

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

April 2023

Stressbewältigung.



Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

die historische geldpolitische Kehrtwende der Notenbanken im vergangenen Jahr galt der Bekämpfung inflationärer Prozesse. Die Inflationsraten lagen teilweise im zweistelligen

Bereich. Dies war nicht hinnehmbar, sodass geldpolitisch kräftig auf die Bremse getreten wurde, um die Inflationsraten möglichst rasch in Richtung der Zielwerte der Notenbanken von 2 % zurückzudrängen. Die Notenbanken kommunizierten klar, dass sie bereit und willens seien, die geldpolitischen Zügel anzuziehen, auch um den Preis spürbarer konjunktureller Belastungen bis hin zu einer Rezession. Auf die vormals außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen folgte mithin Stress durch höhere Zinsen. Denn höhere Zinsen dämpfen die Kreditvergabe, erschweren den Schuldendienst und sie belasten die Kurse von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren.

Die verschiedenen Wirkungskanäle einer geldpolitischen Straffung sind theoretisch bekannt und haben sich in der Vergangenheit regelmäßig auch in der Praxis eingestellt. Nun hat sich die Weltwirtschaft bislang recht resilient gezeigt, und die mancherorts befürchtete Insolvenzwelle ist ausgeblieben. Dennoch war die Wahrscheinlichkeit hoch, dass es für den Finanzmarkt und den Bankensektor noch Stress geben würde. Die Schnelligkeit und Vehemenz der monetären Straffung bringt erhebliche Herausforderungen im Hinblick auf deren Verarbeitung in den Bilanzen und Geschäftsmodellen der Finanzinstitute. Dass die Stressbewältigung nicht allen Banken gleich gut gelingen würde, war grundsätzlich klar. Seit im März in den USA die Silicon Valley Bank in Schieflage geriet und in der Schweiz die Credit Suisse in Windeseile übernommen werden musste, wurden schlagartig Erinnerungen an die Finanzmarktkrise nach der Lehman-Pleite im Herbst 2008 wach. Entsprechend gaben die Aktienkurse nach,

und die Kapitalmarktrenditen fielen spürbar. Doch die Situation hat sich schnell beruhigt. Die Finanzmarktteilnehmer vertrauen darauf, dass die Notenbanken bei ihren Zinserhöhungen mit Bedacht vorgehen und dass sie im Notfall gemeinsam mit den Aufsichtsbehörden zügig Lösungen finden. Natürlich kann es durchaus noch bei einzelnen Instituten zu Problemen kommen. Doch die Perspektive einer insgesamt gelingenden Stressbewältigung sowohl in der Konjunktur als auch an den Finanzmärkten ist realistisch.

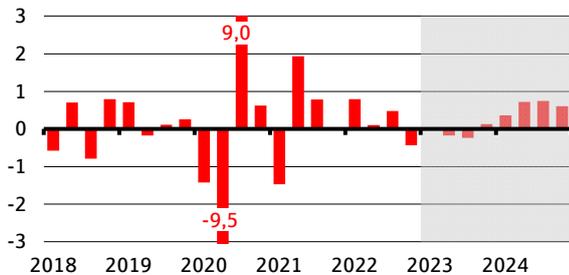
Nachdem die deutsche und die US-Wirtschaft recht gut über den Winter gekommen sind, dürften sich nun allerdings die Belastungen in der Kreditvergabe noch etwas stärker auswirken, sodass leichte Rückgänge des Bruttoinlandsprodukts anstehen. Diese konjunkturelle Enttäuschung und die noch weiter straffende Geldpolitik mögen kurzzeitig Spuren an den Börsen hinterlassen. Entscheidend wird sein, dass die Notenbanken bei der Inflationbekämpfung Erfolg haben und damit den Weg bereiten für eine Erholung der Konjunktur wie auch der Kapitalmärkte.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

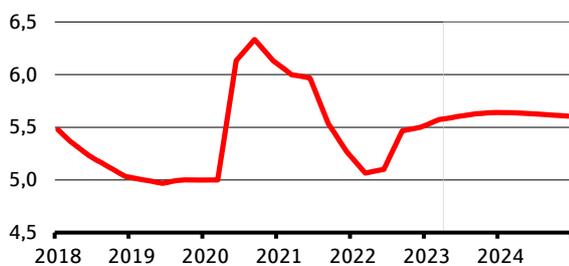
Konjunktur Deutschland

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	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,8	-0,4	1,3
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,3	5,6	5,6
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,7	6,6	3,0
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,3	-2,8	-1,5
Schuldenstand des Staates*	67,4	65,4	64,1
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	5,0	6,3
	Jan 23	Feb 23	Mrz 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	9,2	9,3	7,8
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,5	5,5	5,6
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	47,3	46,3	44,7
ifo Geschäftsklima (Punkte)	90,2	91,1	93,3

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

Im Fokus

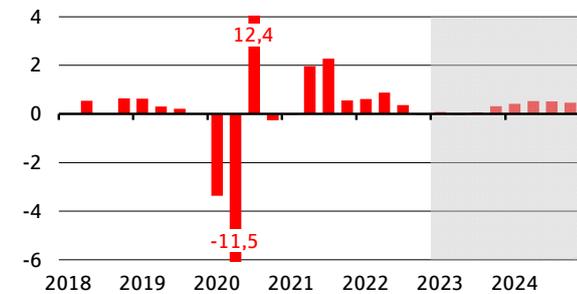
Manchmal kann sich ein Konjunkturmodell sehr schnell drehen. Die sehr schwachen Dezemberindikatoren wurden massiv – teilweise um mehrere Prozentpunkte – nach oben revidiert. Dazu brachte der Januar einen positiven Rückprall, sodass wir das erste Quartal spürbar nach oben revidiert haben. Dass unterm Strich dennoch eine leichte Abwärtsrevision des Bruttoinlandsprodukts für dieses und das kommende Jahr steht, ist darauf zurückzuführen, dass wir nach den jüngsten Problemen im Bankensektor eine restriktivere Kreditvergabe der Banken erwarten.

Perspektiven

Erstmals seit sehr langer Zeit ist die Inflation wieder das wirtschaftliche Problem Nummer Eins geworden. 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 aus dem Russland-Ukraine-Krieg resultierende 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 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. der langfristig normalen „Reisegeschwindigkeit“ der Volkswirtschaft. Laut aktuellen Schätzungen liegt das Potenzialwachstum hierzulande inzwischen bei rund ¾ % und ist damit nur noch halb so hoch wie 2017.

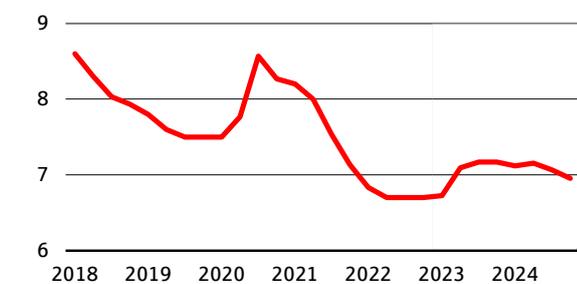
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



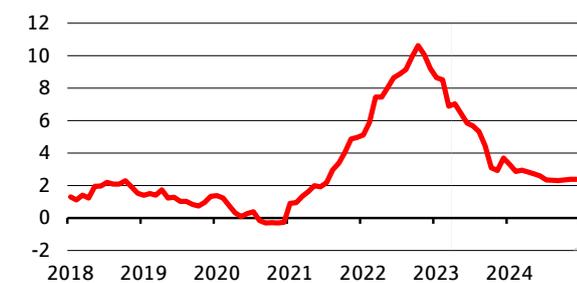
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, EU-Definition)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Euroland	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	3,5	0,4	1,5
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,4	5,7	2,6
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
	Jan 23	Feb 23	Mrz 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,6	8,5	6,9
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,6	6,6	
Economic Sentiment (Punkte)	99,7	99,6	99,3

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts;
Quellen: Eurostat, Markit, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

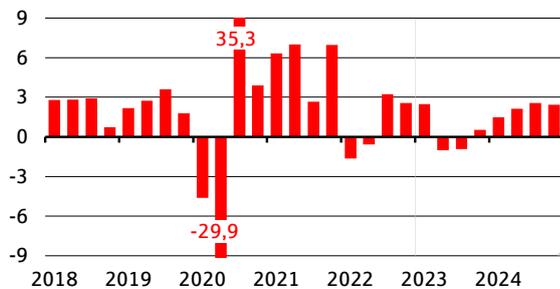
Die Stimmungsindikatoren deuten auf eine Stagnation der Wirtschaftsleistung in Euroland im ersten Quartal 2023 hin. Die Unsicherheit bezüglich der konjunkturellen Entwicklung bleibt hoch. Zwar ist eine Gasmangellage unwahrscheinlicher geworden, aber insbesondere mit Blick auf die jüngsten Turbulenzen im europäischen und US-Bankensystem sind die Risiken für den wirtschaftlichen Ausblick hoch. Der europäische Arbeitsmarkt zeigt sich von der schwachen Konjunkturdynamik in den vergangenen drei Quartalen bislang unbeeindruckt. Die Arbeitslosenquote verharrte mit 6,6 % im Februar auf dem Allzeittief. In den vier großen EWU-Ländern lagen die Arbeitslosenquoten im Bereich von 2,9 % in Deutschland bis 12,8 % in Spanien. Dazwischen befanden sich die Arbeitslosenquoten aus Frankreich (7,0 %) und Italien (8,0 %).

