

# 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

September 2020

## Konjunkturerholung trotz Corona-Pandemie.



Liebe Anlegerinnen  
und Anleger,

die Corona-Pandemie ist noch längst nicht überstanden. Über 60 Länder befinden sich mit Blick auf das Infektionsgeschehen in der zweiten Welle, sie haben also wieder mehr als 20 %

ihrer bisher höchsten Neuinfektionszahlen erreicht. Das kommt nicht grundsätzlich überraschend, aber doch etwas früher als gedacht und nicht erst im Winter, wenn naturgemäß mehr Aktivitäten in geschlossenen Räumen stattfinden. Politisch stehen, nach zwischenzeitlichen Lockerungen, wieder schärfere Corona-Regeln auf der Agenda. Wenn man der aktuellen Entwicklung in der Corona-Pandemie etwas Positives abgewinnen will, dann sind dies zum einen die weltweit erheblichen gemeinschaftlichen Anstrengungen bei der Suche nach Impfstoffen und Medikamenten sowie zum anderen die Beobachtung, dass die jüngsten Restriktionen kaum spürbar die Mobilität und die wirtschaftliche Aktivität bremsen. Die Konjunkturerholung hält an.

Viele Konjunkturindikatoren haben sich sogar mit hohem Tempo aus dem tiefen Rezessionstal herausbewegt. Doch die Erholungsgeschwindigkeit wird in den kommenden Monaten spürbar nachlassen. Die Rückkehr zur normalen wirtschaftlichen Aktivität wird ein Langstreckenlauf. Länder wie Italien und Spanien dürften erst nach 2022 ihre Produktionsniveaus von vor der Corona-Krise erreichen. Diese Perspektive birgt für die kommenden Jahre wesentliche Konsequenzen für die Kapitalmärkte: Wir erwarten bei noch längerer Zeit hoher Arbeitslosigkeit und unterausgelasteter Kapazitäten eine anhaltend gedämpfte Güterpreis-inflation. Dies rechtfertigt aus Sicht der Notenbanken eine über weite Teile der Zwanzigerjahre anhaltende expansive Geldpolitik.

Die von der amerikanischen Notenbank Fed gerade überarbeitete geldpolitische Strategie weist definitiv in diese Richtung: Zukünftig werden auch zeitweise über dem

Inflationsziel liegende Raten hingenommen, ohne rasch die Zinsen zu erhöhen. Dies soll dabei helfen, am Ende des Tages die Inflationserwartungen bei rund 2 % zu verankern. In eine ähnliche Richtung dürfte auch die Europäische Zentralbank denken, dort steht die Entscheidung über eine neue Strategie noch aus.

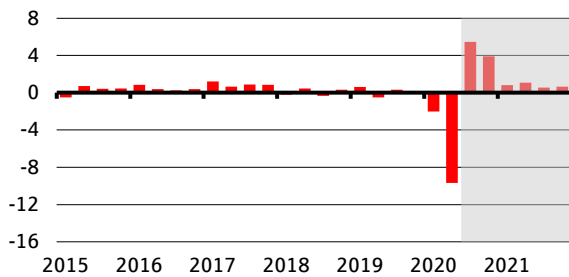
Bei allen Unwägbarkeiten, wie wir mit der Corona-Pandemie über das infektionsträchtiger Winterhalbjahr kommen, stehen die Zeichen doch auf eine weitere Konjunkturerholung. Daran wird es mal mehr und mal weniger Zweifel geben – mit entsprechend schwankungsreichen Finanzmärkten. Und doch dominieren die massiv unterstützenden geld- und finanzpolitischen Maßnahmen. Dies verfestigt die Aussicht auf nachhaltig zinslose liquide Geldanlagen genauso wie auf eine Vermögenspreis-inflation bei realen Anlageklassen wie Aktien und Immobilien. Ergänzend bieten die Corona-bedingt sogar verstärkten Megatrends der Digitalisierung und der Nachhaltigkeit durchaus konstruktive Zukunftsaussichten für die Zeit nach der Pandemie.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

