

# Volkswirtschaft im Fokus. Konjunktur und Märkte

Aus dem Makro Research der Deka-Gruppe  
Konjunktur 2-6 Emerging Markets-Märkte 7 Zinsen und Renditen 8-11  
Aktien 12-14 Währungen 15 Rohstoffe 16-18 Szenarien 19

Januar 2023

## Guter Jahresstart.



Liebe Anlegerinnen  
und Anleger,

eine Börsenweisheit lautet: „So wie die erste Handelswoche ist, so wird das Jahr.“ Selbst wenn an dieser Saisonregel statistisch gesehen nicht viel dran ist: In diesem Jahr könnte

sie stimmen. Energiepreise, Lieferkettenschwierigkeiten, Inflation, der andauernde Krieg in der Ukraine: Derzeit scheinen diese Problemfelder die Konjunktur weniger zu belasten als gedacht. Die angekündigte Rezession fällt, wenn sie überhaupt eintritt, recht milde aus. Die zuletzt gemeldeten Konjunkturindikatoren überraschten überwiegend positiv. Die Arbeitsmärkte zeigen sich überaus robust. In den USA werden weiter Stellen aufgebaut, und dies bei nur begrenztem Lohndruck. Genau an diesem Punkt wird es spannend: An den Finanzmärkten wird erwartet, dass die bisherigen Zinserhöhungen der Notenbanken ausreichen und dass mit den rückläufigen Inflationsraten schon bald wieder eine geldpolitische Lockerung auf dem Programm steht. Das ist der Hintergrund für die freundliche Kursentwicklung an den Märkten.

Ja, mittelfristig sieht es gut aus für die Aktienmärkte. Aber der Weg nach oben ist mit einigen Bodenwellen gepflastert. Aus Sicht der US-Notenbank Fed und der Europäischen Zentralbank etwa wird an den Finanzmärkten schon zu früh darauf gewettet, dass der Hochpunkt der geldpolitischen Straffung überschritten ist. Wir haben den Äußerungen der Notenbanker dagegen entnommen, dass diese die Inflationsgefahren als zäher beurteilen, sodass uns erste zaghafte Leitzinssenkungen erst im kommenden Jahr realistisch erscheinen. Auch müssen die Unternehmen erst berichten, wie sie ihre Gewinne durch die Inflation und die schwächere Konjunktur beeinträchtigt sehen. Und nicht zuletzt können geopolitische Risiken schnell wieder zuschlagen.

Es gibt also trotz aller Erleichterung auch genug Potenzial für kurzfristige Ernüchterungen an den Märkten. Folglich könnten die Renditen noch einmal nach oben und die Aktienkurse nach unten korrigieren. Neben den Quartalsberichten der Unternehmen stehen die monatlichen Inflationsdaten und der geldpolitische Kurs der Notenbanken maßgeblich im Fokus.

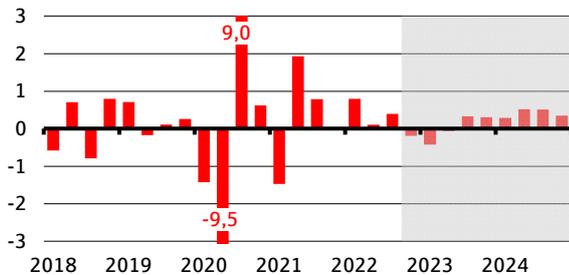
Grundsätzlich ist das Umfeld für dieses Jahr jedoch konstruktiv, nicht nur für Aktien, sondern auch wieder für Anleihen. Die Risiken haben erst einmal an Bedeutung verloren. Und die neue Zinswelt lässt durchaus Raum für künftige Gewinnsteigerungen der Unternehmen und perspektivisch höhere Kurse an den Börsen. Zwar sind die Zinsen gestiegen, im historischen Vergleich bleiben sie jedoch immer noch relativ niedrig.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

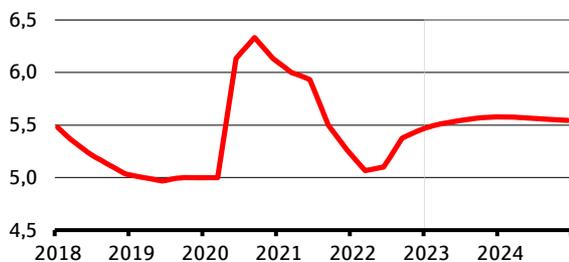
# Konjunktur Deutschland

**Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)**



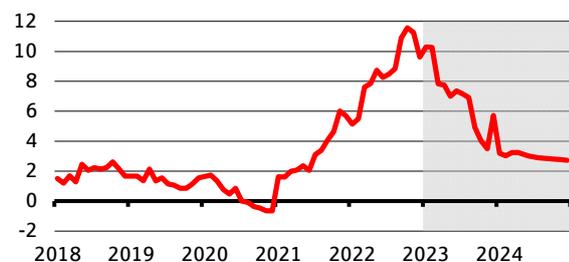
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

**Arbeitslosenquote (% ,saisonbereinigt, nationale Definition)**



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,8	-0,3	1,4
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,2	5,5	5,6
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,7	6,8	3,0
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,3	-2,8	-1,5
Schuldenstand des Staates*	68,4	66,7	65,1
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	5,0	6,3
	<b>Okt 22</b>	<b>Nov 22</b>	<b>Dez 22</b>
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	11,6	11,3	9,6
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,5	5,5	5,5
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	45,1	46,2	47,4
ifo Geschäftsklima (Punkte)	84,5	86,4	88,6

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Destatis, ifo Institut, Markit, Prognose DekaBank (P)

## Im Fokus

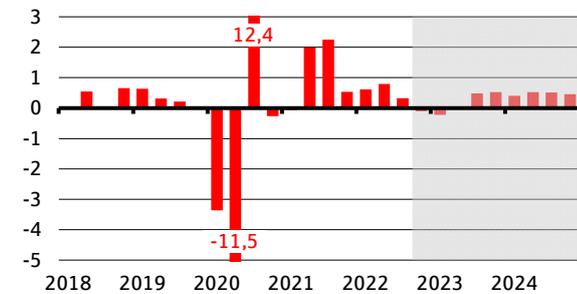
Weiterhin überraschen die Konjunkturindikatoren positiv. Die bis November vorliegenden Konjunkturindikatoren zeichnen das Bild einer anhaltend widerstandsfähigen Wirtschaft. Die nach dem Kriegsausbruch stark gesunkenen nach vorne blickenden Umfrageindikatoren haben inzwischen wieder einen Aufwärtstrend ausgebildet. Hilfreich waren hierbei neben den staatlichen Unterstützungsmaßnahmen der bislang milde Winter und die Auflösung der Lieferengpässe. Die Folgen des Kriegs in der Ukraine zeigen sich bislang am deutlichsten in den energieintensiven Industriebranchen und in der Bauwirtschaft.

## Perspektiven

Es ist schon sehr lange her, dass die Inflation das wirtschaftliche Problem Nummer Eins war. Nun verlieren die Konsumenten in substantiellem Ausmaß reale Kaufkraft und zugleich ihre Kauflust, und die Unternehmen büßen die Fähigkeit und die notwendige Zuversicht ein, Investitionen zu tätigen. Doch auch langfristig wird sich einiges ändern. Es ist eine Zeitenwende im Gange, die alte Gewissheiten zunichtemacht. Es droht ein neuer kalter Krieg, der vermehrte Rüstungsausgaben erzwingt. Besonders herb ist der Schlag für die Klimatransformation. Nach der Atomenergie bricht nun mit Erdgas die zweite Brückentechnologie zur Klimaneutralität weg. Lieferketten in den Bereichen Energie und Rohstoffe müssen neu aufgestellt werden. Gleichzeitig wird mit den geopolitischen Spannungen in anderen Teilen der Welt die Frage nach der Neuausrichtung der Lieferketten immer dringlicher. Als ob das nicht schon genug wäre, führt nun auch noch die Alterung der Gesellschaft langsam zu Problemen. Es rächt sich, dass über mehrere Legislaturperioden hinweg Herausforderungen nicht angegangen wurden: Die Infrastruktur ist in einem schlechten Zustand, die Digitalisierung kaum vorangekommen, die demografische Herausforderung ignoriert worden. Die Folge ist eine Verringerung des deutschen Potenzialwachstums, d.h. die langfristig normale „Reisegeschwindigkeit“ der Volkswirtschaft sinkt. Nach aktuellen Schätzungen liegt das Potenzialwachstum hierzulande inzwischen bei rund ¼ % und ist damit nur noch halb so hoch wie 2017.

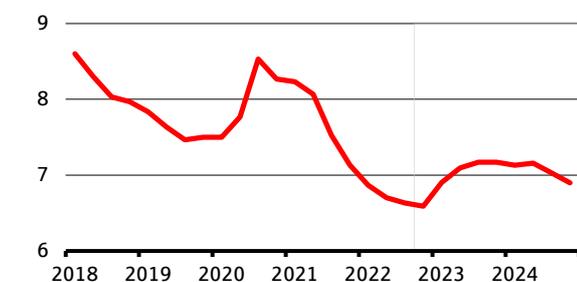
# Konjunktur Euroland

**Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)**



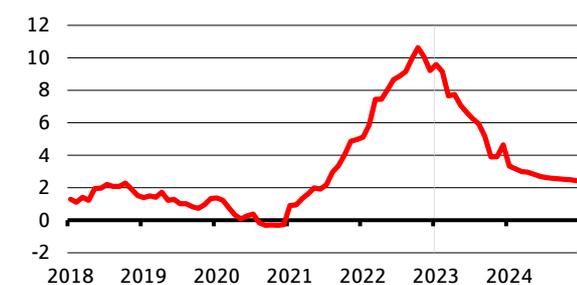
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

**Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, EU-Definition)**



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Euroland	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	3,4	0,3	1,9
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,4	6,4	2,8
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,9	-3,4	-2,9
Schuldenstand des Staates*	93,7	92,5	93,7
Leistungsbilanzsaldo*	1,0	1,6	2,3
	<b>Okt 22</b>	<b>Nov 22</b>	<b>Dez 22</b>
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	10,6	10,1	9,2
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,5	6,5	
Economic Sentiment (Punkte)	93,0	94,0	95,8

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts;

Quellen: Eurostat, Markit, Prognose DekaBank (P)

## Im Fokus

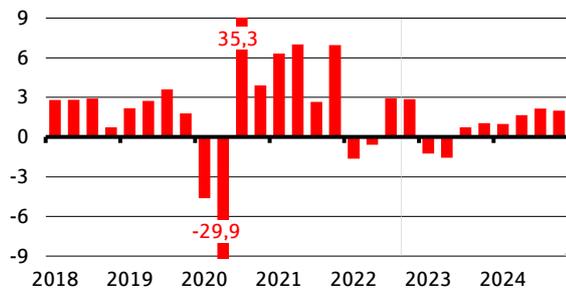
Im Dezember wurden Details zum Wachstumsplus von 0,3 % im dritten Quartal 2023 veröffentlicht. Trotz der schlechten Stimmung bei den Unternehmen und den privaten Haushalten waren die Investitionen und der private Konsum die Wachstumsstützen. Das Wachstum wäre noch deutlich höher ausgefallen, wenn der Außenbeitrag nicht so gebremst hätte. Die Wirtschaft im Euroraum könnte damit im vergangenen Jahr um mehr als 3 % zugelegt haben. Die Inflation bleibt auch nach dem Rückgang auf 9,2 % im Dezember weit über dem Zielwert der Europäischen Zentralbank. Selbst bei Herausrechnung des stärksten Inflationstreibers (Energiepreise) war die Preisentwicklung mit 7,2 % sehr stark. Die höchste Inflationsrate in der EWU hat derzeit Lettland mit 20,7 %, die niedrigste Preissteigerungsrate hat Spanien mit 5,6 % vorzuweisen.