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 (EZB) 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 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 der EWU-Staaten. Dennoch bleibt der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen noch weit.

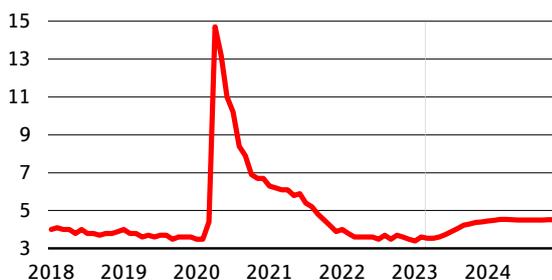
Konjunktur USA

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



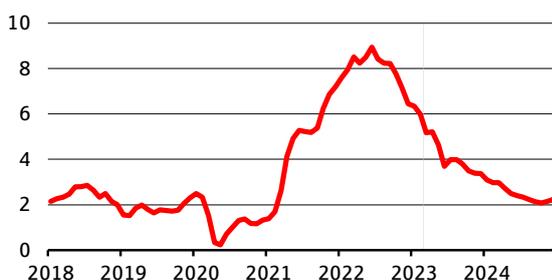
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

USA	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorj.)	2,1	1,2	1,2
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	4,4	2,5
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,2	-5,0	-4,5
Schuldenstand des Staates*	120,7	120,4	121,0
Leistungsbilanzsaldo*	-3,7	-3,0	-3,0
	Jan 23	Feb 23	Mrz 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	6,4	6,0	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,4	3,6	
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	47,4	47,7	46,3
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	106,0	103,4	104,2

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

Im Fokus

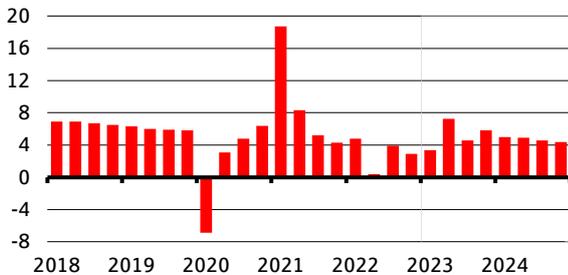
Mit Blick auf die bislang vorliegenden Daten scheint sich die US-Wirtschaft auch im ersten Quartal stärker als ursprünglich erwartet entwickelt zu haben. Durch die Pleite der Silicon Valley Bank dürfte die Kreditvergabe der Banken noch weiter gebremst werden, sodass wir eine Abwärtskorrektur unseres Wachstumsausblicks für das Sommerhalbjahr vorgenommen haben. Für beide Quartale rechnen wir nun mit einer Schrumpfung. Von der von uns erwarteten Rezession gehen allerdings nur marginale deflationäre Impulse aus, sodass die Inflation weiterhin nur zögerlich sinkt und die Zentralbank erst im kommenden Jahr mit der Leitzinswende beginnen kann.

Perspektiven

Die US-Notenbank Fed hat ihr Leitzinsintervall weiter in den restriktiven Bereich angehoben. 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 zu hohen Niveau. In Kombination mit dem zu hohen Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt wären die mittelfristigen Inflationsrisiken ohne eine restriktive Geldpolitik enorm, 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. Immerhin ist die Inflationsrate seit Herbst vergangenen Jahres auf dem Rückmarsch, sodass 2023 vermutlich die mittelfristigen Inflationsrisiken weiter abnehmen werden und im Frühjahr 2024 eine Senkung der Leitzinsen erfolgen kann. Aufgrund der Erwartung einer nur milden Rezession dürfte die Zentralbank geldpolitisch nicht so schnell wieder in den expansiven Bereich zurückkehren können. Dies bedeutet, dass der anschließende Aufschwung vergleichsweise geringe Wachstumsraten aufweisen wird. Die jüngsten Entwicklungen im Bankensystem sind Begleiterscheinungen der bisherigen geldpolitischen Straffung und verstärken deren bremsenden Wirkung.

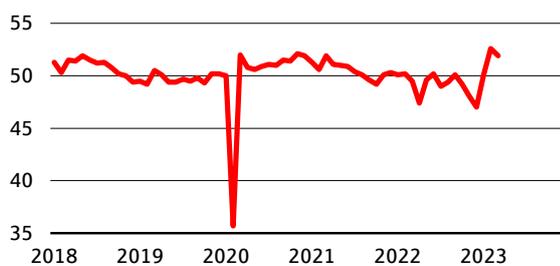
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



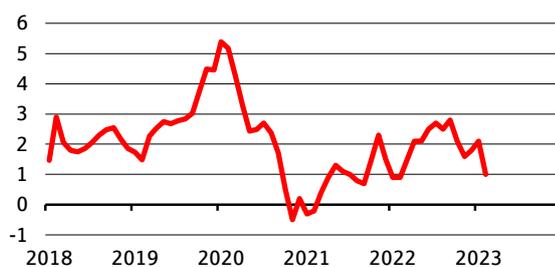
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

China	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	3,0	5,3	4,7
Finanzierungssaldo*	-8,9	-7,2	-7,5
Schuldenstandsquote*	76,9	84,1	89,8
Leistungsbilanzsaldo*	2,3	1,9	1,9
	Jan 23	Feb 23	Mrz 23
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2,1	1,0	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	1,3	2,4	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	50,1	52,6	51,9

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Quellen: EIU, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

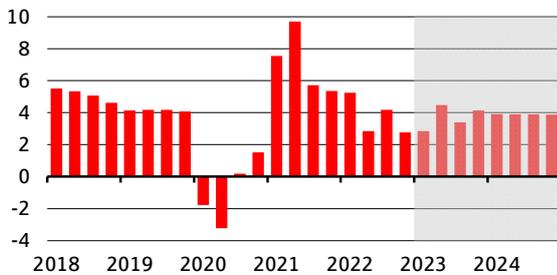
Die eindeutigsten Belege für die Erholung der chinesischen Wirtschaft liefern bislang die Einkaufsmanagerindizes, während die „harten Daten“ für die ersten zwei Monate des Jahres gemischt ausfielen. In jedem Fall erholt sich die Nachfrage nach Dienstleistungen stärker als die nach verarbeiteten Gütern. Die Regierung will, dass China vor allem im Technologiebereich möglichst schnell von Importen unabhängig wird, und fördert hier Investitionen besonders stark. Gleichzeitig wird der Ton gegenüber den USA rauer und der Besuch Xi Jinpings bei Putin unterstreicht die enge Verbindung zwischen China und Russland. Waffenlieferungen Chinas an Russland würden aber wohl erst dann wahrscheinlicher werden, wenn Russland in der Ukraine eine vollständige militärische Niederlage drohte, wofür es gegenwärtig keine Anzeichen gibt. Einer möglichen chinesischen Friedensinitiative räumen wir keine großen Erfolgchancen ein.

Perspektiven

Die chinesische Wirtschaft wird noch einige Monate von der Aufhebung der Corona-Restriktionen gestützt werden. Von der Lockerung wird vor allem der Dienstleistungssektor profitieren. Der Immobilienmarkt leidet dagegen weiterhin 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. Auch Waffenlieferungen Chinas an Russland hätten Sanktionen des Westens zur Folge. 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 für eine Abwertung des Renminbis.

