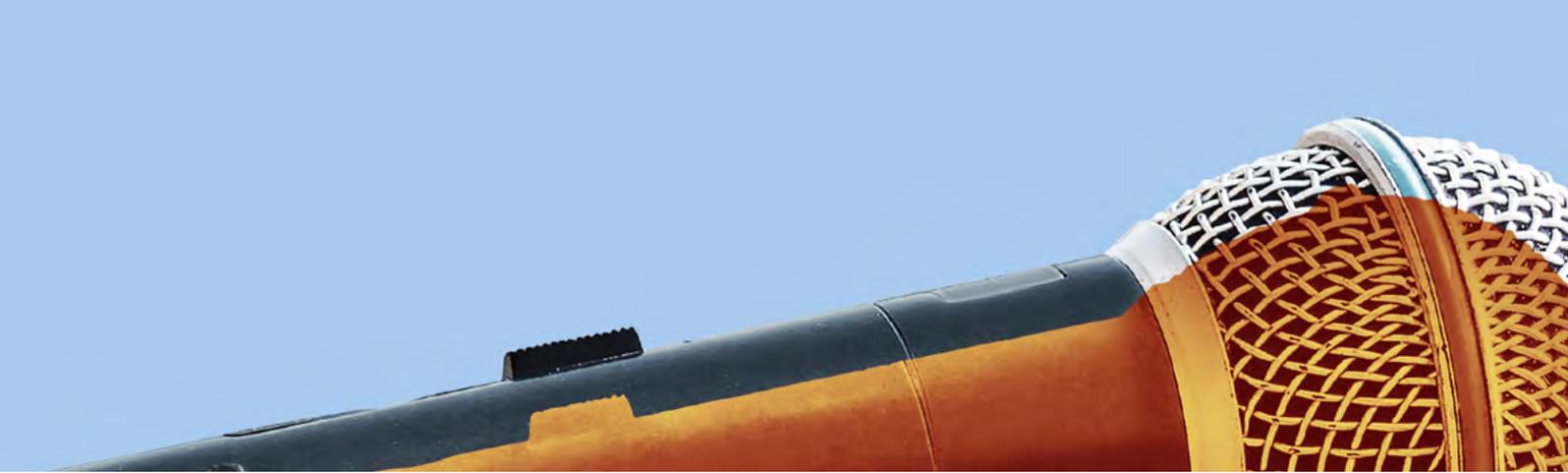
seit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten scheinen die Märkte nur eine Richtung zu kennen: nach oben. Das gilt auch für den DAX, der Anfang Dezember erstmals die Marke von 20.000 Punkten überschritten hat. Die wechselvolle Geschichte des deutschen Leitindex – auch im Hinblick auf die gravierendsten Preiskorrekturen – nimmt unser Kolumnist Dr. Bernard Jünemann in den Blick. Wer auch die übrigen Beiträge unseres Newsletters aufmerksam liest, wird ein wiederkehrendes Leitmotiv entdecken. Mehrere unserer Autoren bzw. Gesprächspartner melden nämlich – mal leiser, mal lauter – Bedenken hinsichtlich der ungebrochen euphorischen Stimmung an den Märkten an.

So skizziert unser Marktkommentar, dass vielen Analysten die aktuelle Hausse nicht mehr ganz geheuer ist. Dies gilt insbesondere für den als überbewertet eingeschätzten US-Markt, der zu Gewinnmitnahmen animiert. Unser Interviewpartner Matthias Schilling, zuständig für Eigenhandel / Treasury bei der Kreissparkasse Miesbach-Tegernsee, spricht von einer ungesunden Euphorie. Alarmsignale sieht er vor allem in der steigenden Staatsverschuldung, eventuell ausbleibenden Zinssenkungen in den USA sowie der hohen Bewertung vieler Technologieaktien. Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater mahnt vor allzu blindem Vertrauen in die Jahresendrallye. Er konstatiert zwar einen längerfristig freundlichen Trend an den Finanzmärkten, weist aber für die kommenden Wochen auf die Möglichkeit volatiler Marktbewegungen hin. Ursachen sind Unwägbarkeiten bezüglich der künftigen US-Wirtschaftspolitik, der Regierungskrise in Frankreich und die steigende Verschuldung vieler Staaten.



Thomas Pohlmann,  
Leitung Produktmanagement  
ETF, Deka Investment GmbH

Ihr Thomas Pohlmann



## Interview

# „Der nächste Stresstest kommt bestimmt“

**Matthias Schilling leitet bei der Kreissparkasse Miesbach-Tegernsee den Eigenhandel/Treasury. Wie und wann setzt er ETFs ein?**

**Sie sind für das Eigengeschäft im Depot A und für das Treasury der Sparkasse zuständig. Aber Sie haben auch das Kundengeschäft im Blick, sei es nun institutionell oder privat. Ganz generell gefragt: Welche Rolle spielen dabei ETFs?**

Immer wenn wir ganze Anlageklassen abbilden wollen, insbesondere auf der Aktienseite, greifen wir zu ETFs. Sie sind wirklich einfach, transparent, und kostengünstig. Für mich ist das mehr als modern.

**Gibt es so etwas wie eine übergreifende Anlagephilosophie. Sie müssen die Balance zwischen Risiko und Ertrag wahren.**

Das kommt immer auf die gesetzlichen Rahmenbedingungen an. Die sind im Depot A sehr viel strenger und mehr sicherheitsorientiert. Im Kundengeschäft können wir je nach Wunsch auch risikobereiter agieren. Für ETFs benötige ich immer eine klare Marktmeinung. Habe ich die, sind sie das erste Mittel der Wahl. Habe ich die nicht, oder ist der Zugang zu Märkten schwierig, greife ich lieber zu einem aktiven Fonds, der normalerweise von einem echten Spezialisten gemanagt wird.

**Nutzen Sie auch Einzelwerte?**

Ja, wenn es dem Kundenwunsch entspricht. Das bezieht sich vor allem auf die Aktienseite. Für uns selber gilt, dass auf der Rentenseite zur Zinsbuchsteuerung, wo es meist auch hohe Mindestvolumina gibt, Einzelwerte das Mittel der Wahl sind. Für Kundenportfolios, in denen es je nach Risikopräferenz auch Zinspapiere gibt, prüfen wir ebenfalls, ob Einzelwerte oder aktive Fonds die bessere Variante sind.