## Perspektiven

Der Krieg in der Ukraine und der russische Gas-Lieferstopp seit Anfang September 2021 haben den Wendepunkt für die europäische Wirtschaft eingeleitet. Es ist mit einer deutlichen, wenngleich vorübergehenden Abschwächung der europäischen Konjunktur zu rechnen, die noch bis weit in das Jahr 2023 hinein andauern wird. Von den großen EWU-Mitgliedern sind Deutschland und Italien von den wirtschaftlichen Folgen des Russland-Ukraine-Kriegs am stärksten betroffen. Die Europäische Zentralbank kann angesichts der Inflationsentwicklung nicht unterstützend eingreifen. Es deutet alles darauf hin, dass die Inflationsrate erst nach 2024 wieder den Zielwert der EZB von 2 % erreichen wird. Zudem bleiben die mittelfristigen Inflationsrisiken vergleichsweise hoch. Die europäische Fiskalpolitik hingegen bildet einen wachstumsfreundlichen Rahmen. Die Aufräumarbeiten nach der Weltfinanzkrise und der Schuldenkrise waren noch nicht abgeschlossen, als die Corona-Krise begann und kurz danach der Krieg in der Ukraine ausbrach. Die hohen Inflationsraten führen zwar kurzfristig zu einem dämpfenden Effekt auf die Schuldenentwicklung. Dennoch bleibt der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen noch weit.

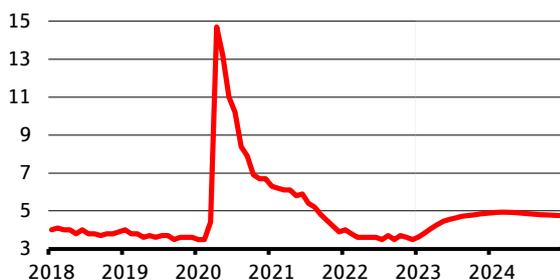
## Konjunktur USA

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquart., saisonber., ann.)



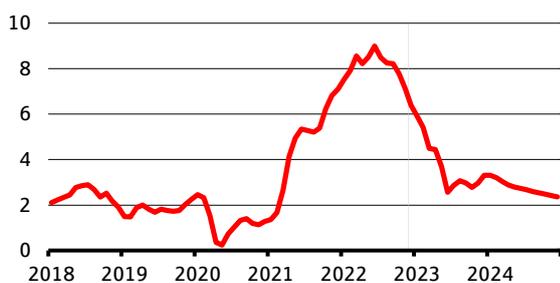
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

USA	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorj.)	2,1	0,4	1,1
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	3,7	2,7
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,0	-4,5	-4,0
Schuldenstand des Staates*	120,5	120,6	120,4
Leistungsbilanzsaldo*	-4,0	-3,0	-3,0
	Okt 22	Nov 22	Dez 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	7,7	7,1	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,7	3,6	3,5
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	50,2	49,0	48,4
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	102,2	101,4	108,3

\* in % des nom. BIP; Quellen: Bureau of Ec. Analysis, Bureau of Labor Statistics, ISM , Conference Board, Prog. DekaBank (P)

### Im Fokus

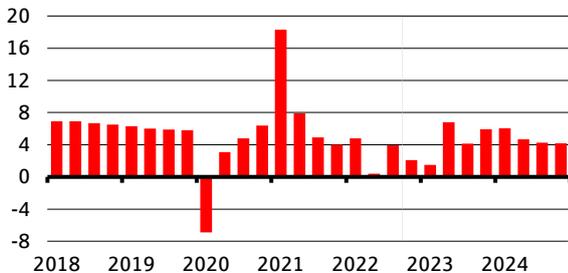
Das inoffizielle monatliche Bruttoinlandsprodukt ist im November um 0,4 % erneut kräftig gegenüber dem Vormonat angestiegen. Insbesondere der Außenhandel trug zu diesem Anstieg bei. Zusammen mit den geringeren Energiekosten sowie einer bislang noch ordentlichen Beschäftigungsentwicklung hellt sich der Konjunkturausblick etwas auf. Wir gehen dennoch von einem baldigen Beginn einer Rezession aus, weil die deutlich restriktive Geldpolitik erst zeitverzögert ihre volle belastende Wirkung entfalten wird. Erste Signale sind bereits erkennbar: Die Stimmung der Unternehmen hat sich weiter verschlechtert, und die Details zum Arbeitsmarktbericht waren weniger von Stärke geprägt.

### Perspektiven

Die US-Notenbank Fed hat Ende 2022 ihre Geldpolitik weit in den restriktiven Bereich gebracht. Grund dafür sind die Inflationsraten, die deutlich über dem Zielbereich der Fed liegen. Zwar sind hierfür vor allem angebotsbedingte Faktoren verantwortlich. Diese lassen sich geldpolitisch kaum beeinflussen. Aber seit Ende 2021 hält sich auch die nachfragebedingte Inflation auf einem viel zu hohen Niveau. In Kombination mit dem zu hohen Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt wären die mittelfristigen Inflationsrisiken ohne restriktive Geldpolitik exorbitant hoch, weil die langfristigen Inflationserwartungen ihre Verankerung beim Inflationsziel der Fed in Höhe von 2 % verlieren könnten. Die Fed nimmt daher eine Rezession 2023 billigend in Kauf, um hierdurch den Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt sowie die nachfragebedingte Inflation zu verringern. Dieser Prozess kann sich als sehr zäh erweisen, sodass eine Senkung der Leitzinsen 2023 wenig wahrscheinlich ist. Vermutlich werden die mittelfristigen Inflationsrisiken erst 2024 soweit abgenommen haben, dass die Fed moderate Leitzinssenkungen vornehmen kann. Aus konjunktureller Sicht bedeutet dies, dass unmittelbar nach einer – wenn auch kurzen – Anpassungsrezession die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts untypisch niedrig ausfallen werden.

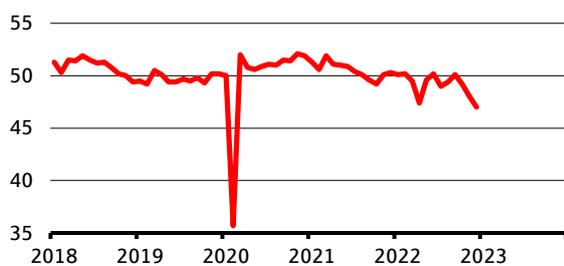
## Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



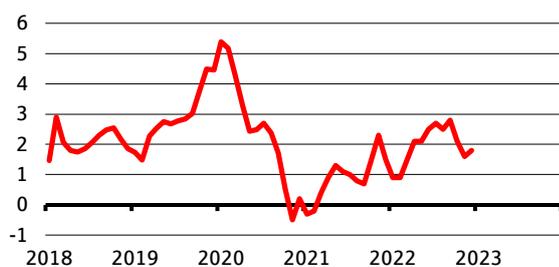
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

China	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	2,7	4,8	4,7
Finanzierungssaldo*	-8,9	-7,2	-7,5
Schuldenstandsquote*	76,9	84,1	89,8
Leistungsbilanzsaldo*	2,4	1,7	1,9
	Okt 22	Nov 22	Dez 22
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2,1	1,6	1,8
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	5,0	2,2	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	49,2	48,0	47,0

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts  
Quellen: EIU, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

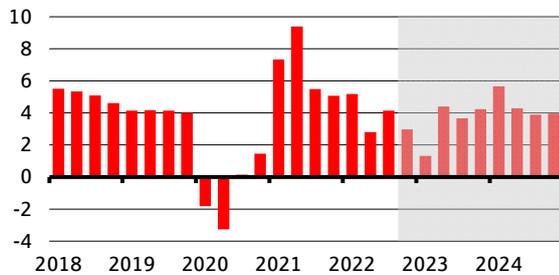
Entgegen unseren Erwartungen hat die chinesische Regierung nach ihrer Kehrtwende in der Corona-Politik auf jegliche Maßnahmen verzichtet, die den Druck auf das Gesundheitssystem hätten mindern können. In der Folge sind die Todeszahlen deutlich gestiegen, wobei keine Fallzahlen veröffentlicht werden. Der Verzicht auf Schutzmaßnahmen bedeutet allerdings auch, dass die wirtschaftlichen Folgen reduziert werden und nach schwachem vierten Quartal schon im ersten Quartal des neuen Jahres eine konjunkturelle Erholung erreicht werden dürfte, der sich dann ein kräftiges zweites Quartal anschließt. Wir haben daher die BIP-Prognose für 2023 von 4,4 % auf 4,8 % und für 2024 von 4,5 % auf 4,7 % angehoben. Zur Bekämpfung der Immobilienkrise sind nach nichtbestätigten Meldungen neue Maßnahmen in Vorbereitung, die helfen sollten, die Baukonjunktur nach schwacher Vorjahresentwicklung zu stabilisieren.