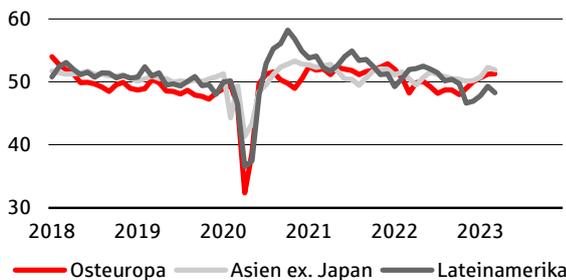
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



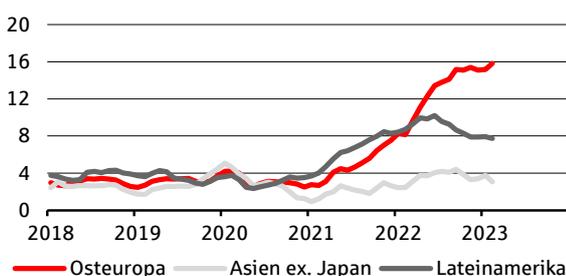
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

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

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

Die erzwungene Übernahme der Credit Suisse durch die UBS sowie zuvor der Kollaps der Silicon Valley Bank sind Hinweise auf Anfälligkeiten im globalen Finanzsystem. Die gestiegene Unsicherheit dürfte vor allem in den Industrieländern zu einer Verschärfung der Kreditvergabebedingungen führen und damit auf dem Wirtschaftsausblick lasten. Bislang ist jedoch nicht erkennbar, dass der Finanzmarktstress auch in den Schwellenländern merklich gestiegen ist, weshalb wir unsere BIP-Prognosen weitgehend unverändert gelassen haben. Die Erholung in China setzt sich fort, doch schlägt sich dies noch nicht in einer Belebung des Außenhandels nieder. Der Besuch des chinesischen Präsidenten Xi Jinping in Russland hat keine Friedensperspektive für die Ukraine eröffnet, sondern die Wahrnehmung verstärkt, dass China an der Seite Russlands steht.

Perspektiven

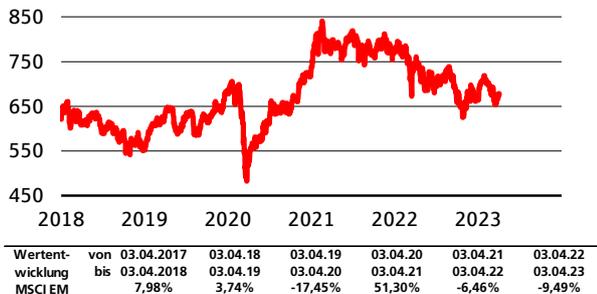
Die restriktive Geldpolitik und die Schwäche des Welt Handels dürften dazu führen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern in den kommenden Quartalen unterdurchschnittlich entwickelt. In Asien dürften die Wirtschaftswachstumsraten dabei erneut deutlich höher liegen als in anderen Regionen. Da 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 vor allem Europa noch für einige Zeit 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. Die jüngsten Verspannungen in den Finanzsystemen der Industrieländer könnten auf die Schwellenländer ausstrahlen.

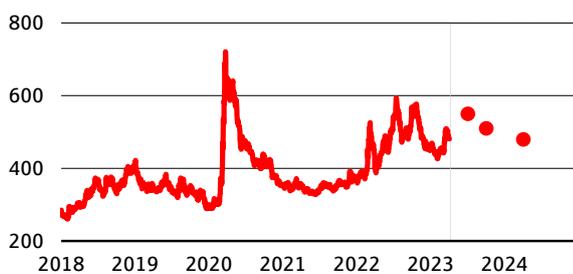
Em. Markets-Märkte

Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



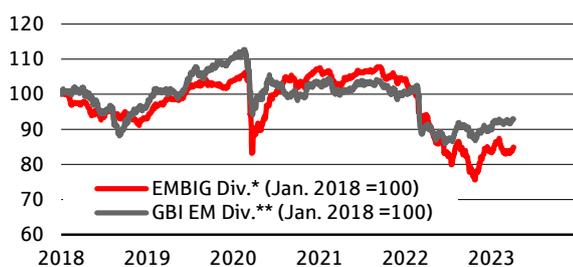
Quellen: MSCI, DekaBank

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)	03.04.2023	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	676	-2,2	1,9	-9,5
EMBIG Div* Performanceind.	404	1,6	1,8	-9,2
GBI EM Div** Perform.-ind.	235	0,6	3,4	2,0
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	435	2,2	0,7	-7,4
MSCI World Total Return	459	-0,8	6,2	-5,0
Prognose DekaBank				
		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	481	550	510	480

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.

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

Im Fokus

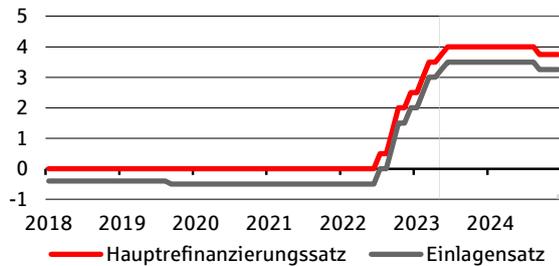
EM-Anleihen wurden in den vergangenen Wochen vom globalen Trend zu sinkenden Renditen gestützt, wobei sich die Risikoaufschläge von Hartwährungsanleihen ausgeweitet haben. EM-Aktien entwickelten sich vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Spannungen schwach. Der Stress in den Bankensystemen der USA und der Schweiz hat bislang nicht zu einer Flucht aus Schwellenländeranlagen geführt. Die kommenden Monate dürften dennoch schwierig bleiben. Die großen Zentralbanken zeigen sich entschlossen, die Geldpolitik so lange restriktiv auszurichten, bis der Preisdruck merklich nachgelassen hat. Sie dürften daher auf die zu erwartenden schwächeren Wirtschaftsdaten zunächst nicht so reagieren, wie sich die Kapitalmärkte dies erhoffen. Dies spricht für weiteres Rückschlagspotenzial bei Aktien und moderate Spreadausweitungen bei Hartwährungsanleihen. Zinssenkungen in der Breite sind zwar in den kommenden sechs Monaten nach unserer Einschätzung unwahrscheinlich, doch der Zinsanhebungszyklus ist weitgehend abgeschlossen, wovon vor allem die Rentensegmente in der zweiten Jahreshälfte profitieren dürften.

Perspektiven

Der geldpolitische Ausblick für die US-Notenbank dürfte bis auf weiteres der entscheidende Einflussfaktor sein. Wir erwarten, dass die Fed ihren Zinsanhebungszyklus im Mai 2023 beenden und im März 2024 die Zinsen erstmals wieder senken wird. Zwar schwanken die Erwartungen für den Beginn der Zinswende in den USA gegenwärtig erheblich, doch dürfte die Überzeugung, dass es spätestens 2024 dazu kommen wird, erneute Renditeanstiege begrenzen. Im laufenden und kommenden Jahr dürften das hohe Renditeniveau und die Aussicht auf eine geldpolitische Lockerung bei gleichzeitig allmählicher Erholung der Konjunktur für ein konstruktives Umfeld für Renten und Aktien 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 ebenso wie mögliche Waffenlieferungen Chinas an Russland als Risikofaktor in Betracht gezogen werden.