**Wie wählen Sie im Einzelnen die ETFs aus? Sie haben ja Unterschiede bei den Indizes, den Replikationsmethoden und den Kosten.**

Die Kosten sind natürlich wichtig, aber kommen nicht an erster Stelle. Wichtiger ist für uns die Qualität der Anbieter, was wir uns im Idealfall über mehrere Börsenzyklen anschauen. Wie ist die Liquidität? Wie eng sind die Spreads? Wie akkurat wird der Index abgebildet? Dazu möchte ich sagen, dass die Deka hier nach unserer Erfahrung sehr gute Arbeit leistet. Generell wählen wir nur ETFs mit physischer Hinterlegung aus. Im Eigengeschäft kommt hinzu, dass wir uns auf Non-Financials beschränken. Denn wenn wir ETFs kaufen, in denen Finanzwerte enthalten sind, müssen wir diese mit Eigenkapital unterlegen. Und Eigenkapital ist ein knappes Gut.

**Nutzen Sie nur Plain Vanilla, also Standard-ETFs? Oder greifen Sie auch zu Strategie-ETFs oder sogar aktive ETFs, die schon für das Management mehr Freiheitsgrade bieten.**

Klipp und klar: Wir setzen auf Plain Vanilla. Wenn wir mehr Aktives wollen, dann wählen wir wirklich aktive Manager aus, und nicht aktiv-passive Zwitter.

**Wie halten Sie es mit Themen-ETFs?**

Die bieten wir Stand heute nicht an, auch nicht im Kundengeschäft. Wir setzen auf Klassiker wie den MSCI World. Generell bin ich bei Themenfonds skeptisch. Meine Erfahrung der vergangenen 25 Jahre ist, dass diese in der Regel zu spät aufgelegt werden, wenn der Hype seinen Höhepunkt erreicht. Außerdem habe ich bei den oft extrem hohen Bewertungen Bauchschmerzen.

**Wie steht es um die Nachhaltigkeit, im Eigen- und im Kundengeschäft? Es gibt ESG-gefilterte Fonds, es gibt sogenannte Impact-Produkte.**

Nachhaltigkeit ist für uns ein wichtiges Thema. Das Eigen- geschäft lassen wir regelmäßig von externen Gutachtern prüfen. Gegenwärtig erfüllen wir die Anforderungen an Nachhaltigkeit deutlich. Auch im Kundengeschäft setzen wir ausgewählte Nachhaltigkeitsfonds ein.

**Betreiben Sie aktives Risikomanagement? Oder prä-ferieren Sie Buy and Hold?**

Im Eigengeschäft definieren wir im Vorfeld, wie wir uns in verschiedenen Szenarien verhalten. So geraten wir in diesen oft volatilen Zeiten nicht unter Zugzwang. Im Corona-Crash haben wir uns so vorbereitet, dass wir nach Erreichen oder Unterschreiten einer bestimmten Marke eine Absicherung mit einem Hedge über Futures eingehen. Überwiegend haben wir jedoch feste Quoten für die einzelnen Anlageklassen, mit denen wir eine Buy-and-Hold-Strategie verfolgen. Im Kundengeschäft dominieren langfristige Sparpläne. Damit halten sich die Schmerzen in volatilen Märkten in Grenzen. Die Kundinnen und Kunden sparen weiter und kaufen in Schwächephasen einfach günstiger ein.

**Hat das immer gut funktioniert? 2022 war ein schwieriges Jahr. Aktien wie Renten sind gefallen. 2023 bis heute lief es dann wieder besser.**

Aufgrund unserer konservativen Strategie und der Absicherung unserer Zinsbuchsteuerung mit Swaps konnten wir 2022 gelassen meistern. Es gab keinen Anlass unsere grundsätzliche Strategie zu ändern. Die Erholung der Märkte hat danach diese Entscheidung bestätigt.

---

*„Die Euphorie an den US-Märkten nach der Wahl halte ich jedoch für ungesund. Der nächste Stresstest kommt ...“*



**Matthias Schilling**  
Leiter Eigenhandel / Treasury,  
Kreissparkasse Miesbach-Tegernsee

**Wie beurteilen Sie die Großwetterlage an den Börsen jetzt? Politisch ist ja einiges in Bewegung geraten.**

In der Tat hat die Präsidentschaftswahl in den USA und die Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus die Lage verändert. Die Euphorie an den US-Märkten nach der Wahl halte ich jedoch für ungesund. Der nächste Stress-test kommt vor allem durch die hohe Verschuldung in den USA, aber auch in Europa. Zudem befürchte ich, dass die Notenbanken die Zinsen nicht mehr so stark senken werden, wie das zurzeit eingepreist ist. Auch macht mir die Bewertung der Technologiewerte Sorgen. Ich will das nicht mit dem Jahr 2000 vergleichen. Damals hatten die Firmen noch fast nichts verdient. Das ist jetzt meist anders. Aber die Bewertung ist einfach zu hoch und beginnt negativ auf den Börsen zu lasten. Wir selbst mit unseren Eigenanlagen, aber auch auf der Kundenseite fühlen uns mit Depots, in denen klassisch konservative Werte liegen, gut gewappnet.

## Kolumne

# Er läuft und läuft und ...?



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Der VW-Käfer war viele Jahre eine Kultmarke, und zu ihm passte der liebgewordene Werbespruch: „Er läuft und läuft.“ Auch die Deutsche Börse hat eine Kultmarke, den DAX, den Deutschen Aktienindex. Dank seinem klanglichen Gleichlaut mit dem Tier Dachs, kreierte wir für die Telebörse eine pfiffige Figur, die uns beim Auf und Ab der Börse inspirierte. Als der DAX Mitte 1988 antrat, wurde er rechnerisch auf Ende 1987 mit 1.000 Punkten bezogen. In diesem Jahr übersprang er am 3. Dezember die Marke von 20.000 Punkten, ein Plus von 1.900 Prozent.