### Perspektiven

Die drastische Kehrtwende in der Corona-Politik bedeutet, dass die wirtschaftliche Belastung durch die Pandemie schnell nachlassen dürfte. Von der Lockerung wird vor allem der Dienstleistungssektor profitieren. Die erhöhte Mobilität dürfte zudem zu einem Anstieg der Ölnachfrage führen. Der Immobilienmarkt leidet unter der Unsicherheit über die wirtschaftliche Solidität vieler Bauentwickler, die Banken und potenzielle Käufer vorsichtig agieren lässt. Hinzu kommt ein struktureller Rückgang der Wohnungsnachfrage aufgrund der veränderten Demografie. Der Rückgang der Erwerbsbevölkerung wird für viele Jahre auf der wirtschaftlichen Entwicklung lasten und es ist nicht abzusehen, dass dem durch eine verstärkte Einwanderung gegengewirkt werden soll. Der schwache Ausblick für die Weltwirtschaft spricht dafür, dass sich der Exportsektor bis auf Weiteres wenig dynamisch entwickeln wird. Schließlich bemühen sich die USA, den Fortschritt Chinas zumindest im Bereich der Hochtechnologie zu bremsen, und generell zeichnet sich ab, dass das politische Klima für die Wirtschaftsbeziehungen zwischen China und dem Westen eher schlechter als besser wird. Die Taiwan-Frage könnte in diesem Verhältnis zu einer Eskalation führen, sollte China den wirtschaftlichen oder gar militärischen Druck auf Taiwan stark erhöhen, um eine Wiedervereinigung zu forcieren. Trotz all dieser Hemmnisse hat die chinesische Wirtschaft noch ausreichend Potenzial, seine Produktivität zu steigern, sodass BIP-Wachstumsraten von gut 4 % erreichbar sind. Niedrige Inlandszinsen und der unsichere Wirtschaftsausblick sprechen eher für einen schwächeren Renminbi.

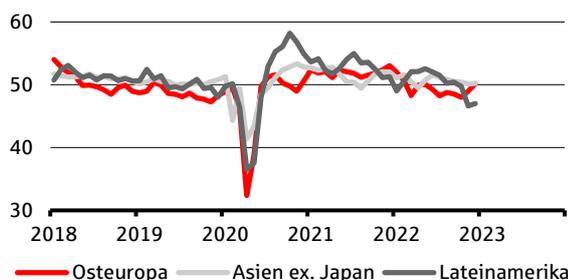
## Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



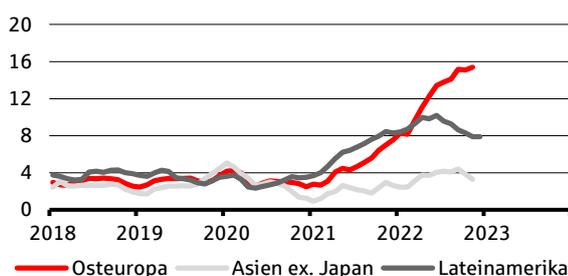
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	2022P	2023P	2024P
Brasilien	3,0	0,7	1,8
Russland	-2,7	-2,8	1,4
Indien	6,9	5,9	6,4
China	2,7	4,8	4,7
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2022P	2023P	2024P
Brasilien	9,3	4,9	4,0
Russland	13,7	5,9	5,6
Indien	6,7	4,5	5,0
China	2,0	2,5	2,9

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

Die Inflationsraten stabilisieren sich auf hohem Niveau und die meisten Währungen konnten sich gegenüber dem US-Dollar in den vergangenen Wochen wieder befestigen. Vor diesem Hintergrund hat die Notwendigkeit, die Geldpolitik weiter zu straffen, deutlich abgenommen. Vereinzelt Zinsanhebungen wird es vor allem noch in Asien und Lateinamerika geben. Die Konjunktur hat sich vor dem Hintergrund hoher Inflationsraten und einer straffen Geldpolitik in allen Regionen abgeschwächt. In Mittel- und Osteuropa sind die Bremsspuren besonders ausgeprägt, während sich Asien bislang besser gehalten hat. Mit der Kehrtwende in der Corona-Politik hat sich der Konjunkturausblick für China aufgehellt, wovon unter anderem Reiseziele in Asien und Lieferanten in allen Teilen der Welt profitieren dürften.

### Perspektiven

Die restriktive Geldpolitik und die Schwäche des Welt Handels dürften dazu führen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern in den kommenden Quartalen unterdurchschnittlich entwickelt. In Asien dürften die Wirtschaftswachstumsraten dabei erneut deutlich höher liegen als in anderen Regionen. Da die großen Zentralbanken nach unserer Erwartung ihre Geldpolitik erst 2024 lockern werden, bleibt auch der Spielraum für Zentralbanken der Schwellenländer beschränkt. Hohe Finanzierungskosten und gestiegene Schuldenstände dürften in der Fiskalpolitik einen vorsichtigen Kurs zur Folge haben. Im Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine erscheint ein Verhandlungsfrieden bis auf Weiteres kaum erreichbar. Damit dürfte Europa zumindest bis Frühjahr 2024 unter hohen Energiepreisen leiden. Das Verhältnis zwischen China und dem Westen ist angespannt und eine Verbesserung ist nicht absehbar. Die meisten Schwellenländer werden jedoch darauf bedacht sein, in beide Richtungen gute Beziehungen zu pflegen. Dies würde allerdings immer schwerer werden, sollte China den wirtschaftlichen oder gar militärischen Druck auf Taiwan deutlich verstärken, um eine Wiedervereinigung zu forcieren. Zunächst wird jedoch in Asien die regionale Zusammenarbeit noch vertieft werden.

### Risiken

Der globale Zinsanstieg bringt vor allem schwache Bonitäten unter Druck. Russland könnte den Krieg in der Ukraine noch weiter eskalieren. Die Spannungen um Taiwan könnten deutlich zunehmen.

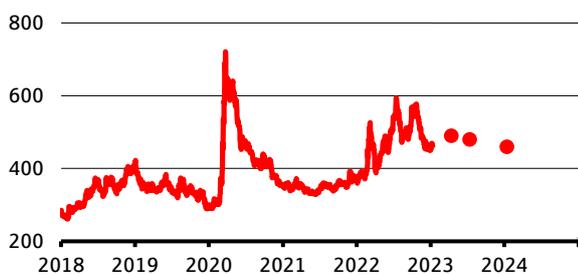
## Em. Markets-Märkte

**Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)**



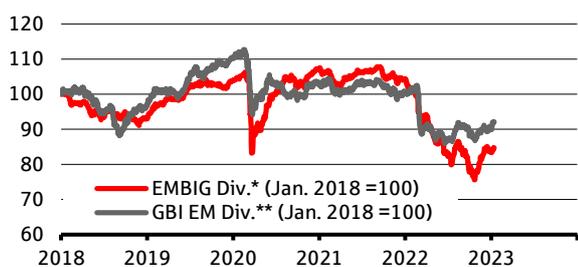
Quellen: MSCI, DekaBank

**Renten: EMBIG Diversified-Spread (Basispunkte)**



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

**Renten: Performanceindizes EMBIG Div. und GBI EM Div.**



\* in EUR hedged; \*\* in EUR

Quellen: J.P. Morgan, Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Emerging Markets (Performance in EUR)	11.01.2023	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	701	2,2	5,6	-10,8
EMBIG Div* Performanceind.	403	0,3	1,6	-17,2
GBI EM Div** Perform.-ind.	233	2,6	2,5	-8,1
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	434	-1,9	0,4	-11,1
MSCI World Total Return	446	-0,5	3,0	-8,9
<b>Prognose DekaBank</b>		<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	463	490	480	460

\* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), \*\* Lokalwährungsanl.

Quellen: MSCI, J.P. Morgan, Bloomberg, DekaBank

### Im Fokus

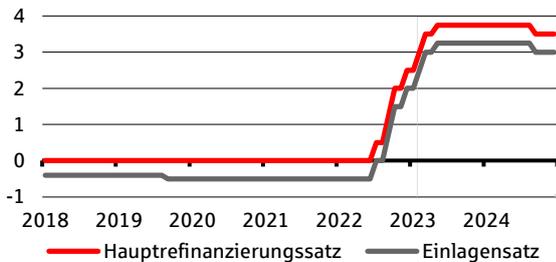
Weitere Anzeichen eines abnehmenden Preisdrucks für US-Konsumgüter haben zu Jahresbeginn die Rentenmärkte unterstützt. EM-Aktien profitierten vom Ende der strikten Null-Covid-Politik und der Erwartung weiterer Stützungsmaßnahmen für den chinesischen Immobiliensektor. Die meisten Schwellenländerwährungen konnten in einem Umfeld erhöhter Risikoneigung gegenüber US-Dollar und Euro zulegen. Trotz der verbesserten Aussichten für China bleibt das globale Wachstumsumfeld schwierig, weil die gesunkene Kaufkraft der Konsumenten und die erhöhten Finanzierungskosten in Europa, Nordamerika und Lateinamerika im ersten Halbjahr zu einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts führen dürften. Da sich zudem die Hoffnung auf eine schnelle Zinswende noch in diesem Jahr in den USA nach unserer Einschätzung nicht erfüllen wird, bleiben Aktien anfällig für Rückschläge. Das Umfeld für Schwellenländeranleihen betrachten wir als günstig, weil die Renditen auf hohem Niveau liegen und der globale Zinsanhebungszyklus auslaufen dürfte. Das Risiko einer tiefen Rezession erscheint zudem mittlerweile geringer als vor wenigen Monaten.

### Perspektiven

Mit Blick auf die kommenden Monate dürfte der geldpolitische Ausblick für die US-Notenbank der entscheidende Einflussfaktor sein. Wir erwarten, dass die Fed ihren Zinsanhebungszyklus im Februar 2023 beenden und im März 2024 die Zinsen erstmals wieder senken wird. Damit würde die Erwartung der Märkte, dass die erste Senkung schon 2023 erfolgt, enttäuscht werden, doch mittlere und längere Laufzeiten dürften durch eine vorsichtige geldpolitische Ausrichtung sogar eher gestützt werden. Im weiteren Verlauf des laufenden und kommenden Jahres dürften das hohe Renditeniveau und die Aussicht auf eine geldpolitische Lockerung bei gleichzeitig allmählicher Erholung der Konjunktur für ein konstruktives Umfeld für Aktien und Renten sorgen. Der Angriffskrieg in der Ukraine ist in der Wahrnehmung der Kapitalmärkte etwas in den Hintergrund getreten, doch es besteht das Risiko, dass Russland im Falle weiterer hoher Gebietsverluste neue Eskalationsstrategien wählt, um den Druck auf die Ukraine zu erhöhen. Das Verhältnis Chinas zum Westen ist nachhaltig beschädigt und es dürfte in den kommenden Jahren eher um Schadensbegrenzung gehen. Eine Zuspitzung der Auseinandersetzung um die Taiwan-Frage ist nicht Teil unseres Hauptszenarios, muss aber als Risikofaktor in Betracht gezogen werden.