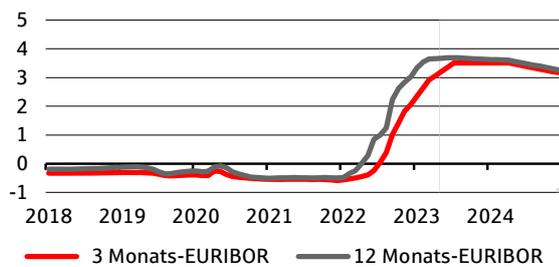
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



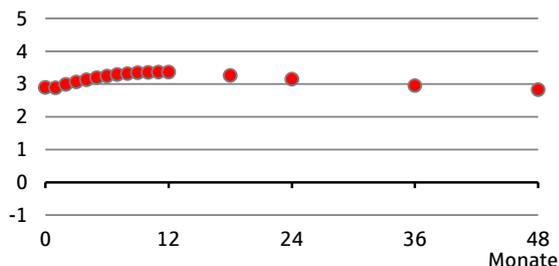
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

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.)	03.04.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	3,50	3,00	0,00
3 Monats-EURIBOR	3,05	2,85	-0,46
12 Monats-EURIBOR	3,65	3,83	-0,09
EURIBOR-Future, Dez. 2023	3,50	3,99	1,35
EURIBOR-Future, Dez. 2024	2,89	3,41	1,34
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,00	4,00	4,00
3 Monats-EURIBOR	3,50	3,50	3,50
12 Monats-EURIBOR	3,70	3,65	3,60

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

Im Fokus

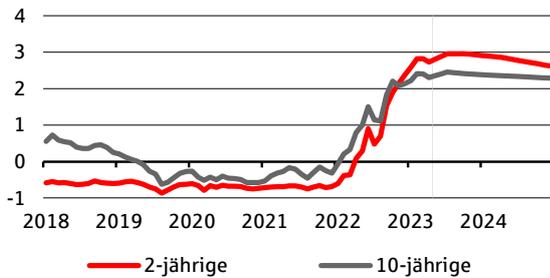
Kurz nach Ausbruch der Unruhe im globalen Bankensystem hat die EZB die Leitzinsen nochmals um 50 Basispunkte angehoben. Ihr weiteres Vorgehen macht sie jedoch von den sich entwickelnden Umständen abhängig. Sie signalisiert dabei eine hohe Bereitschaft, finanziellen Verwerfungen mit der Bereitstellung zusätzlicher Liquidität entgegenzuwirken. Wegen der Inflation will sie auf Leitzinserhöhungen jedoch nur verzichten, falls die Probleme im Bankensektor auf die Realwirtschaft ausstrahlen. Da wir mit einem mäßigen, aber zumindest positiven Wirtschaftswachstum rechnen, gehen wir davon aus, dass die EZB die Anhebung der Leitzinsen fortsetzen wird. Wegen der erhöhten Unsicherheit dürfte sie jedoch vorsichtiger vorgehen, mit kleineren Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten im Mai und Juni. Bei einem weiterhin langsamen Abbau der Wertpapierbestände des APP und möglicherweise neuen langfristigen Refinanzierungsgeschäften dürften die Überschussreserven noch für einige Zeit hoch genug bleiben, um die €STR- und EURIBOR-Sätze an den Einlagensatz zu koppeln.

Perspektiven

Der Rückgang der Inflation in den vergangenen Monaten ging in erster Linie von gesunkenen Energiepreisen aus. Zwar verbessert sich dadurch auch der mittelfristige Inflationsausblick. Dennoch ist noch für längere Zeit mit Raten deutlich über dem Inflationsziel von 2 % zu rechnen, vor allem aufgrund stark steigender Löhne. Trotz der Probleme im Bankensystem sieht die EZB daher wenig Spielraum, auf eine weitere Anhebung der Leitzinsen zu verzichten. Sie dürfte den Einlagensatz bis zu ihrer Sitzung im Juni auf 3,50 % erhöhen und anschließend dort belassen, bis der allgemeine Trend von Löhnen und Preisen erkennbar nachgelassen hat. Maßnahmen zum Schutz der finanziellen Stabilität dürften sich eher in einem langsameren Bilanzabbau der EZB niederschlagen. Falls die Rückzahlungen der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III zu Marktverwerfungen führen sollten, könnte die EZB neue Langfristender anbieten, die aber vermutlich etwas kürzere Laufzeiten und eine Verzinsung oberhalb des Einlagensatzes aufweisen würden. Zudem ist in nächster Zeit nicht damit zu rechnen, dass die EZB den Abbau der Wertpapierbestände des APP von 15 Mrd. Euro pro Monat signifikant beschleunigen wird. Da sie zudem bis Ende nächsten Jahres Rückflüsse aus dem Wertpapierkaufprogramm PEPP wiederanlegen will, dürften die Überschussreserven der Banken vorerst nicht stark genug abnehmen, um einen signifikanten Effekt auf die Geldmarktsätze hervorzurufen.

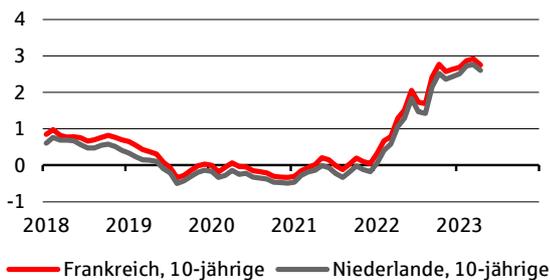
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



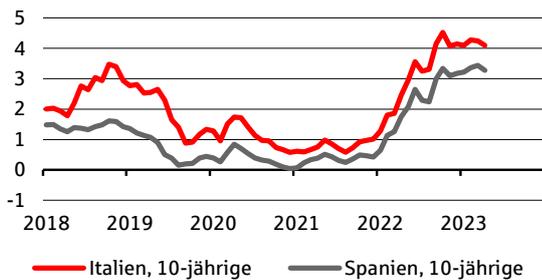
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	03.04.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	2,67	3,21	-0,07
Deutschland 10J	2,26	2,72	0,56
Frankreich 10J	2,76	3,20	1,02
Italien 10J	4,10	4,53	2,09
Spanien 10J	3,28	3,66	1,47
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	2,95	2,95	2,85
Deutschland 10J	2,45	2,40	2,35

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

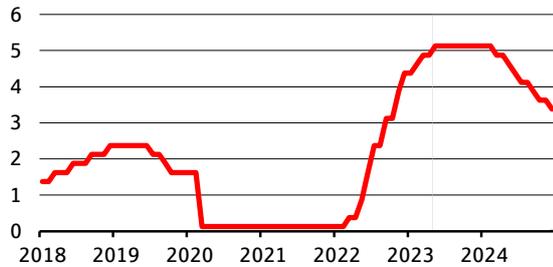
Die Besorgnis über die Stabilität des globalen Bankensystems hat Marktteilnehmer im Euroraum bewegt, von geringeren Leitzinserhöhungen und früher beginnenden Leitzinssenkungen der EZB auszugehen. Folglich waren die Auswirkungen auf das kurze Ende der Bundkurve stärker und ihre Inversion bildete sich etwas zurück. In den kommenden Monaten ist mit einer entgegengesetzten Bewegung zu rechnen, sofern eine Eskalation der Banken-Probleme ausbleibt und die EZB ihre Leitzinserhöhungen fortsetzt. Dennoch sollten die Renditen von Bundesanleihen nicht wieder die Niveaus von Anfang März erreichen, solange die Unsicherheit über die Stabilität der Banken fortbesteht. Umgekehrt würden stärkere Renditerückgänge in den längeren Laufzeitbereichen Rezessionsängste und dadurch sinkende Inflationserwartungen voraussetzen.

Perspektiven

Die hohe Inflation auf der einen Seite und die Verwerfungen im Bankensystem auf der anderen Seite stellen die EZB vor schwierige Herausforderungen. Die Unsicherheit über ihre Geldpolitik hat daher zugenommen und Marktteilnehmer haben ihre Leitzinserwartungen nach unten korrigiert. Dies spiegelt sich auch in einer etwas weniger starken Inversion der Bundkurve wider. Grundsätzlich sollte sie jedoch einen inversen Verlauf beibehalten, bis konkrete Aussicht auf zeitnahe Leitzinssenkungen besteht. Solange die Probleme im Bankensektor nicht eskalieren, rechnen wir hiermit jedoch erst in der zweiten Hälfte kommenden Jahres. Zwar tragen die wieder gesunkenen Energiepreise zum Rückgang der Inflation bei. Aufgrund des erhöhten Lohndrucks sind jedoch vorerst keine Raten nahe 2 % zu erwarten. Auch die nur langsame Reduktion der Wertpapierbestände des APP trägt zur Inversion der Bundkurve bei. Die EZB ist besorgt wegen einer möglichen Ausweitung der Spreads der Peripherieländer und einer deshalb uneinheitlichen Transmission der Geldpolitik. Sie lässt das APP-Portfolio daher mit einem nur geringen Tempo von 15 Mrd. Euro pro Monat abschmelzen und wird dieses wahrscheinlich auch später nicht drastisch steigern. Von den hohen Neuemissionen sollten ebenfalls nur geringe Belastungen ausgehen, da die Nachfrage nach langlaufenden Staatsanleihen relativ zinselastisch ist. Auf die Rentenmärkte dürfte sich die expansive Fiskalpolitik eher in der Weise auswirken, dass sie die Persistenz des Preisauftriebs verstärkt und dadurch ein längeres Festhalten an der restriktiven Geldpolitik erforderlich macht.