Eine ordentliche Karriere in 37 Jahren, von der man anfangs nicht mal zu träumen wagte. Das hieß aber nicht, dass der DAX auf seinem Weg nach oben nicht mehrmals ordentlich ins Stolpern geriet. Der Beginn Mitte 1988 war glücklich. Der DAX verpasste den ersten großen Börsencrash nach dem Zweiten Weltkrieg im Oktober 1987, was der Erfolgsstatistik half. So war Erholung an den Märkten angesagt, von der der DAX profitierte. Richtig erwischte es ihn aber nach dem Platzen der Internetblase im Jahre 2000. Bis zum Tiefpunkt 2003 verlor er rund 70 Prozent seines Wertes. In der Subprime-Krise 2008 ging es wieder mehr als 50 Prozent nach unten. Aber der DAX berappelte sich immer wieder.

Ungewöhnlich war bisher dieses Jahr. Der DAX schaffte mit der Marke von über 20.000 Punkte fast 22 Prozent Gewinn. Ungewöhnlich deshalb, weil die deutsche Wirtschaft das zweite Jahr in Folge nicht mehr gewachsen ist und sich eine Strukturkrise und Wettbewerbsschwäche verschärften. Normalerweise leidet ein Länderindex, wenn sich die Wirtschaft in Richtung Krise bewegt.

Warum reagierte der DAX so ungewöhnlich? Zum Teil lässt sich das mit der Wahl in den USA erklären, die Donald Trump wieder ins Weiße Haus bringt. Das ist sehr nach dem Geschmack der Wall Street, die boomte und den DAX quasi mitriss. Dass Trump mit Zöllen und einem Handelskrieg droht, wurde erst einmal negiert. Zweites Argument ist, dass die DAX-Firmen ihr Geld überwiegend im Ausland verdienen und mithin von der sich besser entwickelnden Weltwirtschaft profitieren. Drittens werden die Zinssenkungen durch die Notenbanken in den USA, aber auch in Europa genannt. Sinkende Zinsen sind gut für Investitionen und nähren die Hoffnung auf wirtschaftliche Besserung.

Schließlich kommt die deutlich günstigere Bewertung der deutschen Aktien im Vergleich zu den amerikanischen ins Spiel. Gemeinhin gilt dafür das sogenannte Kurs-Gewinn-Verhältnis als Anhaltspunkt. Danach wird der DAX mit 13 bewertet, die USA mit dem S&P 500 schon mit 29. Aber ist billig immer gut? Da muss man zweifeln. Denn die erwarteten Gewinne sind oft nur Schätzungen, die gerade in Krisen schnell revidiert werden müssen.

Es gibt eine Reihe von Berechnungsmethoden mit weiteren Faktoren für die fairen Werte, die vermeiden sollen, dass Anlegerinnen und Anleger in die sogenannte

Value-Falle tappen. Oft sind es nur wenige Einzelwerte, die den Index schlagen. Wer in ETF anlegt, setzt auf Indizes. Aber es gibt eine Reihe von Indizes, die stärker nach Value zusammengesetzt und mit ETFs investierbar sind. Das ist eine gute Alternative zu Einzelwerten.

---

*„Aber bricht im kommenden Jahr ein Handelskrieg aus, könnte der DAX wieder mal ordentlich ins Stolpern geraten.“*

---

Generell muss man daran erinnern, dass auch der schönste Trend mal zu Ende geht. Was Länderindizes betrifft, sollten Japan 1990 und China 2020 warnende Beispiele sein. Der Nikkei hat zum Beispiel 34 Jahre gebraucht, um seinen Höchststand von 1990 wieder zu erreichen. So wird es dem DAX wohl nicht ergehen, wenn es die deutsche Wirtschaft schafft, sich im Wettbewerb neu aufzustellen. Aber bricht im kommenden Jahr ein Handelskrieg aus, könnte der DAX wieder mal ordentlich ins Stolpern geraten. Bei aller Freude über steigende Kurse sollten Anlegerinnen und Anleger sich deshalb breit aufstellen und von Zeit zu Zeit überprüfen, inwieweit sie mit ihrem Depot auch Rückschläge verkraften können.

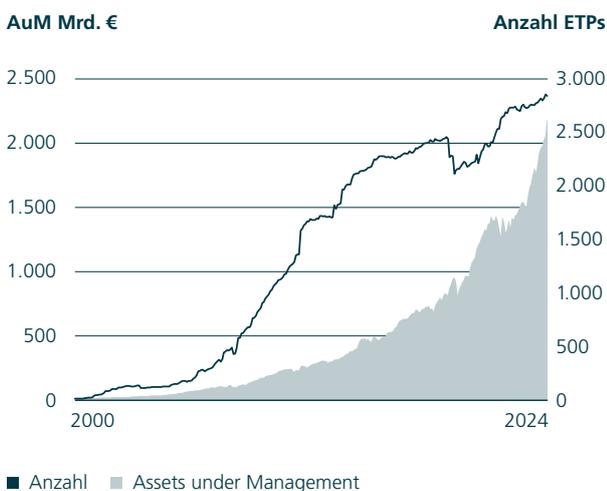


## ETF-Monitor

# Die (Krypto-)Bullen sind los

Nach der Wahl von Donald Trump zum nächsten Präsidenten der USA schien der Markt wie ausgewechselt. Sein Versprechen, Regulierungen abzubauen, ließ die Herzen der Börsianer höher schlagen. An der Wall Street kamen die Bullen auf Trab. Der Dow schaffte im November 7,5 Prozent, der Nasdaq Composite 6,2 und der breite S&P 500 immerhin noch 5,7 Prozent. So mancher Markt in Europa ließ sich anstecken. Der DAX zum Beispiel schaffte 2,9 Prozent. Selbst der Shanghai Composite, über dem die Zolldrohungen von Trump schwebten, konnte noch 1,4 Prozent zulegen.

### Europäischer ETP-Markt



Quelle: Morningstar

### Zahlen und Fakten

# 2,158

Die Assets under Management stiegen um 5,9 % auf 2,158 Billionen Euro.