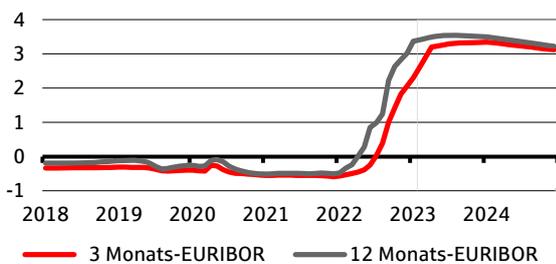
## Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



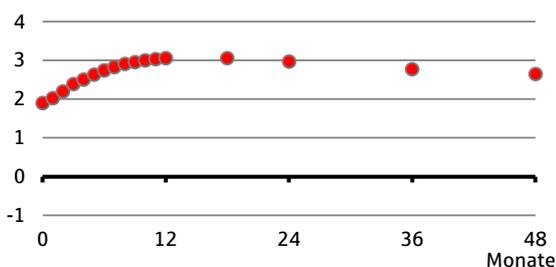
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

EURIBOR-Sätze (% p.a.)



Quellen: European Money Markets Institute, Prog. DekaBank

€STR-Swapkurve (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Euroland: Zinsen (% p.a.)		11.01.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)		2,50	2,00	0,00
3 Monats-EURIBOR		2,30	2,01	-0,56
12 Monats-EURIBOR		3,37	2,86	-0,49
EURIBOR-Future, Dez. 2023		3,41	2,93	0,14
EURIBOR-Future, Dez. 2024		2,67	2,55	0,33
Prognose DekaBank (% p.a.)		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)		3,50	3,75	3,75
3 Monats-EURIBOR		3,20	3,30	3,35
12 Monats-EURIBOR		3,50	3,55	3,50

Quellen: Europäische Zentralbank, European Money Markets Institute, Bloomberg, DekaBank

### Im Fokus

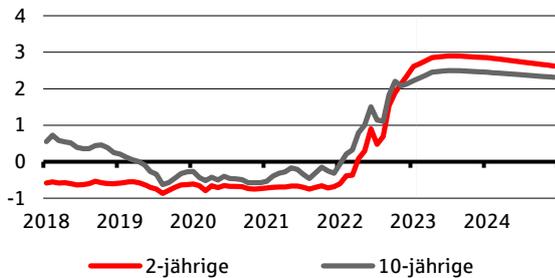
Auf ihrer Sitzung am 15. Dezember signalisierte die EZB einen immer noch großen Anpassungsbedarf für die Leitzinsen. Sie wollte dadurch zum einen die seinerzeit herrschenden Markterwartungen korrigieren, da diese nach Einschätzung der Notenbanker zu unangemessen günstigen Finanzierungsbedingungen führten. Zum anderen geht die EZB in ihren neuen makroökonomischen Projektionen von einem langsameren Rückgang der Inflation aus, was eine stärkere geldpolitische Reaktion rechtfertigt. Wir rechnen nun mit Leitzinserhöhungen um jeweils 50 Basispunkte im Februar und März, gefolgt von einem letzten Schritt von 25 Basispunkten im Mai. Der von der EZB beabsichtigte Bilanzabbau dürfte sich vorerst eher auf die Renten- als auf die Geldmärkte auswirken. Während Banken in großem Umfang Mittel aus den Langfristtendern TLTRO-III zurückzahlen, wird die EZB die Wertpapierbestände des APP zunächst nur langsam reduzieren. Die Überschussreserven bleiben damit noch für längere Zeit hoch genug, um die €STR- und EURIBOR-Sätze an den EZB-Einlagensatz zu koppeln.

### Perspektiven

Die Inflation ist in den letzten Monaten des Jahres 2022 zwar erstmals seit langem wieder zurückgegangen. Die EZB rechnet jedoch noch für einige Zeit mit Raten deutlich über 2 %, unter anderem aufgrund eines stärkeren Anstiegs der Löhne. Da sich zudem die konjunkturellen Perspektiven zuletzt eher aufgehellt haben, sehen die Notenbanker es als notwendig an, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aktiv zu bremsen. Sie beabsichtigen deshalb, die Leitzinsen zeitnah auf ein restriktives Niveau anzuheben. Die EZB dürfte den Einlagensatz bis zu ihrer Sitzung im Mai auf 3,25 % erhöhen und anschließend dort belassen, bis der allgemeine Trend von Löhnen und Preisen erkennbar nachgelassen hat. Darüber hinaus wird die EZB ihre Bilanzsumme zurückfahren, um eine ausreichend starke Transmission der höheren Leitzinsen in die Realwirtschaft sicherzustellen. Es zeichnet sich ab, dass sie dabei asymmetrisch vorgehen wird. Während die weniger attraktiven Konditionen der Langfristtender TLTRO-III auch in diesem Jahr zu erheblichen vorgezogenen Rückzahlungen führen dürften, wird die EZB den Abbau der Wertpapierbestände des APP im März mit einem eher langsamen Tempo beginnen. Da sie zudem Rückflüsse aus dem Wertpapierkaufprogramm PEPP bis Ende nächsten Jahres wiederanlegen will, dürften die Überschussreserven der Banken vorerst nicht stark genug abnehmen, um einen signifikanten Effekt auf die Geldmarktsätze hervorzurufen.

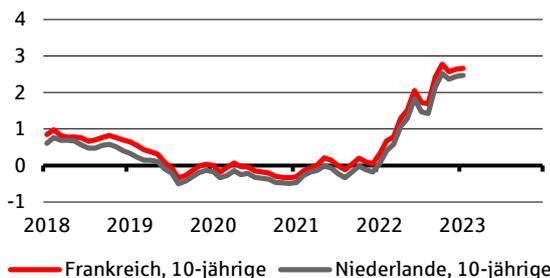
# Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



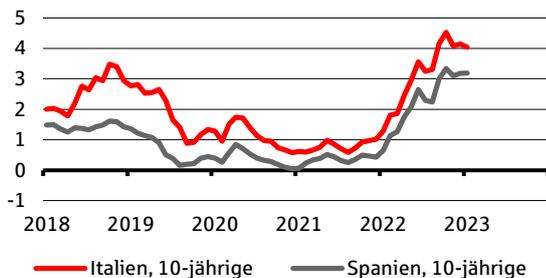
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Frankreich und Niederlande: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Italien und Spanien: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Renditen (% p.a.)	11.01.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	2,59	2,16	-0,58
Deutschland 10J	2,20	1,93	-0,03
Frankreich 10J	2,66	2,40	0,35
Italien 10J	4,04	3,84	1,31
Spanien 10J	3,19	2,96	0,65
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	2,85	2,90	2,85
Deutschland 10J	2,45	2,50	2,45

Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

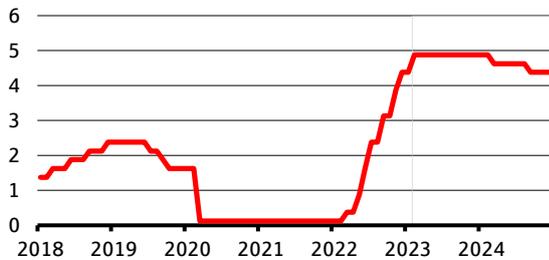
Auf ihrer Ratssitzung am 15. Dezember stellte die EZB nicht nur weitere Leitzinserhöhungen in Aussicht. Sie brachte auch ihr Missfallen an den seinerzeit rückläufigen Renditen in den längeren Laufzeitbereichen zum Ausdruck. Wir rechnen daher für die kommenden Monate mit etwas weiter steigenden Renditen von Bundesanleihen, da die EZB andernfalls erneut ihre Bereitschaft signalisieren dürfte, die Leitzinsen stärker anzuheben als derzeit von den Geldmarkt-Futures angezeigt wird. Auch die hartnäckig hohe Kerninflation und die nur moderate konjunkturelle Abkühlung sollten zu höheren Renditen am langen Ende beitragen, da sie bis auf Weiteres keine Senkung der Leitzinsen erwarten lassen. Gleichzeitig zeichnet sich ab, dass der Bilanzabbau der EZB eher langsam vorstättgehen und die Staatsanleihemärkte daher nur wenig belasten wird.

## Perspektiven

Marktteilnehmer rechnen für die nächsten Ratssitzungen der EZB mit weiteren deutlichen Leitzinserhöhungen. Sie gehen allerdings auch davon aus, dass die Geldpolitik dann restriktiv genug sein wird, um einen Rückgang der Inflation herbeizuführen. Sie antizipieren daher langfristig wieder niedrigere Leitzinsen als in der näheren Zukunft, was sich in einer inversen Bundkurve widerspiegelt. Wir stimmen dieser Argumentation grundsätzlich zu, erwarten aber vorerst noch etwas höhere Renditen auch länger laufender Bundesanleihen. Denn bei einer nur langsam nachlassenden Inflation dürfte es einige Zeit dauern, bis konkrete Aussicht auf wieder sinkende Leitzinsen besteht. Der geplante Abbau der Wertpapierbestände des APP dürfte sich sowohl in den Laufzeitprämien am langen Ende als auch in den Spreads der Peripherieländer niederschlagen. Während ersteres seitens der EZB explizit erwünscht ist, will sie letzteres vermeiden. Diese Sorge vor finanzieller Fragmentierung erklärt, warum die EZB diesen Teil des Bilanzabbaus im März mit lediglich 15 Mrd. Euro pro Monat beginnen will. Auch wenn sie dieses Tempo in der zweiten Jahreshälfte steigern dürfte, sollten sich die Auswirkungen auf das lange Ende der Bundkurve in Grenzen halten. Von den hohen Neuemissionen sollten ebenfalls nur geringe Belastungen ausgehen, da die Nachfrage nach langlaufenden Staatsanleihen relativ elastisch ist. Auf die Rentenmärkte dürfte sich die expansive Fiskalpolitik eher in der Weise niederschlagen, dass sie zur Persistenz des Preisauftriebs beiträgt und dadurch ein längeres Festhalten an der restriktiven Geldpolitik erforderlich macht.