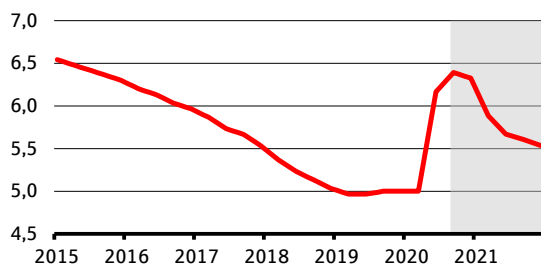
# Konjunktur Deutschland

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



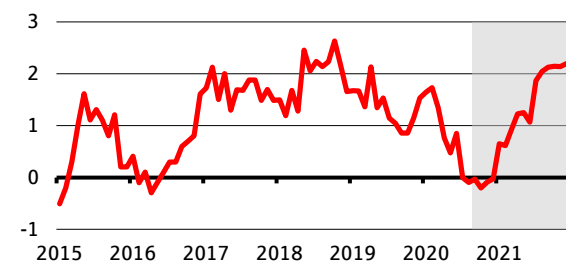
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2019	2020P	2021P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	0,6	-5,4	5,1
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,0	6,0	5,7
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	1,4	0,5	1,5
Finanzierungssaldo des Staates*	1,4	-7,5	-3,0
Schuldenstand des Staates*	59,8	75,6	71,8
Leistungsbilanzsaldo*	7,1	6,6	6,7
	Jun 20	Jul 20	Aug 20
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	0,8	0,0	-0,1
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	6,4	6,4	6,4
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	45,2	51,0	52,2
ifo Geschäftsklima (Punkte)	86,3	90,4	92,6

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

## Im Fokus

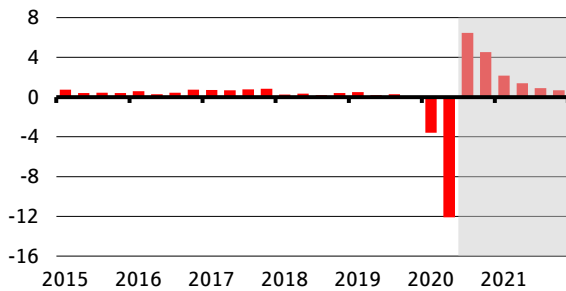
Die Stimmung der deutschen Unternehmen hellte sich im August weiter auf. Doch nach wie vor sind die Erwartungen weit besser als die Lagebeurteilung. Immerhin tut sich auch etwas bei den „harten“ Konjunkturindikatoren. Stand Juni haben Produktion und Export etwa 50 % des Corona-Einbruchs wieder aufgeholt, der Gastgewerbeumsatz knapp 60 %, und der Umsatz im Einzelhandel liegt schon wieder über dem Vor-Corona-Niveau. Wir haben mit Blick auf die überraschend guten Daten unsere Prognose für 2020 etwas nach oben genommen. Doch die Dynamik des dritten Quartals wird nicht von Dauer sein. Insbesondere die letzten Meter des Aufholprozesses dürften mühsam werden.