# 2.819

Bei der Zahl der Produkte tat sich dagegen wenig. Sie ging um zehn auf 2.819 zurück.

Aber es gab auch Verlierer, bei denen die Drohung eines Handelskrieges Spuren hinterließ. Der EURO STOXX 50 verlor 0,5 Prozent, der Nikkei in Japan schon 2,2 Prozent und die Emerging Markets gingen mit minus 3,7 Prozent auf Tauchstation. Der Höhenflug des Goldes machte Pause, ein Minus von 3,7 Prozent. Der Ölpreis für die Sorte Brent verringerte sich um 0,3 Prozent. Aber die Metallaktien zogen dagegen in Erwartung von mehr Investitionen an, ein Plus von 1,7 Prozent.

Was sich an den klassischen Börsen abspielte, war aber nichts dagegen, was sich bei den Kryptowährungen tat. Der Markt explodierte, weil Trump sich als Krypto-Freund outete und das Ende der scharfen Regulierungen versprach. Das zeigte sich auch bei den Exchange Traded Products, zu denen Fonds und Notes gehören. In den USA boomten zudem Bitcoin-ETFs, die aber wegen der Konzentration auf ein Produkt nach europäischer Lesart

als Notes oder Zertifikate zu bezeichnen wären. Bei den in Europa notierten Produkten gab es ungehebelt Gewinne von bis zu 80 Prozent.

Aber auch klassische ETFs profitierten überdurchschnittlich, sofern sie auf die Blockchain-Technologien setzten, die ja die Grundlage für die Kryptowährungen sind. Für solche Fonds ging es immerhin auch um 40 Prozent nach oben. Ansonsten profitierten Branchen in den USA, die vermeintlich von Trumps Politikankündigungen profitieren könnten, Investitionsgüter und Energiewerte. Sie legten um bis zu 20 Prozent zu.

Die Zahl der Verlierer hielt sich in engen Grenzen. Nur rund ein Viertel der in Europa notierten Produkte ließ Federn, am stärksten vor allem gehebelte Short-Produkte auf Krypto. Bei den klassischen ETFs fielen vor allem Länderindizes in Asien auf. Indonesien- und Philippinenfonds gaben rund sechs Prozent ab. Auch Goldminen-Werte notierten mit 3,5 Prozent im Minus.

## Anlageklassen

Auch beim Nettomittelaufkommen glänzten die Aktien. Sie erreichten im November mit 29,4 Milliarden Euro den bisher stärksten Monatszuwachs des Jahres. Anleihen mussten sich mit 349,2 Millionen Flows begnügen. Für den Geldmarkt gab es 155,9 Millionen Euro. Rohstoffe dagegen verloren. Ihre Flows sanken um 2,3 Milliarden Euro.

## Zahlen und Fakten

1,546

Die Aktien profitierten am stärksten. Ihr Volumen stieg um 7,7 % auf 1,546 Bio. Euro.

439,2

Die Anleihen steigerten ihr Volumen nur leicht, ein Plus von 1,9 % auf 439,2 Mrd. Euro.

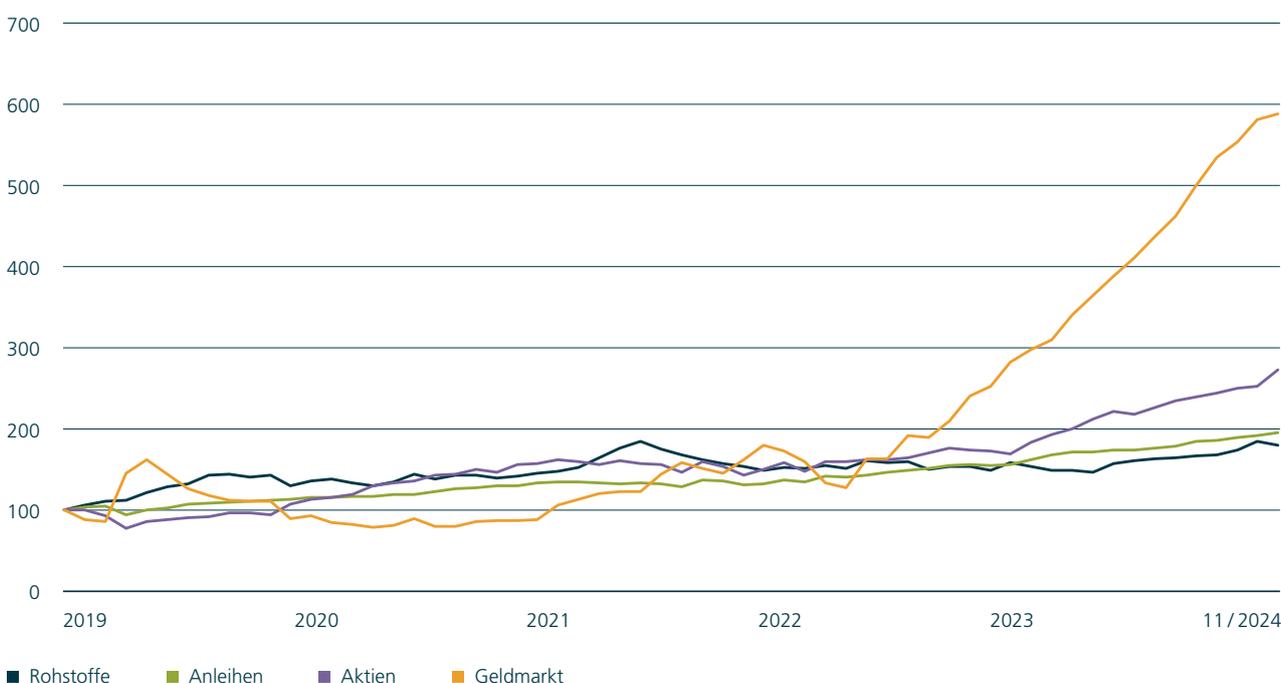
121,9

Die AuM der Rohstoffe dagegen sanken, um 2,4 % auf 121,9 Milliarden Euro.