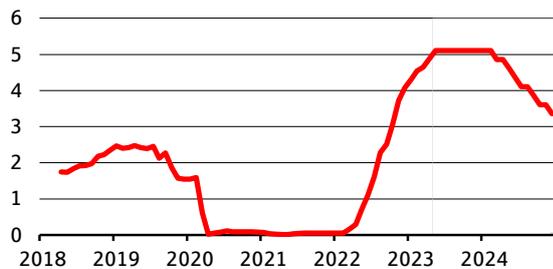
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



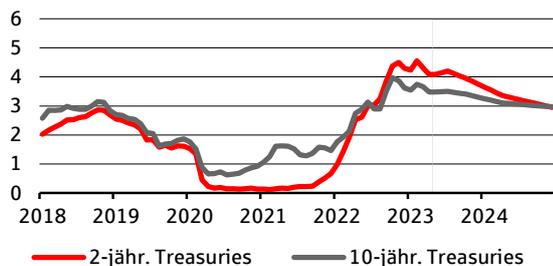
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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.)	03.04.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	4,75-5,00	4,50-4,75	0,25-0,50
Overnight-Zinsen (SOFR)	4,87	4,55	0,30
Renditen 2-j. Treasuries	3,96	4,86	2,46
Renditen 10-j. Treasuries	3,41	3,95	2,38
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	5,00-5,25	5,00-5,25	4,75-5,00
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,11	5,11	4,86
Renditen 2-j. Treasuries	4,20	3,95	3,35
Renditen 10-j. Treasuries	3,50	3,40	3,10

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

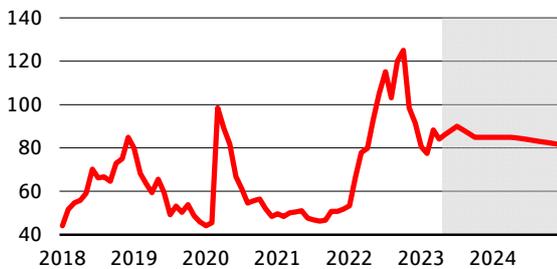
Die Nachricht über die Pleite der Silicon Valley Bank (SVB) sorgte für erhebliche Turbulenzen insbesondere an den US-Rentenmärkten. Die Leitzinserwartungen wurden korrigiert und eine Leitzinswende bereits für Sommer 2023 eingepreist. Solch eine Entwicklung wäre nur mit einem überaus raschen und sehr deutlichen Konjunkturunbruch vereinbar, denn die Inflation erweist sich unverändert als relativ hartnäckig. Wir haben an unserem geldpolitischen Ausblick keine Änderungen vorgenommen. Allerdings hätte es ohne SVB-Pleite Anpassungsbedarf nach oben gegeben. Die SVB-Pleite hat daher eine Aufwärtsrevision unserer Leitzinsprognose verhindert. Unabhängig von diesen Ereignissen haben wir unsere langfristige Renditeeinschätzung etwas nach oben korrigiert.

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. Die Pleite der Silicon Valley Bank hat gezeigt, dass die Zinsanpassung nicht nur für Unternehmen und private Haushalte eine Belastung darstellt, sondern dass sie auch das Finanzsystem insgesamt unter Stress bringt. Daher steht 2023 die Frage nach ersten Leitzinssenkungen 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 die nachfragebedingte Inflation auf ein moderateres Niveau gefallen ist, 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 im mittel- und langfristigen Ausblick gute Gründe für eine höhere Inflation, 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 am US-Rentenmarkt führen als in vergangenen Jahren.

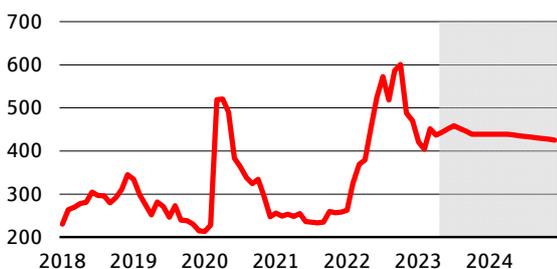
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



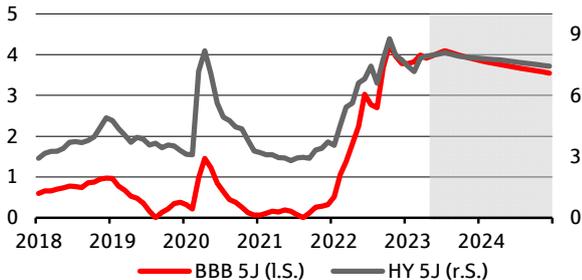
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates BBB 5J (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	03.04.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	85	77	72
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	443	401	338
Corporates BBB 5J (%)	3,83	4,26	1,59
Corporates HY 5J (%)	7,92	7,57	5,13

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

Der Bankenstress hat dem Markt für Unternehmensanleihen einen gehörigen Schrecken eingejagt. Unter der Führung von Finanztiteln sind die Spreads kurzfristig spürbar angesprungen. Doch auch für nicht-finanzielle Unternehmen stieg der Stress, denn die Finanzierungsbedingungen verschärfen sich weiter, und in der Folge nimmt die Rezessionswahrscheinlichkeit zu. Da die Credit Suisse ein Sonderfall ist und EZB und Bankenaufsicht betonen, zwar wachsam zu sein, aktuell aber keine stark erhöhten Gefahren zu befürchten, hat sich der Markt auch schnell wieder beruhigt. Doch angesichts der hohen Unsicherheiten werden die Ausblicke der Unternehmen nach unten angepasst werden müssen, und die Spreads dürften zunächst sehr volatil bleiben und immer mal wieder ein Stück herauslaufen.

Perspektiven

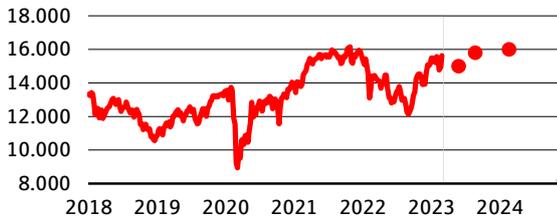
An den Kreditmärkten wurde nach übertrieben großen Sorgen im Herbst 2022 ein deutlich milderer Konjunkturrückgang als zuvor befürchtet eingepreist. Während Deutschland stärker als andere EU-Länder unter Lieferengpässen und hohen Energiekosten leidet, dürfte Euroland insgesamt nur am Rande einer Rezession 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 mittelfristig Umsatz- und Gewinnperspektiven schon wieder auf. Dennoch ist bis dahin mit enttäuschenden Geschäftsberichten zu rechnen, die immer mal wieder Spreadausweitungen mit sich bringen dürften. Ebenso wirkt sich der Rückzug der EZB aus den Reinvestitionen leicht negativ aus. Allerdings bieten die 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	von bis	03.04.17	03.04.18	03.04.19	03.04.20	03.04.21	03.04.22	03.04.23
DAX		-2,08%	-0,40%	-20,32%	58,59%	03.04.21	03.04.22	03.04.23
						-4,37%		7,85%

Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	03.04.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	15.581	15.578	14.446
DAX (Veränd. in % seit ...)		0,02	7,85
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	15.000	15.800	16.000
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
DAX aktuell	11,67	1,44	3,49
DAX Ø (10 Jahre roll.)	12,82	1,50	3,32

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

Im Fokus

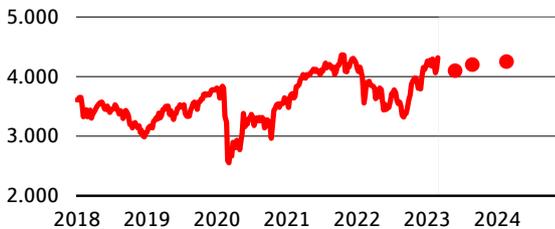
Dank des schnellen Eingreifens von Aufsichtsbehörden und Notenbanken haben sich die punktuellen Verspannungen im Bankensektor schnell aufgelöst, und die Stimmung hat sich nur kurzzeitig eingetrübt. Sicherlich wird es in dem Bereich Nachbeben geben, eine sich selbst verstärkende Wirkungskette ist aber nicht zu erkennen. Dies liegt sicherlich auch daran, dass die realwirtschaftlichen Unternehmen derzeit von den steigenden Finanzierungsbedingungen weniger stark belastet werden, als sie von sinkenden Rohstoffpreisen und einer Entspannung in den Lieferketten profitieren. Dies führt zu einer auskömmlichen Profitabilität im Unternehmenssektor, sodass die Unternehmensgewinne, trotz des schwierigen konjunkturellen Umfelds, nur leicht zurückgehen dürften. Punktuell aufflammender Finanzmarktstress dürfte immer wieder belasten, bei einer insgesamt moderaten Bewertung des Aktienmarktes ist mittelfristig aber mit einer Seitwärtskonsolidierung der Kurse zu rechnen.

Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft ist besonders hart vom Russland-Ukraine-Krieg getroffen. Erhöhte Rohstoffpreise und die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Energieversorgung belasten den Wachstumsausblick deutlich. Eine Rezession im Jahr 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 und kehrt sich in einzelnen Quartalen sogar um. Mittelfristig ist der Gewinnrendenzug aufgrund der stabil erwarteten globalen Konjunktur aber gut abgesichert. Die EZB hat ihre Politikausrichtung deutlich verändert. Das Anleihekaufprogramm ist beendet, und die Leitzinsen wurden in großen Schritten nach oben genommen. Allerdings ist dies mittlerweile an den Kapitalmärkten eingepreist, und das Ende des Leitzins-Erhöungszyklus rückt näher. Die Kursbewegungen am deutschen Aktienmarkt bleiben in den kommenden Monaten sowohl von einer Zins- und Konjunkturunsicherheit als auch 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.

Aktienmarkt Euroland

EURO STOXX 50 (Indexpunkte)



Wertentwicklung bis	03.04.17	03.04.18	03.04.19	03.04.20	03.04.21	03.04.22	03.04.23
SX5E	-3,63%	2,65%	-22,49%	48,18%	-0,69%	10,01%	

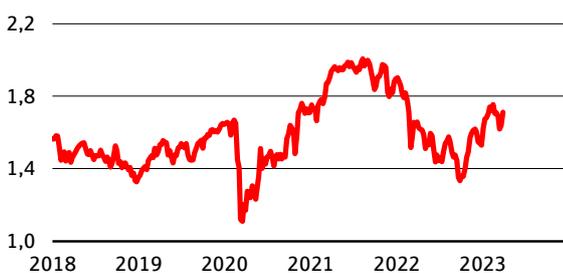
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	03.04.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.311	4.295	3.919
EURO STOXX 50 (Veränd. in % seit ...)		0,4	10,0
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.100	4.200	4.250
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EURO STOXX 50 aktuell	12,4	1,7	3,5
EURO STOXX 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,7	1,5	3,8

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

Im Fokus

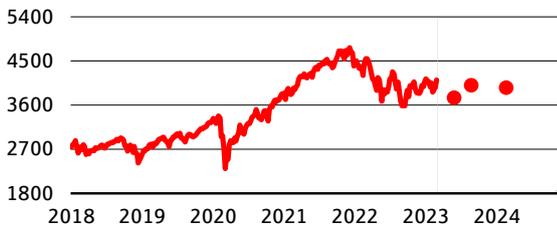
Die Euroland-Aktienmärkte steckten den Bankenstress insgesamt sehr gut weg. Auf einen kurzzeitigen scharfen Einbruch aufgrund der Probleme der Credit Suisse folgte eine schrittweise, aber recht klare Erholung. Dabei sind die realwirtschaftlichen Folgen der Turbulenzen offen. Die deutlich gesunkenen Zinsen indizieren eine skeptische Einschätzung der Rentenmärkte. Die Aktienmärkte hingegen scheinen vergleichsweise entspannt. Die tatsächlichen Auswirkungen auf Konjunktur und Unternehmensgewinne werden sich erst über Monate und Quartale zeigen. Die Marktberuhigung erlaubt den Zentralbanken, vor allem der EZB, weitere Leitzinserhöhungen mit bremsenden Effekten für die Wirtschaft. Es ist stellenweise mit wiederkehrendem Finanzmarktstress zu rechnen, den wir aber stärker in den USA verorten. Aktien aus der Eurozone dürften davon weniger betroffen sein, sodass wir das Chance-Risiko-Verhältnis von Aktien in der Eurozone insgesamt als moderat positiv einschätzen. Kurzfristig steht die Quartalsberichtssaison im Fokus der Anleger.

Perspektiven

Die direkten Folgen der Corona-Pandemie und des russischen Angriffs auf die Ukraine wurden aus Kapitalmarktsicht in Euroland bisher recht gut gemeistert. Die befürchtete Gasmangellage ist ebenso ausgeblieben wie eine scharfe Rezession. Aber die Inflationsentwicklung dürfte die Märkte noch lange beschäftigen. Damit verbunden sind höhere Leit- und Kapitalmarktzinsen und ggf. auch Rezessionsrisiken – und ganz allgemein: eine größere Unsicherheit. Euroland-Aktien sind nach der Rallye von Mitte Oktober bis Anfang März nicht mehr günstig, trotz solider Dividendenrenditen. Nach der erfolgten Erholung werden aus unserer Sicht die hohen Risiken für Konjunktur und Gewinne nicht mehr ausreichend eingepreist. Zudem können sich die Bewertungen durch die von uns erwartete Abwärtsrevision der Gewinnschätzungen schnell verschlechtern. Neu ist zudem, dass die Anleger wieder festverzinsliche Alternativen mit soliden Renditen zur Verfügung haben. Hauptrisiken sind neue Nebenwirkungen der strafferen Geldpolitik wie der Bankenstress im März, eine weitere Eskalation im Russland-Ukraine-Krieg, erneute Probleme mit der Energieversorgung (vor allem im Winter 2023/24) sowie eine dauerhaft hohe Inflation, welche die Zentralbanken zu einer nochmals verschärften geldpolitischen Straffung zwingt. Käufe sollten regelmäßig erfolgen, um Schwächeperioden vorteilhaft für den langfristigen Positionsaufbau zu nutzen.

Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



Wertentwicklung	von bis	03.04.17	03.04.18	03.04.19	03.04.20	03.04.21	03.04.22
S&P 500		10,84%	9,90%	-13,39%	61,53%	13,08%	-9,27%

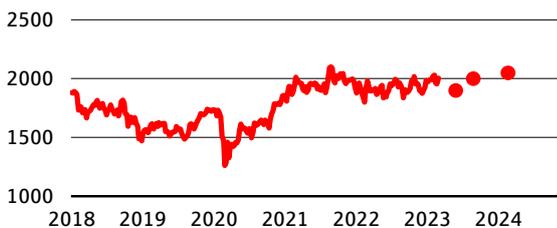
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Wertentwicklung	von bis	03.04.17	03.04.18	03.04.19	03.04.20	03.04.21	03.04.22
TOPIX		12,31%	-4,81%	-18,29%	48,79%	-1,39%	3,78%

Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	03.04.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	4.125	4.046	4.546
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		1,9	-9,3
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	3.750	4.000	3.950
TOPIX (Indexp.)	1.900	2.000	2.050
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	18,3	3,6	1,7
TOPIX	13,0	1,1	2,7

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

USA

Die Pleiten von mehreren mittelgroßen US-Banken belasteten die großen US-Indizes nur kurzzeitig und vergleichsweise moderat. Technologie- und Wachstumsaktien konnten zuletzt sogar vielfach weiter zulegen. Ein wesentlicher Faktor war der kräftige Rückgang der Zinsen bei kurzen wie langen Laufzeiten. Die Risiken des Bankenstresses scheinen die Aktienmärkte etwas anders zu bewerten als die Rentenmärkte. Die Folgen sind höchst unsicher, aber vieles spricht für straffere Kreditvergabebedingungen und negative Auswirkungen auf Konjunktur und Firmengewinne. Die Schätzungen für die 2023er-Gewinne wirkten auf uns bereits zuvor sehr ambitioniert. Die Mitte März startende Quartalsberichtssaison wird wertvolle Einblicke in die Konzerne geben, zentral sind dabei die Ausblicke.