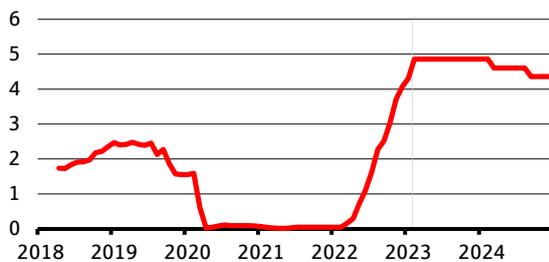
## Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



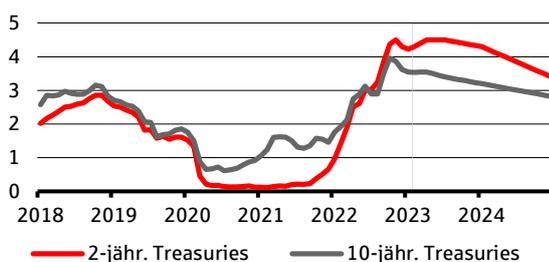
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

USA: 3-Monats-Zinsen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

USA: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Zinsen / Renditen (% p.a.)	11.01.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	4,25-4,50	3,75-4,00	0,00-0,25
Overnight-Zinsen (SOFR)	4,31	3,80	0,05
Renditen 2-j. Treasuries	4,22	4,34	0,88
Renditen 10-j. Treasuries	3,54	3,58	1,74
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	4,75-5,00	4,75-5,00	4,75-5,00
Overnight-Zinsen (SOFR)	4,86	4,86	4,86
Renditen 2-j. Treasuries	4,50	4,50	4,30
Renditen 10-j. Treasuries	3,55	3,40	3,20

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

### Im Fokus

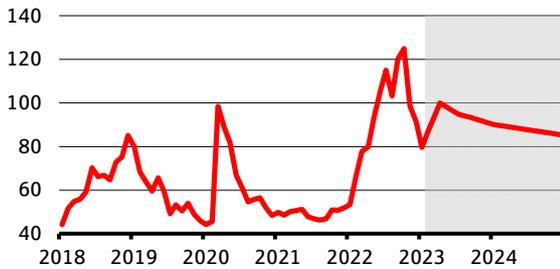
Die Fed hat Mitte Dezember das Leitzinsintervall um 50 Basispunkte auf 4,25 % bis 4,50 % angehoben und für 2023 weitere Zinserhöhungen um 75 Basispunkte in Aussicht gestellt. Die Leitzinswende wird von den FOMC-Mitgliedern für 2024 erwartet. Angesichts der fallenden Inflationsraten wird dieser Ausblick von den Kapitalmärkten für wenig wahrscheinlich erachtet. Das Ausmaß der gehandelten Leitzinserhöhungen wird an den Märkten geringer eingeschätzt, und es wird bereits in diesem Jahr mit der Leitzinswende gerechnet. Unserer Einschätzung nach ist diese Marktsicht zu optimistisch, weil sich die geldpolitisch relevante nachfragebedingte Inflation weiterhin nicht abschwächt und der Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt weiterhin zu hoch sein dürfte, um mittelfristig das Inflationsziel von 2 % zu erreichen.

### Perspektiven

Das Jahr 2022 war für den US-Rentenmarkt einschneidend. Denn erstmals seit mehreren Jahrzehnten gab es offensichtliche Inflationsrisiken, für die eine deutliche geldpolitische Reaktion notwendig war. Die Fed hat das Leitzinsintervall sehr zügig in den restriktiven Bereich angehoben und mit der Bilanzreduzierung begonnen. Dies hatte zur Folge, dass die Renditen über alle Laufzeiten hinweg sehr deutlich anstiegen. 2023 steht nun die Frage nach der Leitzinswende im Vordergrund. Zwar wird gemeinhin mit einer deutlichen wirtschaftlichen Abschwächung, wenn nicht sogar mit einer Rezession gerechnet. Aber erst wenn der Arbeitsmarkt einen niedrigeren Auslastungsgrad aufweist und sich die nachfragebedingte Inflation auf ein niedrigeres Niveau zurückentwickelt, kann die Fed auf Sicht der kommenden drei bis fünf Jahre mit einer Inflationsrate im Bereich von 2 % rechnen. Im Zweifel wird sie hierfür den Restriktionsgrad eher länger als kürzer hochhalten. Denn neben den aktuellen Inflations Sorgen gibt es auch Gründe für eine höhere Inflation im mittel- und langfristigen Ausblick, allen voran die Demografie und die Deglobalisierung. Insgesamt dürften daher die Inflations Sorgen auch nach einer Zielerreichung nicht vollständig verschwinden. Dieses Umfeld kann zu einer höheren Volatilität an den US-Rentenmärkten führen als in vergangenen Jahren.

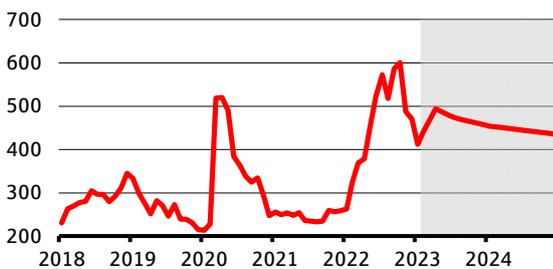
# Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



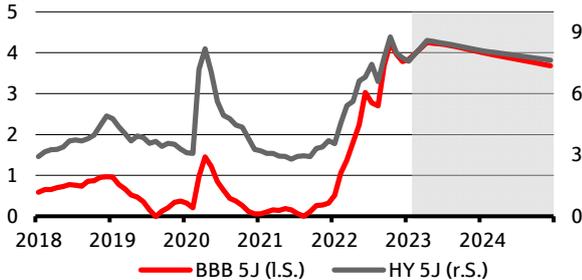
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates BBB 5J (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	11.01.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	80	90	51
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	416	460	253
Corporates BBB 5J (%)	3,83	3,60	0,50
Corporates HY 5J (%)	7,58	7,68	3,40

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

Unternehmensanleihen sind mit großem Optimismus ins neue Jahr gestartet und haben die kräftige Erholung seit verganginem Herbst fortgesetzt. Auch der hawkische Schrecken, den die Notenbanken EZB, Fed und Bank of Japan den Märkten in die Weihnachtsferien mitgegeben haben, konnte wieder ausgeglichen werden. Mit den jetzt anstehenden Geschäftsberichten muss sich allerdings zeigen, ob die Unternehmen die teilweise überraschend guten Ergebnisse aus dem dritten Quartal wiederholen konnten und noch wichtiger, ob sie ausreichend zuversichtlich ins neue Geschäftsjahr starten. Für den weiteren Jahresverlauf befürchten wir, dass viele Unternehmens- und Analystenprognosen wieder etwas nach unten angepasst werden müssen und die Spreads vorübergehend ein Stück herauslaufen.

## Perspektiven

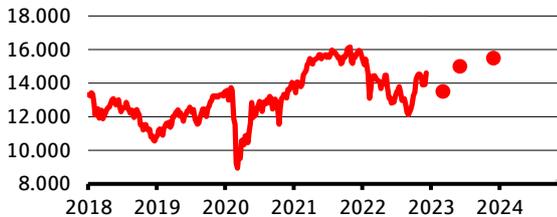
An den Kreditmärkten wurde nach übertrieben großen Sorgen im Herbst 2022 zum Jahresende hin ein deutlich milderer Konjunkturrückgang als zuvor befürchtet eingepreist. Während Deutschland stärker als andere EU-Länder unter Lieferengpässen und hohen Energiekosten leidet, dürfte Euroland insgesamt nur am Rande einer Rezession kratzen und sich in der zweiten Jahreshälfte und dann weiter in 2024 zunehmend erholen, wenn auch nur moderat. Für die großen Unternehmen hellen sich damit Umsatz- und Gewinnperspektiven schon wieder auf. Dennoch ist bis dahin mit enttäuschenden Geschäftsberichten zu rechnen, die immer mal wieder Spreadausweitungen mit sich bringen dürften. Allerdings bieten die inzwischen kräftig erhöhten absoluten Renditen von Unternehmensanleihen einen ordentlichen Puffer, um entsprechende Rückschläge abfedern zu können. Für Investoren wirken Corporates somit wieder hinreichend attraktiv.

## Anmerkung

Der iTraxx Europe Index wird aus 125 europäischen Unternehmen und Finanzinstituten aus dem Investment-grade-Bereich zusammengestellt. Der Index bildet die durchschnittlichen Prämien ab, die im Handel mit Credit Default Swaps (CDS) gezahlt werden. Er wird in Basispunkten (Bp) notiert. Es gibt diverse Sub- und Spezialindizes, z.B. den iTraxx Financials oder den iTraxx Crossover, der aus Unternehmen aus dem High Yield-Bereich gebildet wird.

# Aktienmarkt Deutschland

DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung DAX	von bis	11.01.17 bis 11.01.18	11.01.18 bis 11.01.19	11.01.19 bis 11.01.20	11.01.20 bis 11.01.21	11.01.21 bis 11.01.22	11.01.22 bis 11.01.23
		13,37%	-17,54%	23,84%	3,36%	14,39%	-6,23%

Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	11.01.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	14.948	14.371	15.942
DAX (Veränd. in % seit ...)		4,02	-6,23
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	13.500	15.000	15.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
DAX aktuell	11,53	1,47	3,46
DAX Ø (10 Jahre roll.)	12,94	1,54	3,25

\* Konsensschätzung auf Basis der kommenden zwölf Monate  
Quellen: Bloomberg, Factset, DekaBank

## Im Fokus

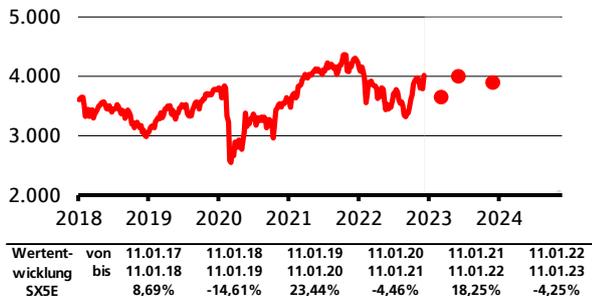
Getragen von einer überraschend guten wirtschaftlichen Entwicklung im vierten Quartal 2022, sowohl in Deutschland als auch global, ist der Aktienmarkt positiv in das neue Jahr gestartet. Hilfreich war dabei auch, dass die für den Dezember gemeldete Inflationsrate deutlich unter dem Vormonatswert lag. Allerdings dürften die Inflationsraten zu Jahresbeginn noch sehr hoch bleiben, und die konjunkturelle Aktivität wird sich in den kommenden Monaten abschwächen. Gleiches gilt für die ab Ende Januar zur Veröffentlichung anstehenden Unternehmenszahlen. Das wird an den Märkten für Verunsicherung sorgen, es muss mit temporären Kursrücksetzern gerechnet werden. Da allerdings weder mit einer globalen Rezession noch mit ausgeprägten Gewinnrückgängen der Unternehmen zu rechnen ist, und da die Inflationsraten im Jahresverlauf 2023 deutlich nachgeben werden, gilt es, eine mögliche Schwächephase für den Positionsaufbau zu nutzen.

## Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft ist besonders hart vom Russland-Ukraine-Krieg getroffen. Steigende Rohstoffpreise und die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Energieversorgung belasten den Wachstumsausblick deutlich. Eine Rezession im ersten Halbjahr 2023 scheint unvermeidlich. Das wird auch die Unternehmen in Deutschland in Mitleidenschaft ziehen. Vor allem kleinere und mittelständische Betriebe, die lokal produzieren und absetzen, sind stark betroffen. Multinationale Konzerne spüren die wirtschaftliche Schwäche zwar ebenfalls, können diese aber durch ihre breitere Aufstellung besser ausgleichen. Die Aufwärtsdynamik der Unternehmensgewinne wird abgebremst, grundsätzlich aber ist der mittelfristige Gewinnrend auf Grund der stabil erwarteten Weltwirtschaft abgesichert. Die EZB hat ihre Politikausrichtung deutlich verändert. Das Anleihekaufprogramm ist beendet, und die Leitzinsen werden in großen Schritten nach oben genommen. Dies ist mittlerweile an den Kapitalmärkten eingepreist. Die Kursbewegungen am deutschen Aktienmarkt bleiben in den kommenden Monaten von der geopolitischen Entwicklung geprägt, und es ist mit spürbaren Kursschwankungen zu rechnen. Gerade in solchen Phasen ist es sinnvoll, schrittweise und regelmäßig zu investieren, beispielsweise über Sparpläne. Vor allem die moderate Bewertung wird helfen, weitere Kursrückschläge zu begrenzen. Gleichzeitig stellt die Bewertung eine gute Ausgangsbasis für eine Stabilisierung und eine mittelfristige Aufwärtsbewegung der Kurse dar.

## Aktienmarkt Euroland

EuroSTOXX 50 (Indexpunkte)



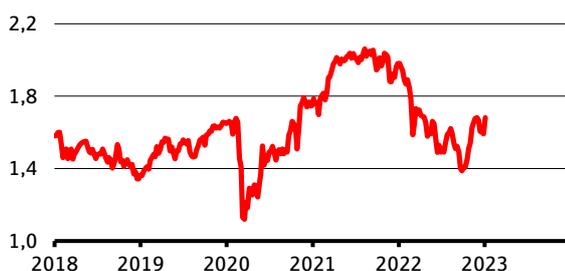
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	11.01.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EuroStoxx 50 (Indexp.)	4.100	3.943	4.282
EuroStoxx 50 (Veränd. in % seit ...)		4,0	-4,2
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EuroStoxx 50 (Indexp.)	3.650	4.000	3.900
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EuroStoxx 50 aktuell	12,0	1,7	3,5
EuroStoxx 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,7	1,5	3,7

\* Konsensschätzung auf Basis der kommenden zwölf Monate  
Quellen: Bloomberg, Factset, DekaBank

### Im Fokus

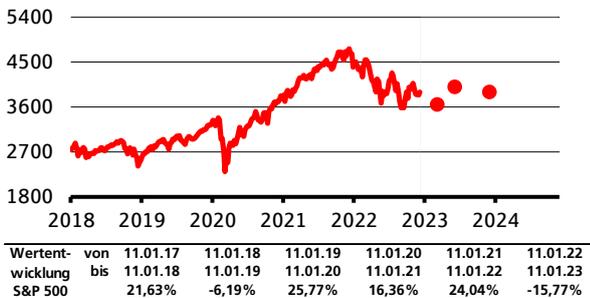
Seit Mitte Oktober konnten Euroland-Aktien um über 20 % im Kurs zulegen. Die Gründe sind vielfältig. Dank des bisher historisch milden Winters sowie massiver zusätzlicher Importe kann eine Gasmangellage vermieden werden. Entsprechende Abwärtsrisiken für die Konjunktur und Unternehmen sind gesunken. Damit verbunden sind überraschend starke Wirtschaftsdaten und eine geringe Reaktion der Konsumenten auf die hohe Inflation. Die mit dem Wegfall der Null-Covid-Strategie verbesserten Konjunkturperspektiven für China sind ebenso wie das – laut Markthoffnung – bevorstehende Ende des Fed-Leitzinserhöhungszyklus weitere Argumente für eine Erholung von Aktien. Aufgrund von geringer Positionierung und schwachem Sentiment könnte diese Bewegung noch etwas laufen. Dann sollten allerdings schwächere Wirtschaftsdaten und negative Gewinnrevisionen sowie höhere Zinsen die Kurse klar belasten. Diese Schwäche könnte Anlegern eine attraktive Einstiegsgeschichte bieten.

### Perspektiven

Die Folgen der Corona-Pandemie und des russischen Angriffs auf die Ukraine haben zu gravierenden Veränderungen des wirtschaftlichen Umfeldes für Euroland geführt. Nachdem die Lieferkettenprobleme deutlich gesunken sind und eine Gasmangellage für diesen Winter inzwischen ausgepreist ist, fokussieren sich die Kapitalmärkte stark auf die Folgen für die Inflationsentwicklung und die damit verbundene Zinsentwicklung. Euroland-Aktien sind trotz der jüngsten Rallye zwar historisch betrachtet nicht teuer und auch die Dividendenrenditen sind nicht uninteressant. Aber mit der erfolgten Erholung werden aus unserer Sicht die hohen Risiken für Konjunktur und Gewinne nicht mehr ausreichend eingepreist. Zudem können sich Bewertungen durch die von uns erwartete Abwärtsrevision der Gewinnsschätzungen schnell verschlechtern. Neu ist zudem, dass Anleger wieder Alternativen mit soliden Renditen zur Verfügung haben. Der Anlagenotstand ist damit Geschichte. Hauptrisiken sind eine weitere Eskalation im Russland-Ukraine-Krieg und neue Probleme mit der Energieversorgung sowie eine dauerhaft überraschend hohe Inflation, welche die Zentralbanken zu einer nochmals verschärften geldpolitischen Straffung zwingen würde. Käufe sollten regelmäßig erfolgen, um Schwächeperioden vorteilhaft für den langfristigen Positionsaufbau nutzen zu können.

# Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



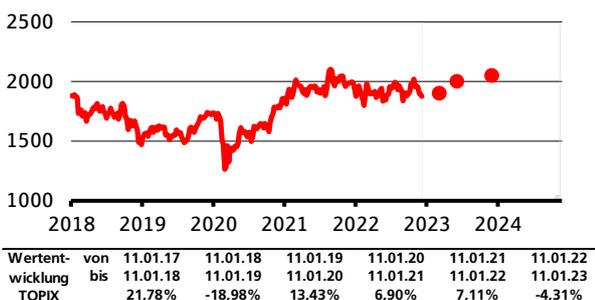
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	11.01.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	3.970	3.934	4.713
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		0,9	-15,8
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	3.650	4.000	3.900
TOPIX (Indexp.)	1.900	2.000	2.050
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	17,0	3,4	1,8
TOPIX	11,7	1,1	2,8

\* Konsensschätzung auf Basis der kommenden zwölf Monate  
Quellen: Bloomberg, Factset, DekaBank

## USA

Nachdem hawkische Statements der US-Notenbank Mitte Dezember die Aktienmärkte belastet hatten, setzte zu Jahresbeginn eine Erholung ein. Sinkende Energiepreise und Hoffnungen auf schnell sinkende Inflationsraten führten zu Spekulationen über ein zeitnahes Ende der Zinserhöhungen durch die Fed und damit zu tieferen Treasury-Renditen. Entscheidend sind nun die nächsten Inflationsberichte und die Berichtssaison für das vierte Quartal. Zentral sind dabei die Ausblicke für das laufende Jahr, da viele Anleger die bisherigen Schätzungen für zu hoch halten. Kurzfristig könnten Positionierung und Sentiment weitere Kursgewinne ermöglichen. Im Laufe der nächsten Monate sollten allerdings sinkende Gewinn-schätzungen und Zinserhöhungen zu einer Korrektur führen.

## Japan

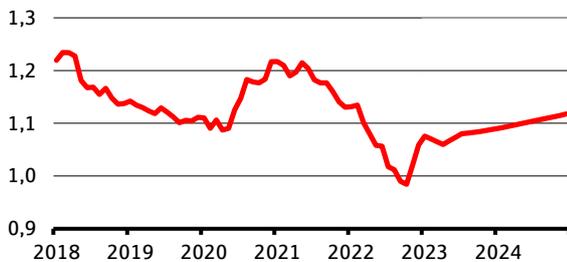
Japanische Aktien befinden sich seit Anfang 2021 in einer Seitwärtsbewegung mit geringen Schwankungen. Sehr kräftig sind hingegen die Bewegungen beim japanischen Yen, vor allem seit März 2022. Zuletzt profitierte er von einer vom Zeitpunkt her überraschenden Anpassung der BoJ-Politik. Umfang und Art weiterer Anpassungen im Jahresverlauf sind extrem bedeutsam. Den Markt stützen Aktienrückkäufe und eine moderate Bewertung.

## Perspektiven

Trotz erster Anzeichen für einen etwas weniger starken Inflationsdruck muss die US-Notenbank angesichts des weiterhin engen Arbeitsmarkts die Zinsen immer weiter in den restriktiven Bereich anheben. Dadurch steigen die Rezessionsrisiken. Solange die Kerninflation nicht deutlich sinkt und somit ein Ende der strafferen Geldpolitik absehbar ist, steigen die Risiken für die Aktienmärkte und die Stabilität der Finanzmärkte. Groß ist auch die Unsicherheit bzgl. der Unternehmensgewinne. Entsprechend vorsichtig sollten Anleger agieren, um bei einer Besserung der US-Inflationsaussichten oder in einem ausgeprägten Sell-off schrittweise, aber deutlich, ihre Aktienquoten erhöhen zu können. Bis der Ausblick klarer wird, dürften die Schwankungen an den Märkten hoch bleiben.