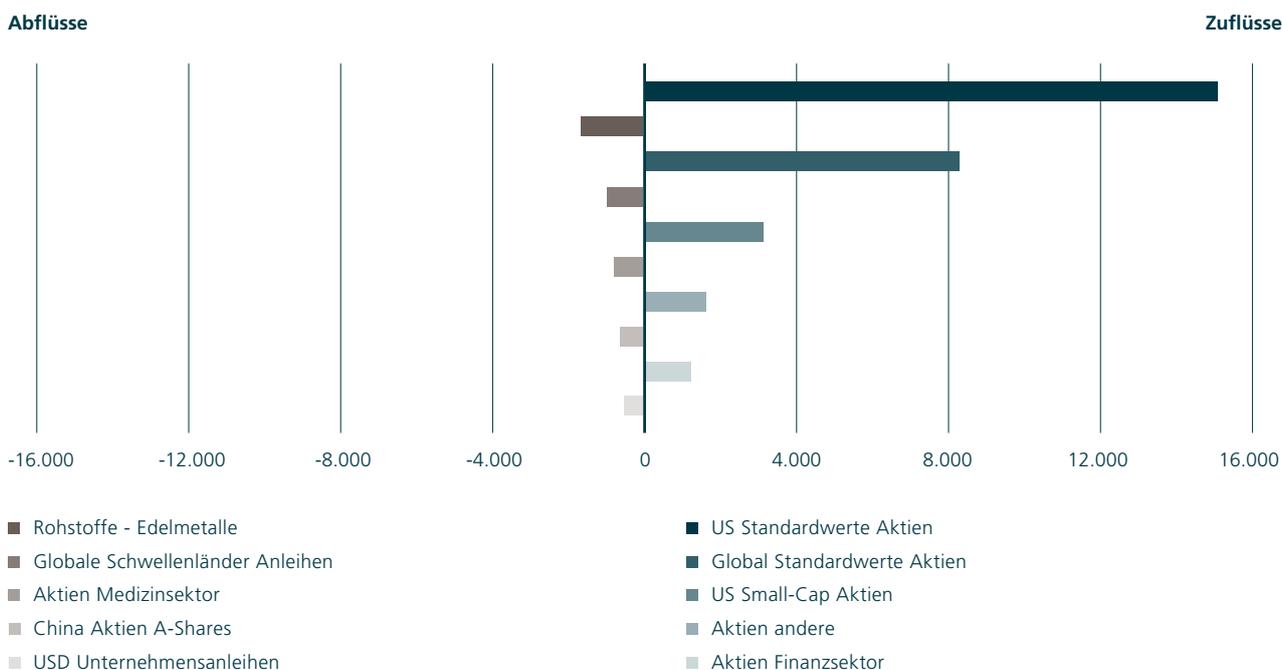
20,9

Der Geldmarkt stagnierte auf hohem Niveau, ein Plus von 1,2 % auf 20,9 Mrd. Euro.

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



Quelle: Morningstar



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse

Verlierer waren Rohstofffonds mit Edelmetallbezug, minus 1,6 Milliarden Euro. Globale Schwellenländeranleihen litten. Sie mussten auf 943,6 Millionen Euro verzichten. Auch Aktien des Medizinsektors, normalerweise stabile Daueranlagen, wurden umgeschichtet. Aus ihnen wurden 752,3 Millionen Euro abgezogen. Schließlich machte sich nach zeitweiligem Aufschwung wieder mehr Ernüchterung in China breit. China-A-Aktien, die von Ausländer gekauft werden können, verloren 598 Millionen Euro.

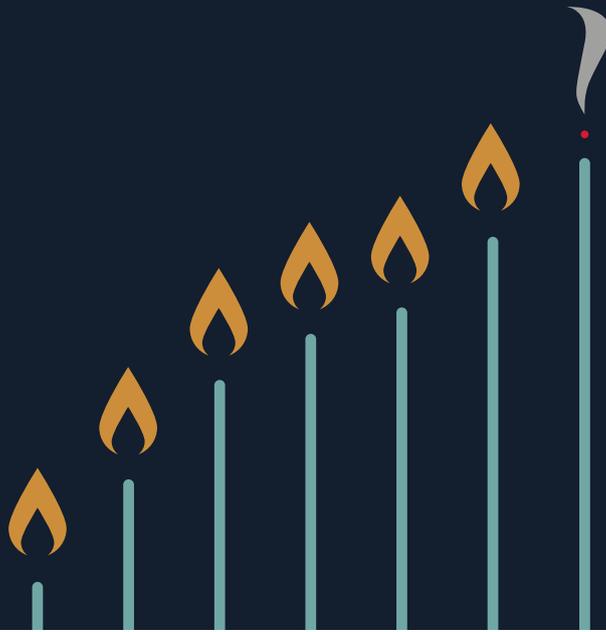
### Nettomittelzuflüsse

Heruntergebrochen auf einzelne Anlagekategorien dominierten US-Standardaktien mit einem Plus von 15,1 Milliarden Euro. Gefolgt wurden sie von globalen Standardaktien mit 8,3 Milliarden. Dann kamen amerikanische Nebenwerte mit 3,1 Milliarden Euro. Aktienaußerhalb der Standardindizes wurden mit 1,6 Milliarden Euro bedacht. Aktien des Finanzsektors zogen 1,2 Milliarden Euro frisches Geld netto an.

### Marktkommentar: Ungeheure Hausse

Der Schwung des Novembers setzte sich zunächst ungebremst im Dezember fort. Der DAX erreichte am 3. Dezember erstmals mehr als 20.000 Punkte und steuerte auf eine glänzende Jahresperformance zu (siehe auch Kolumne). Doch allmählich ist die Hausse vielen Analysten nicht mehr geheuer. Der

US-Markt gilt nach den üblichen Kriterien inzwischen als hoffnungslos überbewertet. Die Bereitschaft zu Gewinnmitnahmen scheint zuzunehmen. Aber Rückschläge müssen nicht das Ende der Hausse bedeuten. Korrekturen gelten bei erfahrenen Anlegerinnen und Anleger erstmal als gesund.