Japan

Japanische Aktien befinden sich weiterhin im seit Anfang 2021 bestehenden, schwankungsarmen Seitwärtstrend. Ein wichtiger Faktor bleiben die Bewegungen des japanischen Yen, der stark von den Spekulationen über die weitere Geldpolitik der Bank of Japan beeinflusst wird. Änderungen könnten weitreichende Folgen für japanische Aktien, aber auch für die globalen Märkte haben. Den Markt stützen Aktienrückkäufe und eine moderate Bewertung.

Perspektiven

Aufgrund des engen US-Arbeitsmarktes und des bestehenden Preisdrucks musste die Federal Reserve die Zinsen in den restriktiven Bereich anheben. Dadurch steigen die Risiken für eine Rezession oder gar unerwünschte Nebenwirkungen (wie zuletzt Probleme bei einzelnen Banken). Entscheidend bleibt ein klares Nachlassen der Kerninflation in Richtung des Fed-Inflationsziels. Bei höheren Zinsen ist es schwerer, die aktuellen Bewertungen von US-Aktien zu rechtfertigen, zumal die Gewinn-schätzungen weiterhin zu optimistisch wirken. Abwärtsrevisionen der Schätzungen könnten die Märkte belasten. Daher sollten Anleger vorsichtig agieren, um bei einer Besserung der US-Inflationssichten oder in einem ausgeprägten Sell-Off schrittweise zukaufen zu können.

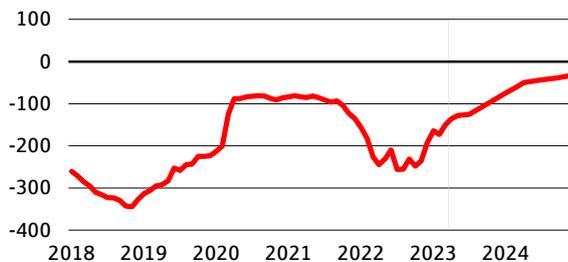
Währungen: EUR-USD

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	03.04.2023	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,09	1,07	1,09	1,10
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-129	-125	-100	-50
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-116	-105	-100	-75
Leitzins EZB (%)	3,50	4,00	4,00	4,00
Leitzins Fed (%)	4,75-5,00	5,00-5,25	5,00-5,25	4,75-5,00
Konjunkturdaten		2022	2023P	2024P
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		3,5	0,4	1,5
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		2,1	1,2	1,2
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,4	5,7	2,6
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,0	4,4	2,5

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

Im Fokus

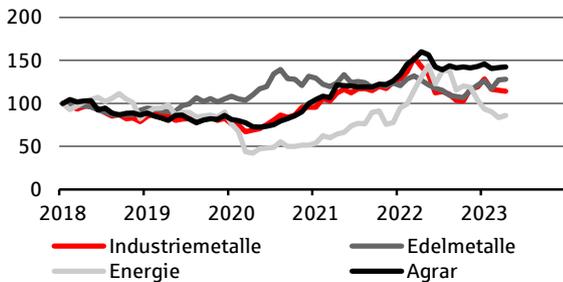
Runter und wieder rauf: Nach dem Rückgang des Wechselkurses von 1,10 auf 1,05 USD je EUR im Februar folgte nach der Pleite der Silicon Valley Bank Mitte März ein Anstieg auf 1,08 USD je EUR. Erneut sind es veränderte Markterwartungen an die US-Notenbank, die den Wechselkurs in kurzer Zeit so deutlich bewegt haben. Trotz des Bankenstresses hat die Fed im März ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,75 %-5,00 % erhöht. Nun aber erwarten Finanzmarktteilnehmer, dass sie als Reaktion auf den Bankenstress ab Mitte 2023 zu Leitzinssenkungen übergehen wird. Demgegenüber steht die Annahme weiterer Leitzinserhöhungen der EZB angesichts einer hohen Kerninflation in Euroland. Die geldpolitische Unsicherheit, insbesondere bezüglich des Kurses der Fed, dürfte bei diesem Währungspaar vorerst zu einem volatilen Seitwärtstrend beitragen.

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 perspektivisch 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 Gasmangellage in Euroland. Letzteres hat Eurolands Wachstumsausblick deutlich verbessert. Diese Vorgaben sprechen für einen zunehmend stärkeren Euro.

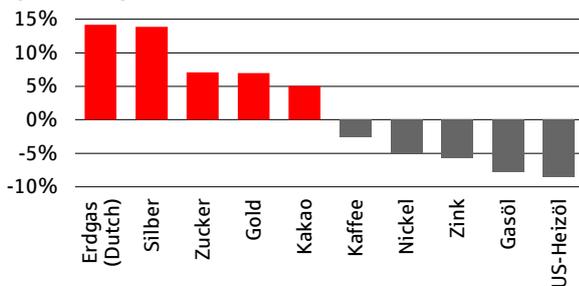
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2018 = 100)



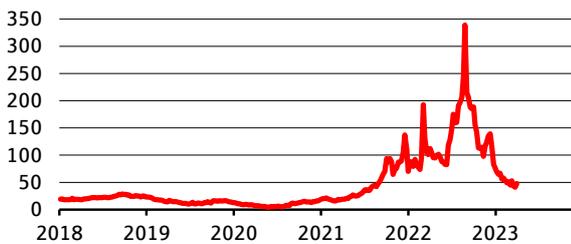
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	03.04.2023	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	34,2	-8,7	-25,5
BCOM Industriemet.	158,3	-2,3	-26,0
BCOM Edelmetalle	226,7	8,2	-1,5
BCOM Agrar	68,5	0,0	-4,6

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

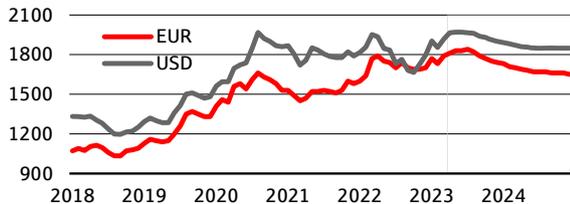
Die allgemeine Finanzmarktstimmung prägte zuletzt auch stark die Rohstoffmärkte. Der Bankenstress in den USA und in der Schweiz schürten die Sorge vor einer allgemeinen Bankenkrise und ließen im Zuge der Zunahme der Risikowahrnehmung die Rohstoffpreise bis Mitte März fallen. Eine Ausnahme bildeten die Edelmetalle. Nicht nur, aber vor allem Gold konnte von den Krisenängsten profitieren. Mit Hilfe von schnellen politischen Stützungsmaßnahmen fand man aber Lösungen für die akuten Probleme bei den entsprechenden Banken, ohne dass bislang aus dem Bankenstress eine Bankenkrise erwachsen wäre. Freilich bleibt noch einiges an Unsicherheit, was auf absehbare Zeit die Rohstoffpreisentwicklung weiter dämpfen wird. Es wird nunmehr immer klarer, dass Inflationsbekämpfung nicht umsonst zu haben ist: Die Straffung der Geldpolitik und die erschwerten Bedingungen für die Investitionstätigkeit werden die Konjunktur stärker bremsen als bislang gedacht und auf der Rohstoffnachfrage lasten. Ohnehin befinden sich die Rohstoffpreise in einem Abwärtstrend, der durch die anstehenden konjunkturellen Belastungen eher weiter verstärkt bzw. verlängert werden könnte.