## Perspektiven

Die Konjunkturwelt hat sich geändert: Früher ging einem Konjunkturzyklus irgendwann die Kraft aus, oder er wurde von der Geldpolitik beendet. Heutzutage scheinen die zyklischen Kräfte der Konjunktur nur noch eine untergeordnete Rolle zu spielen. Der Konjunkturzyklus hängt am Tropf der Geldpolitik, die den Hahn nicht zudreht, und konjunkturelle Schwächephasen resultieren aus exogenen Ereignissen wie dem Handelsstreit, dem Brexit oder einer Pandemie wie Corona. Diese Themen gewinnen im aktuellen Konjunkturgeschehen immer mehr an Bedeutung. So ändert die Weltwirtschaft, angestoßen vom Neoprotektionismus, ihre Gestalt. Sie wird geprägt von technologischen Entkopplungen, Regionalisierung und Produktion nahe beim Kunden. In Deutschland kommen hausgemachte Faktoren hinzu: Immer mehr macht sich die Alterung der Gesellschaft bemerkbar. Auch der Klimawandel mit seinen Herausforderungen und mit den oftmals erratischen Reaktionen der Politik zählt dazu. Eines der ersten Opfer dieser Entwicklung ist die Automobilindustrie mit entsprechenden Ausstrahleffekten auf die gesamte deutsche Wirtschaft. Diesen strukturellen Änderungen steht die Politik bislang konzeptlos gegenüber: Entweder werden überhastete Entschlüsse getroffen oder wichtige Weichen nicht gestellt, wie beim Ausbau der digitalen und analogen Infrastruktur, bei einer technologie-neutralen Forschungsförderung oder in der Bildungspolitik.

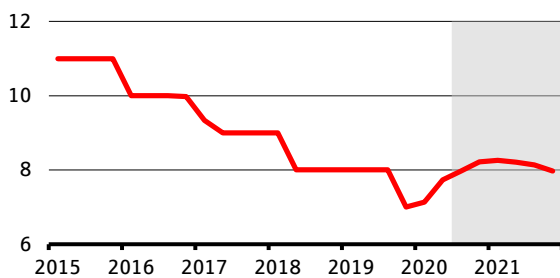
## Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



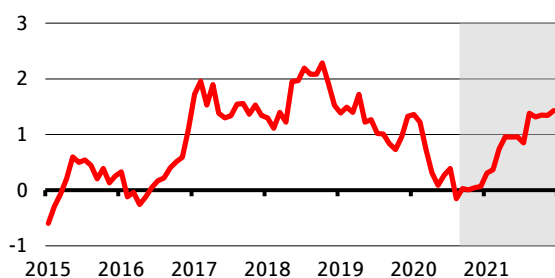
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, EU-Definition)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Euroland	2019	2020P	2021P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,3	-8,4	7,2
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	1,2	0,4	1,0
Finanzierungssaldo des Staates*	-0,6	-9,1	-6,1
Schuldenstand des Staates*	86,0	101,2	102,0
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	3,0	3,2
	Jun 20	Jul 20	Aug 20
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	0,3	0,4	-0,2
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	7,7	7,9	
Economic Sentiment (Punkte)	75,8	82,4	87,7

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts;

Quellen: Eurostat, Markit, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

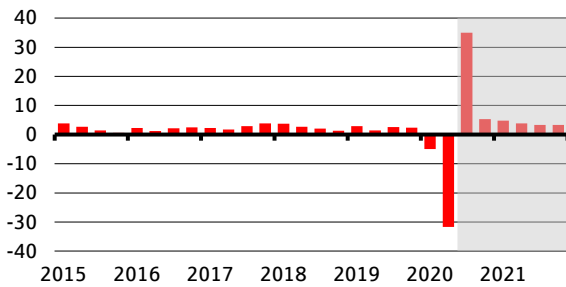
Die europäische Wirtschaft befindet sich nach dem Rekordeinbruch des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal 2020 wieder auf Wachstumskurs. Es ist aber eine mühsame und zerbrechliche Erholung im Euroraum. Dies zeigen die wichtigsten Frühindikatoren. Denn die seit Mitte Juli steigenden Infektionszahlen in Europa hinterlassen bereits erste Bremspuren. Dies gilt vor allem für Spanien und Frankreich. Italien hingegen ist noch mit den Aufräumarbeiten nach der ersten Welle spürbar belastet. Die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung ist nach wie vor schwach. Die Inflationsrate ist von 0,4 % im Juli auf -0,2 % im August gefallen. Deutlich gebremst haben die Energiepreise. Ohne die Energiekomponente lag die Inflationsrate im August bei 0,7 %.