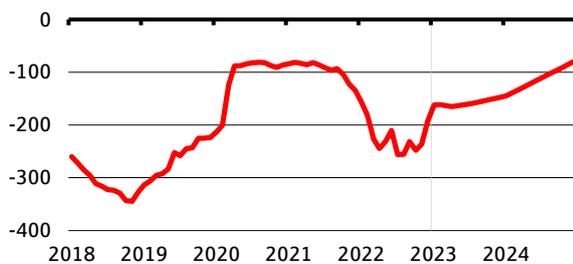
## Währungen: EUR-USD

Wechselkurs EUR-USD



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

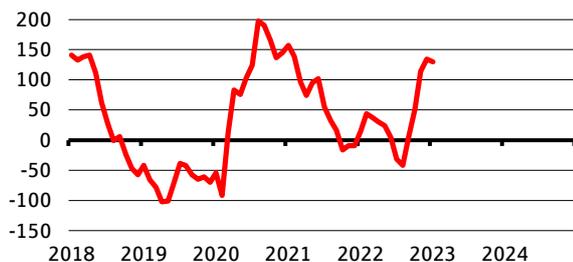
Zinsdifferenz\* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



\*Bundesanleihen minus Treasuries

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten\*



\* Euro-Futures; in Tsd. Kontrakten

Quellen: CFTC, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	11.01.2023	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,08	1,06	1,08	1,09
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-163	-165	-160	-145
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-134	-110	-90	-75
Leitzins EZB (%)	2,50	3,50	3,75	3,75
Leitzins Fed (%)	4,25-4,50	4,75-5,00	4,75-5,00	4,75-5,00
<b>Konjunkturdaten</b>		<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		3,4	0,3	1,9
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		2,1	0,4	1,1
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,4	6,4	2,8
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,0	3,7	2,7

Quellen: Bloomberg, EZB, Fed, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, DekaBank

### Im Fokus

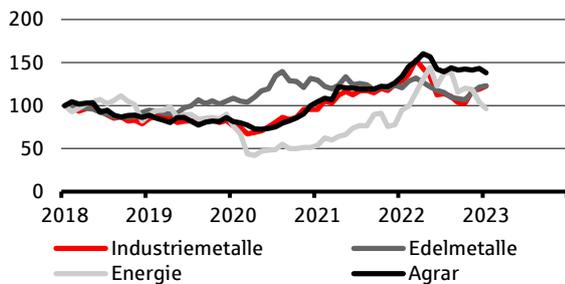
Der EUR-USD-Wechselkurs ist Anfang Januar auf 1,07 USD je EUR und damit auf den höchsten Wert seit Juni 2022 gestiegen. Dabei wurde die Euro-Aufwertung sowohl von den Konjunkturindikatoren als auch von der Geldpolitik unterstützt: Für Euroland werden wieder steigende Stimmungsindikatoren und positiv überraschende harte Daten gemeldet. Zudem hat die EZB nach der Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte (Einlagensatz bei 2 %) im Dezember weitere größere Zinsschritte avisiert. Dies hat zu einem deutlichen Anstieg der kurzlaufenden Bundrenditen und somit zu einer Reduktion der Zinsdifferenz zu den USA geführt. Der Aufwertungstrend des Euro dürfte sich fortsetzen, allerdings eher moderat, da die Belastungen für die Wirtschaft in Euroland noch nicht vom Tisch sind.

### Perspektiven

Nach dem Zwanzigjahrestief von 0,96 USD je EUR im September 2022 dürfte der EUR-USD-Wechselkurs nun nach oben tendieren und der Euro seine Unterbewertung gegenüber dem US-Dollar langsam abbauen. Die starke Aufwertung des US-Dollar seit Anfang 2021 (um 22 % von 1,23 auf 0,96 USD je EUR im September 2022) beruhte auf der dynamischen Erholung der US-Wirtschaft (dank der umfangreichen US-Konjunkturpakete) sowie auf dem Zinsvorsprung der USA, wo die Leitzinswende früher als in Euroland vollzogen wurde. Die US-Notenbank Fed hat ihren Leitzins weit in den restriktiven Bereich angehoben und nimmt damit eine Rezession in Kauf, um die Inflation mittelfristig zum Ziel von 2 % zurückzuführen. Dieser geldpolitische Kurs trübt den Glanz des US-Dollar. Der Euro dagegen profitiert von den umfangreichen Leitzinserhöhungen der EZB, die die Zinsdifferenz zu den USA verringern, sowie vom gesunkenen Risiko einer Gasmanngelage. Letzteres hat den Wachstumsausblick für Euroland deutlich verbessert. Diese Vorgaben sprechen für einen zunehmend stärkeren Euro.

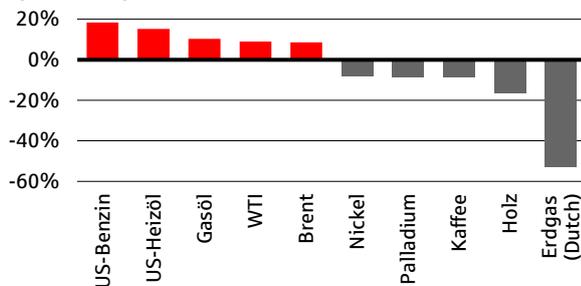
## Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2018 = 100)



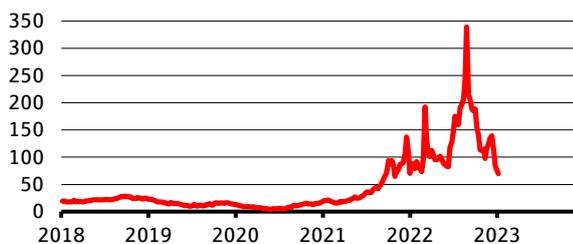
Quellen: Bloomberg, DekaBank

Tops und Flops der letzten vier Wochen\*



\* Veränderungsrate in %; Quellen: Bloomberg, DekaBank

Europäischer Gaspreis\* (Dutch TTF)



\* Einheit: EUR/MWh

Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Rohstoffe	11.01.2023	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	38,2	-8,0	13,8
BCOM Industriemet.	170,2	0,2	-3,9
BCOM Edelmetalle	218,3	2,6	0,6
BCOM Agrar	66,4	0,6	7,1

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Im Fokus

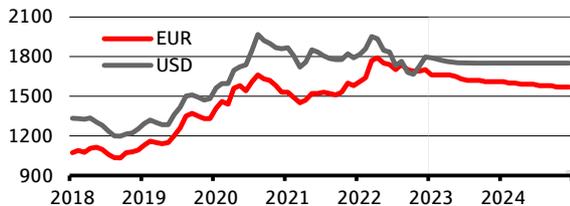
Die seit rund einem halben Jahr zu beobachtende Abwärtstendenz an den Rohstoffmärkten hat auch um den Jahreswechsel angehalten. Insbesondere Anfang 2023 ging es bei den Energie- und den Agrarrohstoffpreisen zunächst beschleunigt nach unten. Die Metallnotierungen konnten sich relativ stabil halten. Die Weltkonjunktur entwickelt sich im Winterhalbjahr bislang nicht ganz so schwach, wie vielfach erwartet worden war. Zugleich geht die Inflationsdynamik zurück, allen voran in den USA. Das führt zu nachlassenden Zinssteigerungserwartungen und damit auch zu weniger Rezessionsorgen, was preisstabilisierend an den Rohstoffmärkten wirken kann. Für dynamische und breit angelegte Rohstoffpreisanstiege dürfte dieses Umfeld in absehbarer Zeit allerdings nicht sorgen. Zumal das Preisniveau trotz der Rückgänge in den vergangenen Monaten im Vergleich zum Vor-Corona-Niveau vielfach noch immer recht hoch ist. Die Situation bezüglich der deutschen Erdgasversorgung hat sich zuletzt merklich entspannt, und auch der europäische Großhandelspreis ist spürbar gesunken. Die deutschen Gaslager starteten dank der milden Witterung mit einem erfreulich hohen Füllstand von rund 90 % ins neue Jahr. Somit hat die Wahrscheinlichkeit einer Gasmangellage in diesem Winter stark abgenommen. In Bezug auf 2023/24 bedeutet dies jedoch keine Entwarnung.

### Perspektiven

Das nachlassende Wachstum, die hohe Inflation, die geldpolitische Straffung sowie die europäische Energiekrise bleiben zunächst die dominierenden Themen. In den USA und Europa wird für das Winterhalbjahr 2022/23 mit einer wirtschaftlichen Schwächephase gerechnet. Das chinesische Wachstum dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit schwach bleiben. Das neue globale Gleichgewicht dürfte längerfristig stärkere regionale Produktionsmuster und eine langfristige wirtschaftliche Abkopplung Russlands vom Westen beinhalten. Die Weltwirtschaft wird sich in den kommenden Jahren auf einem flachen Wachstumspfad bewegen. Somit ist insgesamt mit einer nur moderaten Entwicklung der globalen Rohstoffnachfrage zu rechnen. Dies gilt insbesondere für konjunktursensible Rohstoffbereiche wie die Industriemetalle. Der Umbau hin zu mehr nachhaltigem Wirtschaften dürfte die Energiepreise strukturell erhöhen. Die Edelmetalle werden im Prognosezeitraum durch die Geldpolitik keine Unterstützung mehr erfahren, allerdings bleibt die geopolitische Risikoprämie wohl für eine längere Zeit erhöht. Grundsätzlich gilt es zu beachten, dass bei Rohstoffanlagen jederzeit starke Wertschwankungen auftreten können.