Perspektiven

Das nachlassende Wachstum, die hohe Inflation, die geldpolitische Straffung sowie die europäische Energiekrise und der Bankenstress bleiben zunächst die dominierenden Themen. In den USA und Europa wird mit einer wirtschaftlichen Schwächephase gerechnet. Das chinesische Wachstum dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit moderat bleiben. Das neue globale Gleichgewicht dürfte längerfristig stärkere regionale Produktionsmuster und eine dauerhafte 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 Zunahme 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

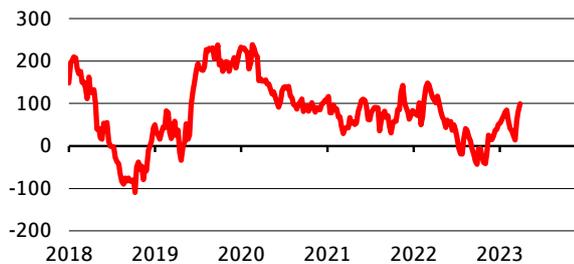
Steffen.Schuhmann@sparkasse-sw-has.de



Wertentwicklung	von bis	31.03.17	31.03.18	31.03.19	31.03.20	31.03.21	31.03.22	31.03.23
Gold in Euro			-7,70%	7,07%	25,25%	1,06%	20,59%	3,00%
Gold in USD			6,05%	-2,25%	22,46%	8,24%	13,74%	1,02%

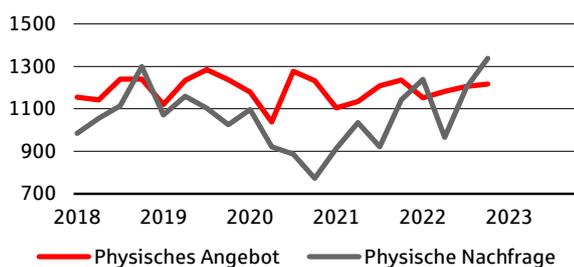
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	03.04.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1821,93	1746	1738
Gold (USD je Feinunze)	1983,90	1855	1919
Silber (EUR je Feinunze)	22,06	20	22
Silber (USD je Feinunze)	24,02	21	25
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Gold (EUR je Feinunze)	1840	1770	1690
Gold (USD je Feinunze)	1965	1930	1860

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

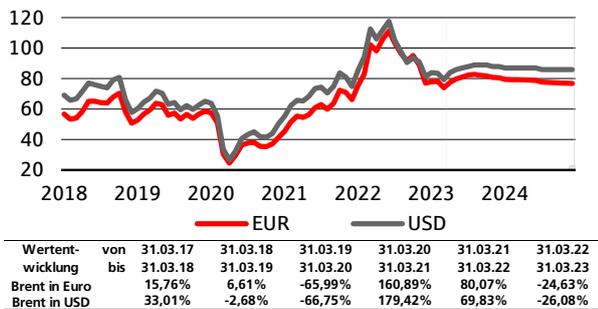
Wegen des erhöhten Bankenstresses und der Sorgen vor einer drohenden Bankenkrise suchten Anleger zuletzt verstärkt Sicherheit in Gold. Der Goldpreis stieg in der ersten Märzhälfte kräftig an und hielt sich danach auf dem erhöhten Niveau. Wir rechnen zwar nicht damit, dass aus den punktuellen Problemen im Bankensektor eine breit angelegte Bankenkrise erwachsen wird, doch die erhöhte Unsicherheit und die verstärkte Risikowahrnehmung an den Finanzmärkten dürften in den kommenden Monaten einem Goldpreistrückgang entgegenstehen. Andererseits bedürfte es für eine weitere Verteuerung von Gold einer zusätzlichen Eskalation beim Bankenstress, was wir nicht erwarten. So dürfte der Goldpreis vorerst seitwärts tendieren und erst, wenn sicher erscheint, dass die Bankenkrise ausbleibt, dürfte er wieder etwas fallen. Der mittel- bis langfristige Goldpreisausblick bleibt vom aktuellen Bankenstress unberührt.

Perspektiven

Die hohen Inflationsraten sorgen dafür, dass die großen Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel spürbar straffen. Die US-Notenbank Fed und die EZB werden jedoch in absehbarer Zeit ihre Leitzinserhöhungen beenden, und das Zinsniveau wird voraussichtlich auf moderat höherem Niveau verharren. Insgesamt sind im Prognosezeitraum seitens der Geldpolitik keine stärkeren Auswirkungen auf den Goldpreis zu erwarten, weder in die eine noch in die andere Richtung. Die Belastungen von Seiten der geldpolitischen Straffung 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, noch 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.

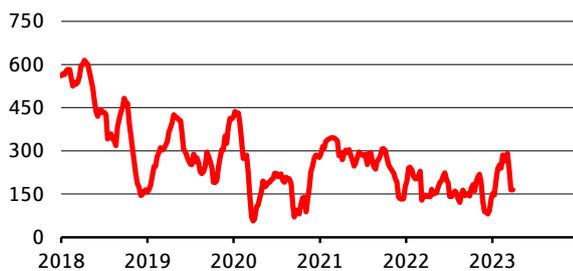
Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



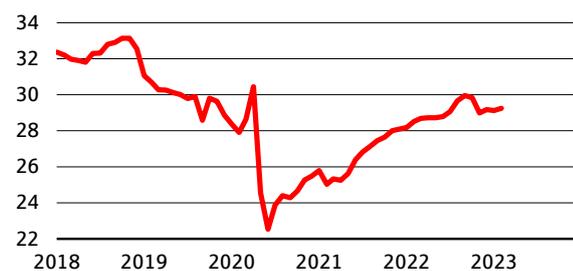
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung* 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)	03.04.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	78,0	80,8	94,6
Brent (USD)	84,9	85,8	104,4
WTI (USD)	80,4	79,7	99,3
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	82	82	79
Brent (USD)	88	89	87
WTI (USD)	84	85	83

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

Die starken Stimmungsschwankungen an den Finanzmärkten dominierten in den vergangenen Wochen die Preisentwicklung bei Rohöl. Während bis Mitte März die Sorgen um eine drohende Bankenkrise auf den Ölpreis gedrückt hatten, drehte die Ölnotierung mit der nachlassenden Sorge der Marktteilnehmer in der zweiten Märzhälfte wieder nach oben. Die Einflussfaktoren seitens der ölmarktspezifischen Angebots- und der Nachfrageentwicklung sind derzeit nicht besonders stark ausgeprägt, denn der globale Ölkonsum und das weltweite Ölangebot halten sich weitgehend die Waage – und das beinahe wieder auf dem Vor-Corona-Niveau. Die zunehmend sichtbaren und demnächst wohl noch stärkeren Bremspuren der geldpolitischen Straffung für die Weltwirtschaft werden die Dynamik des Ölkonsums bremsen. Deshalb hat die OPEC+ beschlossen, ihre Ölproduktion ab Mai um 1 Mio. Fass pro Tag zu reduzieren.

Perspektiven

Die hohe Inflation und die dadurch ausgelöste geldpolitische Straffung der Notenbanken werden die Konjunktur weiter bremsen. In den USA belastet vor allem die Geldpolitik das Wachstum, in Europa bleiben zunächst noch die durch den Krieg ausgelöste Energiekrise und deren Folgen die wesentlichere Belastung. Es wird eine wirtschaftliche Schwächephase geben, eine scharfe Rezession mit entsprechenden Einbrüchen bei der Ölnachfrage ist jedoch nicht zu erwarten. Chinas Wirtschaft wächst im Prognosezeitraum aufgrund anhaltender inländischer Probleme nur moderat, die Ölnachfrage wird aber wieder zunehmen. Die Länder der OPEC+ werden als Reaktion auf die schwächere Ölnachfrage ihre Rohölförderung weiter zurückfahren, um ein Überangebot am globalen Ölmarkt zu verhindern und um den Ölpreis zu stützen. Aufgrund der Sanktionen im Zuge des Angriffs Russlands auf die Ukraine wird Russland auch längerfristig einen bedeutenden Teil seiner Energielieferungen in Richtung Asien umleiten. 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: 65 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken erhöhen Leitzinsen, bis Rückgang der Inflationsraten hinreichend weit vorangeschritten und mithin gesichert ist. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst ab Herbst 2023 wieder kräftiger.
- 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 ins Jahr 2024 hinein schwaches Wachstum und zu hohe Inflationsraten zu erwarten.
- In China begrenzen anhaltende Probleme wie die verstärkte staatliche Regulierung und die 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.
- Massive Zunahme bei Ausfällen von Unternehmens-, Immobilien- und Konsumkrediten aufgrund von starken Zinsanstiegen erodiert Bankbilanzen und löst eine globale Bankenkrise aus.
- 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: 10 %)

- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen schnell 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: 04.04.2023 (7 Uhr)
Nächste Ausgabe: 12.05.2023

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

Überreicht durch:
Sparkasse Fulda
Buttermarkt 2-6
36037 Fulda
Tel.: (06 61) 8 57 - 28888
www.sparkasse-fulda.de