Makro Research

# Besinnliche Jahresendrallye?



Dr. Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

Die Weihnachtsmärkte haben geöffnet und trotz Preisanstiege leistet man sich auch in diesem Jahr wieder einen Glühwein, schon allein aus Tradition. Es kehrt nun etwas Ruhe ein, man könnte es Besinnlichkeit nennen. Aufregung gab es schließlich in diesem Jahr genug, wenngleich sich die Finanzmarktakteure hiervon erstaunlicherweise kaum beirren ließen. Seit Mitte November sind die Kurse an den Aktien- und an den Rentenmärkten gestiegen, der Deutsche Aktienindex DAX erklimmte Anfang Dezember erstmals die Marke von 20.000 Punkten. Ist das der Auftakt zu einer besinnlichen Jahresendrallye?

Zweifelloos kann man den Finanzmärkten vieles zuschreiben, aber Emotionen wie Besinnlichkeit gehören eher nicht dazu. So wurden im Umfeld der US-Präsidentenwahl ganz nüchtern sogenannte Trump-Trades aufgesetzt: Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen stiegen wegen der Zollerhöhungsdrohungen und der

Sorgen bezüglich einer ausufernden Staatsverschuldung bis Mitte November kräftig an. Die Aktienmärkte schielten dagegen auf die angekündigten Unternehmenssteuersenkungen der neuen US-Regierung und frohlockten wegen der entsprechend besseren Gewinnperspektiven. Aufkeimende Sorgen um die Konjunktur wegen der zinsbedingten Bremseffekte sind inzwischen der Zuversicht gewichen, dass Trump seine Zolldrohungen nicht in vollem Umfang umsetzen wird, vielmehr möchte er mit diesen wohl vor allem Zugeständnisse seiner Handelspartner bei Verhandlungen erreichen. So sind die für die Schuldenaufnahme relevanten Anleiherenditen dies- und jenseits des Atlantiks bereits wieder etwas zurückgekommen. Die Erwartung weiterer Leitzinssenkungen auf neutrale Niveaus bildet nach wie vor die Basis für freundliche Wertpapiermärkte, selbst wenn die US-Notenbank Fed zwischenzeitlich eine Pause im Zinssenkungszyklus einlegen könnte, wie wir es nunmehr erwarten.

Den Finanzmarktakteuren könnte in den kommenden Wochen jedoch noch einiges an Wasser in den Glühwein geschüttet werden. Die Unwägbarkeiten hinsichtlich der künftigen US-Wirtschaftspolitik, die Regierungskrise in Frankreich und nicht zuletzt die erhebliche Ausweitung der Staatsverschuldung in einem Großteil der Industrieländer legen volatilere Marktbewegungen in den kommenden Wochen nahe. Die Aussicht auf ein weiterhin solides globales Wirtschaftswachstum stützt jedoch den längerfristig freundlichen Trend an den Finanzmärkten.

## Konjunktur Industrieländer

### Deutschland

Der November hatte es in sich: Trump gewann die US-Präsidentschaftswahlen und die Ampelregierung in Deutschland zerbrach. Beide Ereignisse dürften die Unternehmerstimmung belasten. In den Novemberumfragen wurden diese Ereignisse zumeist nicht oder nur in geringem Umfang berücksichtigt. Im Dezember werden wir mehr wissen. Die harten Indikatoren – zumeist für den Berichtsmonat September – waren überwiegend schwach, der Start in das Schlussquartal 2024 erfolgte also mit angezogener Handbremse. Als möglicher Belastungsfaktor kommt der starke Aufbau von Fertigwarenlager im letzten halben Jahr hinzu. Eine anziehende Nachfrage würde wohl zuerst aus den Lagern bedient werden.

**Prognoserevision:** Leichte Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts 2024 und 2025.

### Euroland

Die Frühindikatoren deuten an, dass die Wachstumsdynamik der europäischen Wirtschaft geringer wird. Insbesondere die Industrieschwäche scheint auch im laufenden Quartal Bestand haben. Darüber hinaus hat mit dem neuen US-Präsidenten das Risiko für zusätzliche Belastungen der europäischen Exportindustrie zugenommen. Der Arbeitsmarkt im Euroraum zeigt sich von der gestiegenen politischen Unsicherheit unbeeindruckt. Die EWU-Arbeitslosenquote verharrte im Oktober auf ihrem Allzeittief von 6,3 %. Die Arbeitslosenquoten liegen zwischen 3,4 % in Deutschland und 11,2 % in Spanien. Italien und Frankreich reihen sich mit 5,8 % bzw. 7,6 % dazwischen ein.

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision der BIP-Prognosen für 2024 und 2025.

### USA

Das Bruttoinlandsprodukt ist nach inoffiziellen Berechnungen im Oktober um 0,3 % gegenüber dem Vormonat angestiegen. Hierbei spielte vermutlich die nachlassende Hurrikan-bedingte Belastung eine Rolle. Auch die zwischenzeitlich deutlich niedrigeren Zinsen vom Spätsommer dürften die wirtschaftliche Aktivität gestärkt haben. Während die gegenwärtige wirtschaftliche Entwicklung etwas kräftiger als erwartet ist, haben wir unseren Wachstumsausblick für 2025 nach unten korrigiert. Hintergrund hierfür ist die Annahme, dass im Frühjahr Zollerhebungen insbesondere gegenüber China für einen erneuten Preisschub sorgen werden und hierdurch die Konsumententwicklung belastet wird. Zudem dürfte das Ausmaß an geldpolitischer Lockerung 2025 weniger ausgeprägt sein als bislang unterstellt.

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts sowie Aufwärtsrevision der Inflationsprognose 2025.