# Rohstoffe: Gold

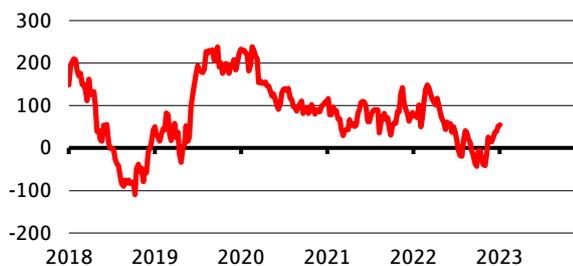
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Gold in Euro			-0,26%	2,73%	21,23%	14,29%	3,60%	6,16%
Gold in USD			13,68%	-2,14%	18,87%	24,42%	-3,51%	-0,13%

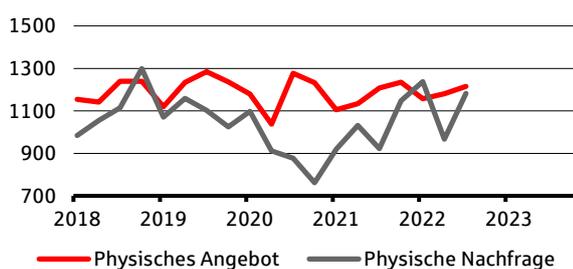
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten\*



\* Anzahl der Long-Positionen abzüglich der Short-Positionen im Bereich „Managed Money“, in Tsd. Kontrakten. Quellen: CFTC, Bloomberg, DekaBank

Physisches Angebot und Nachfrage\*



\* in Tonnen; Quellen: World Gold Council, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Edelmetalle	11.01.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1748,30	1705	1602
Gold (USD je Feinunze)	1878,90	1798	1819
Silber (EUR je Feinunze)	21,85	22	20
Silber (USD je Feinunze)	23,48	24	23
<b>Prognose DekaBank</b>	<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
Gold (EUR je Feinunze)	1660	1620	1610
Gold (USD je Feinunze)	1760	1750	1750

Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

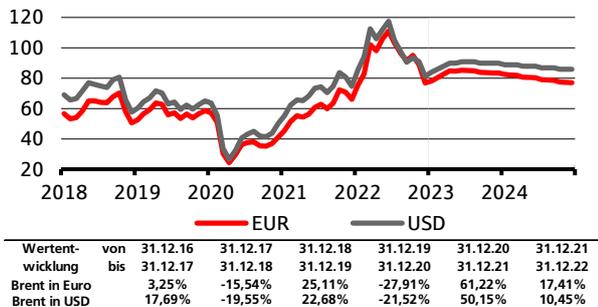
Der Goldpreis ist im Lauf der vergangenen Wochen spürbar angestiegen. Bei der US-Inflationsentwicklung zeichnet sich eine merkliche Entspannung ab, was die Zinserhöhungserwartungen für die US-Notenbank Fed dämpft und damit dem Goldpreis Unterstützung verleiht. Die Finanzmärkte preisen sogar schon Leitzinssenkungen für die Fed in der zweiten Jahreshälfte dieses Jahres ein. Die US-Notenbank selber sendet solche Signale nicht, und auch wir erwarten erst im kommenden Jahr die Kehrtwende hin zu fallenden US-Leitzinsen. Daher sehen wir für den weiteren Verlauf dieses Jahres kein nennenswertes Aufwärtspotenzial für die Goldnotierung. So ähnlich denken auch viele Goldinvestoren, die offenbar Anlagealternativen zu Gold finden. Denn die Bestände von goldbesicherten Wertpapieren fallen global weiter und setzen somit ihren seit Mai 2022 anhaltenden Abwärtstrend fort.

## Perspektiven

Die hohen Inflationsraten sorgen dafür, dass die großen Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel spürbar straffen. Die US-Notenbank Fed und die EZB werden im Prognosezeitraum ihre Leitzinserhöhungen beenden, und das Zinsniveau wird voraussichtlich auf moderat höherem Niveau verharren. Die geldpolitische Straffung wurde an den Märkten größtenteils eingepreist, bezogen auf die US spiegeln die Märkte sogar schon Zinssenkungserwartungen wider. Im Prognosezeitraum sind seitens der Geldpolitik keine weiteren eindeutigen Auswirkungen mehr auf den Goldpreis zu erwarten. Die Belastungen von dieser Seite werden auslaufen, aber zugleich erscheint eine Preisstütze in Form von starken Zinsrückgängen bislang eher unwahrscheinlich. Die risikolosen Zinsen, also die Opportunitätskosten der zinslosen Goldhaltung, bleiben im Prognosezeitraum auf vergleichsweise moderaten Niveaus. Preisstützend wirkt, dass die geopolitische Risikoprämie, die der Krieg Russlands gegen die Ukraine nach sich zieht, längere Zeit erhalten bleibt. Aus alledem lässt sich kein stark ausgeprägter und eindeutiger Trend für den Goldpreis ableiten. Im Zuge der geopolitischen Anpassungen und der Rückkehr zum neuen, höheren Zinsniveau dürfte sich der Goldpreis in einem neuen Gleichgewicht einpendeln.

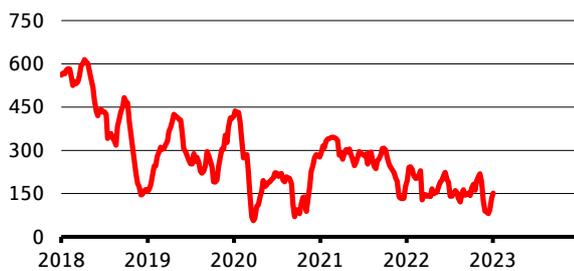
# Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



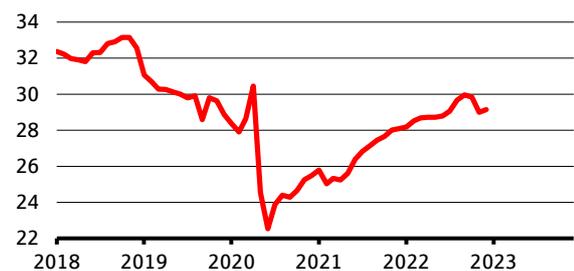
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettositionierung\* der Spekulanten



\* Anzahl der Long-Positionen abzüglich der Short-Positionen im Bereich „Managed Money“, in Tsd. Kontrakten. Quellen: CFTC, ICE, LME, Bloomberg, DekaBank

OPEC Produktion (Mio. Barrels pro Tag)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Rohöl (Preis je Barrel)	11.01.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	76,9	72,2	73,7
Brent (USD)	82,7	76,1	83,7
WTI (USD)	77,4	71,0	81,2
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	85	85	82
Brent (USD)	90	91	89
WTI (USD)	86	87	85

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Im Fokus

Die Ölpreise sind rund um den Jahreswechsel spürbar gefallen. Seit Dezember greifen das europäische Embargo für russisches Öl auf dem Seeweg sowie der Ölpreisdeckel der EU und der G7-Staaten in Höhe von 60 US-Dollar je Barrel. Ab Februar tritt auch das europäische Embargo für russische Ölprodukte in Kraft. Zudem hat Russland ab Februar einen Öl-Exportstopp in diejenigen Länder verhängt, die sich am Ölpreisdeckel beteiligen. Konjunkturell offenbart das fortschreitende Winterhalbjahr eine viel robustere Entwicklung, als vielfach erwartet worden war. Entsprechend erstarkte die weltweite Ölnachfrage zum Jahresende wieder moderat. Das Ölangebot hinkte zuletzt etwas hinterher. So gesehen erscheint uns die jüngste Verbilligung von Rohöl etwas überzogen, und wir gehen nicht davon aus, dass die Ölpreise im weiteren Jahresverlauf unter 80 US-Dollar je Barrel verharren werden.

## Perspektiven

Die hohe Inflation und die dadurch ausgelöste geldpolitische Straffung der Notenbanken haben die Konjunktur abgebremst. In den USA belastet vor allem die Geldpolitik das Wachstum, in Europa ist es vielmehr die Energiekrise. In der Folge durchlaufen diese beiden Wirtschaftsräume im Winterhalbjahr 2022/23 in eine wirtschaftliche Schwächephase, die deren Ölnachfrage dämpft. Auch Chinas Wirtschaft wächst im Prognosezeitraum aufgrund anhaltender inländischer Probleme nur unterdurchschnittlich. Die Länder der OPEC+ werden als Reaktion auf die schwache Ölnachfrage ihre Rohölförderung weiter zurückfahren, um ein Überangebot am globalen Ölmarkt zu verhindern und um sich gegen weitere Preisrückgänge zu stemmen. Aufgrund der Sanktionen im Zuge des Angriffs Russlands auf die Ukraine leitet Russland verstärkt seine Öllieferungen in Richtung Asien um. Perspektivisch spielt die globale Absichtserklärung, bis 2050 die Netto-Emissionen von Kohlendioxid auf Null zu senken, für den Rohölmarkt eine wichtige Rolle. Investitionen in fossile Angebotskapazitäten werden reduziert. Allerdings ist fraglich, ob die Nachfrage in entsprechendem Tempo auf alternative Energiequellen umgestellt werden kann. Dies erhöht mittelfristig die Aufwärtsrisiken beim Ölpreis. Hinsichtlich der Nachhaltigkeit hätten höhere Ölpreise eine wünschenswerte Lenkungswirkung, sofern in der Folge regenerative Energieträger stärker zum Zuge kämen. Langfristig wird Rohöl an Bedeutung für die Weltwirtschaft verlieren und dürfte damit im Preis nachgeben.

## Szenarien

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken werden Leitzinsen erhöhen, bis Rückgang der Inflationsraten hinreichend weit vorangeschritten und mithin gesichert ist. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft findet nach der Schwächephase im Winterhalbjahr 2022/23 zurück auf den Wachstumspfad.
- Wegen weiterhin zu hoher Inflation und wegen deutlich gestiegener Zinsen werden Geld- und Finanzpolitik bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher.
- Für Europa und die USA sind bis 2024 schwaches Wachstum und zu hohe Inflationsraten zu erwarten.
- In China begrenzen anhaltende Probleme mit Corona-Infektionswellen, verstärkte staatliche Regulierung und Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich zunächst seitwärts mit hohen Schwankungen. Mittelfristig profitieren sie von globalem Wachstum und dem Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell niedriger als Inflationsraten bleiben. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 25 %)

- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen zu anhaltend höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer extrem restriktiven Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst in Verbindung mit den spürbar gestiegenen Zinsen regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland einem erneuten Infragestellen der Währungsunion.
- Dauerhafte ausgeprägte Wachstumsschwäche in China.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 5 %)

- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen zügig auf neutrale Niveaus zurücknehmen.
- Einfrieren des Russland-Ukraine-Konflikts führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu deutlichen Aktienkursanstiegen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

**Redaktionsschluss:** 12.01.2023 (7 Uhr)

**Nächste Ausgabe:** 10.02.2023

**Herausgeber:**

Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater:

Tel. (0 69) 71 47 - 23 81

E-Mail: ulrich.kater@deka.de

**Impressum:**

<https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

**Disclaimer:**

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank 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. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber 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 die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. 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. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



**DekaBank**  
**Deutsche Girozentrale**  
Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 0  
Telefax: (0 69) 71 47 - 19  
[www.deka.de](http://www.deka.de)

**Überreicht durch:**

Sparkasse Fulda  
Buttermarkt 2-6  
36037 Fulda  
Tel.: (06 61) 8 57 - 28888  
[www.sparkasse-fulda.de](http://www.sparkasse-fulda.de)