### Deutschland: Bruttoinlandsprodukt

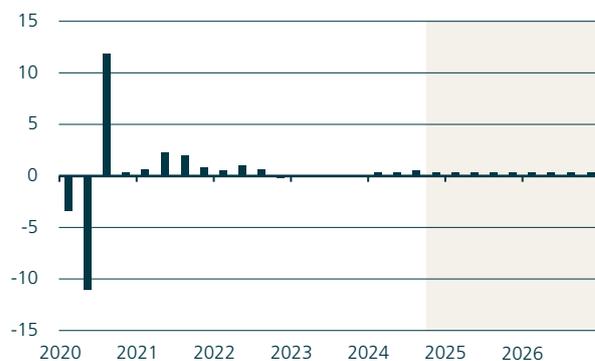
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Destatis, Prognose DekaBank

### Euroland: Bruttoinlandsprodukt

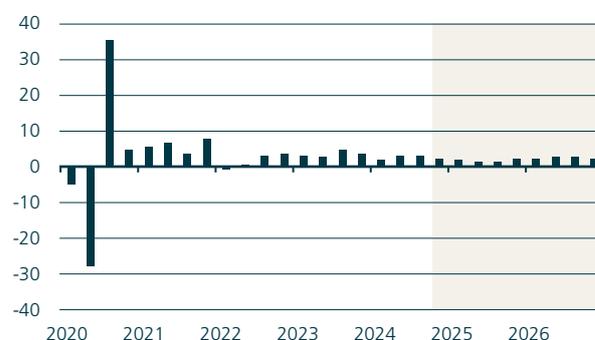
in % ggü. Vorquartal (sb)



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

### USA: Bruttoinlandsprodukt

in % ggü. Vorquartal (sb, ann.)



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

## Märkte Industrieländer

### Europäische Zentralbank / Geldmarkt

Einige EZB-Ratsmitglieder zeigten sich zuletzt zuversichtlich, ihr Inflationsziel möglicherweise früher zu erreichen als bislang angenommen. Gleichzeitig sorgen sie sich aber auch über die nachlassende Konjunkturdynamik, zusätzlich getrieben durch Zollandrohungen aus den USA. Daher dürfte die EZB den zuletzt leicht beschleunigten Zinssenkungspfad fortsetzen und bei der kommenden Dezember-Sitzung und voraussichtlich auch bei den beiden folgenden Treffen im Januar und März den Einlagensatz um jeweils 25 Basispunkte senken. Die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Notenbanker im weiteren Verlauf bis in den expansiven Bereich vorstoßen, sehen wir jedoch nach wie vor als gering an und erwarten eine Annäherung auf ein in etwa neutrales Leitzinsniveau bei 2,0 % mit zwei weiteren Zinsschritten im Juni und September. In den Geldmarkt-Futures wird dagegen ein etwas schnellerer und weitreichender Pfad bis unter 2,0 % bereits im Frühsommer eingepreist.

### Rentenmarkt Euroland

Die Stimmungsindikatoren für die EU-Konjunktur haben auch wegen der Sorgen über einen Zollstreit mit den USA und China enttäuscht. Dies hat die Inflationserwartungen und damit auch die Renditen für Anleihen der Euro-Länder spürbar gedrückt. Bundesanleihen konnten dabei wieder etwas von der vorherigen Underperformance gegenüber den Swapsätzen aufholen. Sie profitieren von einer Flucht in Qualität aus Unsicherheit über die Regierungskrise in Frankreich. Die Risikoaufschläge französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen sind in der Folge auf den höchsten Stand seit der Eurokrise geklettert. Die Nervosität um die Finanzierungskosten für Frankreich dürfte in den kommenden Monaten hoch bleiben, doch eine Eurokrise erwarten wir nicht. Bundrenditen dürften über die gesamte Zinskurve hinweg wieder leicht zulegen.

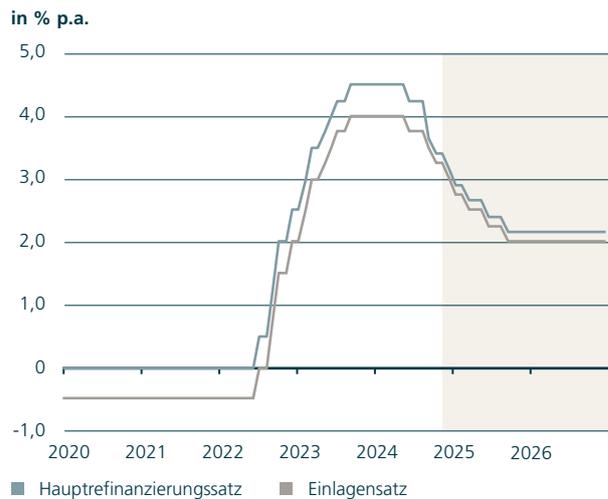
**Prognoserevision:** Leicht verringerte kurzfristige Renditeprognosen.

### Devisenmarkt: EUR – USD

Der Euro hat es derzeit nicht leicht. Der Wahlsieg von Donald Trump, der in den USA seit Anfang Oktober zu kräftigen Renditeanstiegen geführt hatte, kombiniert mit hoher politischer Unsicherheit in den beiden größten Euro-Ländern Deutschland (Neuwahlen im Februar 2025) und Frankreich (Misstrauensvotum gegen die Regierung Barnier) lassen die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar blass aussehen. Die Renditedifferenz zwischen den 2-jährigen US-Treasuries und Bundesanleihen ist zuletzt mit etwa 220 Basispunkten auf den höchsten Stand seit zwei Jahren angestiegen, sodass der Wechselkurs in der zweiten November-Hälfte auf ein Zweijahrestief von 1,0412 USD je EUR gefallen ist. Damit hat der US-Dollar seit dem Jahreshoch des Wechselkurses Ende September um 8 US-Cent gegenüber dem Euro aufgewertet.

**Prognoserevision:** Abwärtsrevision des Prognoseverlaufs.

### EZB: Leitzinsen



Quelle: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

### Bundesanleihen: Renditen



Quelle: Bloomberg, Prognose DekaBank

### Wechselkurs EUR – USD



## Aktienmarkt Deutschland

Trotz der politischen Turbulenzen in Frankreich, Deutschland und den USA konnte der DAX zuletzt neue Rekordstände erzielen. Den EURO STOXX 50 ließ er weiter hinter sich. Allerdings basiert die gute Performance auf einer Bewertungsausweitung, denn die jüngste Berichterstattung der DAX-Unternehmen war enttäuschend. Rechnet man den extrem schwachen Automobilssektor heraus, sind die Indexgewinne leicht angestiegen. Mit der neuen US-Regierung und den Neuwahlen in Deutschland bleiben die strukturellen Herausforderungen für die deutschen Unternehmen hoch. Je schneller und klarer die neuen Regierungen ihre Vorhaben kommunizieren, desto besser können sich die Unternehmen auf die geänderten Rahmenbedingungen einstellen. Auch in der Vergangenheit haben sie immer wieder ihre hohe Flexibilität erfolgreich unter Beweis gestellt. Dies spricht langfristig – in Kombination mit einer intakten Weltwirtschaft, einer unauffälligen Bewertung und niedrigen Zinsen – für moderate Kurszuwächse.

**Prognoserevision:** Leichte Aufwärtsrevision 3- und 12-Monatsprognose.

## Unternehmensanleihemarkt Euroland

Die Stimmung für Risikoassets bleibt ungeachtet diverser politischer Risiken und nur mäßiger Konjunkturaussichten sehr gut. Die Renditen von Unternehmensanleihen sind zuletzt mit nachgebenden Bundrenditen weiter gesunken. Kassa-Anleihen hängen allerdings Kreditderivaten weiterhin in der Spreadentwicklung hinterher, da sich die Risikospreads in der Betrachtung gegenüber den Swapsätzen ausgeweitet haben. Französische Adressen leiden unter der Unsicherheit infolge der Regierungskrise, vor allem Bankentitel sind etwas unter Abgabedruck geraten. Bei Neuemissionen haben Hochrisikofirmen in diesem Jahr stark aufgedreht und sind dabei auf sehr große Nachfrage der Investoren gestoßen. Dies hat die Sorge über eine stark aufsteigende „Maturity Wall“ in den kommenden Jahren deutlich abgefangen.

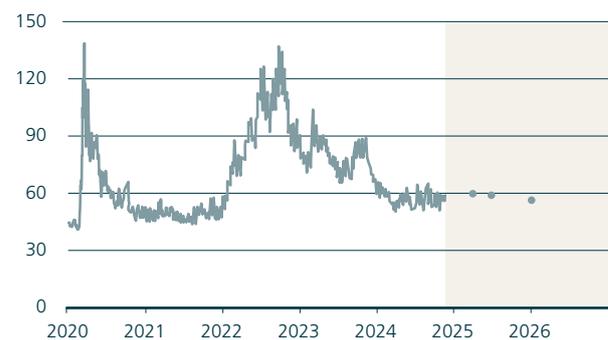
## Aktienmarktprognose

	10.12.2024	3 Monate	6 Monate	12 Monate
<b>DAX</b>	20.232,14	21.500	20.500	21.800
<b>EURO STOXX 50</b>	4.919,02	5.050	5.000	5.150
<b>S&amp;P 500</b>	6.086,49	6.400	6.200	6.500
<b>Topix</b>	2.740,60	2.900	2.850	3.000

Quelle: Deutsche Börse, Bloomberg, Prognose DekaBank

## iTraxx Europe

### Basispunkte



Quelle: International Index Company, Prognose DekaBank

## Emerging Markets

### Märkte

Der Wahlsieg von Donald Trump bei den US-Präsidentenwahlen hat die Finanzmärkte nicht verunsichert. Größte Gewinner waren der US-Dollar und die US-Aktienmärkte. Zu den größten Verlierern zählte der Euro, auch gegenüber den meisten Schwellenländerwährungen. Die Euro-Schwäche hilft der Performance von EM-Lokalwährungsanleihen und EM-Aktien. Die Renditen sind in den vergangenen Wochen in den meisten Währungsräumen gesunken, was dafür spricht, dass die Konjunkturrisiken wegen der Erwartung eines zunehmenden Protektionismus stärker gewichtet werden. Für die US-Notenbank werden für 2025 trotzdem mittlerweile weniger Zinssenkungen erwartet als vor der US-Wahl, was auf dem globalen Wachstumsausblick lastet, den Spielraum für Zinssenkungen der Schwellenländer zugleich aber einengt. Die Spreads von EM-Hartwährungsanleihen liegen nahe ihren 5-Jahres-Tiefständen, was in Kombination mit den gestiegenen Konjunkturrisiken für leichte Spreadausweitungen in den kommenden Monaten spricht. EM-Aktien dürften weiterhin unter der schwierigen Lage der chinesischen Wirtschaft leiden.

### EMBIG Diversified-Spread

#### Basispunkte



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

## Szenarien

Wir haben unsere Szenarien überarbeitet und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten verändert.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- 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 erhöhen perspektivisch den Inflationsdruck und dämpfen das globale Wachstum.
- Notenbanken senken Leitzinsen in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung und sind dabei wachsam, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben.
- Lockerung der Geldpolitik stützt Konjunktur und Kapitalmärkte. Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen (wie Klimawandel, Sozialversicherungssysteme, Demografie usw.) global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- Regierungswechsel in den USA und Bruch der Ampelkoalition in Deutschland erhöhen politische Unsicherheit, haben aber kurzfristig nur begrenzte Auswirkungen auf die Konjunktur.
- Leichte konjunkturelle Belebung in Euroland. US-Wirtschaft zeigt sich robust.
- 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. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Stark steigende Staatsverschuldung – insbesondere in Frankreich – löst eine europäische Schuldenkrise aus und birgt das Risiko einer Finanzkrise bzw. eines erneuten Infragestellens der europäischen Währungsunion.
- Einführung neuer Handelsbeschränkungen durch die USA führt zu einem Handelskrieg mit China, der auch Europa erfasst und das globale Wachstum empfindlich bremst.
- Deutlich höhere Inflationsraten aufgrund von umfassenden protektionistischen Maßnahmen oder von spürbar steigenden Staatsschulden lösen Lohn-Preis-Spirale aus. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer nochmaligen Straffung der Geldpolitik gezwungen, die zu einer massiven Rezession führt.
- 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. Deutlich verschärfte Konfrontation zwischen zwei Blöcken mit den USA und China als Leitmächten bzw. die Verschiebung globaler politischer Gewichte zugunsten autoritärer Regimes verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.

### Positivszenarien (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

- Einfrieren der geopolitischen Konflikte führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Eine beherzte Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sowie durchgreifende Strukturreformen stärken das globale Wachstum.
- 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)