### Perspektiven

Die Wirtschaft in Euroland ist durch die Corona-Pandemie in eine kurze, schwere Rezession gerutscht. Zur Verlangsamung der Ansteckungen mit dem Virus kam es zu weitreichenden Ausgangsbeschränkungen und umfassenden Produktionsstopps in der Industrie. Inzwischen haben die Länder der Währungsunion große Rettungspakete geschürt, und die Europäische Zentralbank hat massive Maßnahmen einer zusätzlichen Lockerung der Geldpolitik beschlossen. Darüber hinaus wurde die Anwendung des Stabilitätspakts durch die EU aufgrund der besonderen Situation ausgesetzt. Im Zuge der wirtschaftlichen Stabilisierung werden die Euro-Staaten die Verschuldung deutlich erhöhen, und die EZB wird verstärkt Staatsanleihen der EWU-Länder kaufen. Unter der Annahme, dass die Ausgangsbeschränkungen und Produktionsstopps trotz der wieder anschwellenden Neuinfektionszahlen tendenziell weiter gelockert werden, ist im zweiten Halbjahr wieder mit einer konjunkturellen Erholung zu rechnen. Durch die Eindämmung der Corona-Pandemie und mit Hilfe der finanz- und geldpolitischen Maßnahmen dürften im nächsten Jahr überdurchschnittliche Wachstumsraten erzielt werden. Die Aufräumarbeiten nach der Weltfinanzkrise und der Schuldenkrise waren noch nicht abgeschlossen. Nun kommt noch die Corona-Krise hinzu. Der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen ist noch weit.

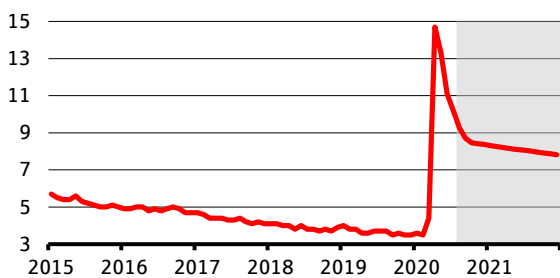
## Konjunktur USA

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



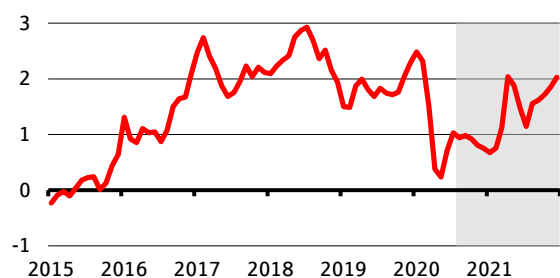
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

USA	2019	2020P	2021P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorj.)	2,2	-3,4	4,9
Finanzierungssaldo des Staates*	-6,7	-17,0	-9,0
Schuldenstand des Staates*	104,5	124,3	129,2
Leistungsbilanzsaldo*	-2,2	-2,0	-2,0
	Jun 20	Jul 20	Aug 20
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	0,6	1,0	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	11,1	10,2	
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	52,6	54,2	56,0
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	98,3	91,7	84,8

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

### Im Fokus

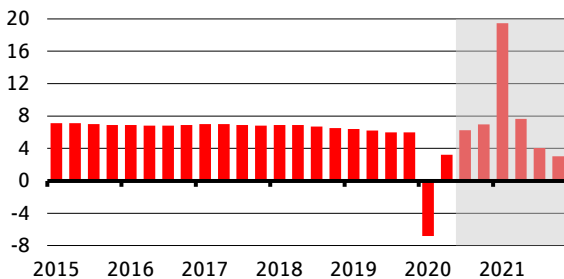
Die zwischenzeitlich sehr hohe Anzahl an Corona-Neuinfizierten hat sich in der wirtschaftlichen Aktivität kaum niedergeschlagen. Allerdings haben sich die Wachstumsraten der meisten Konjunkturindikatoren abgeschwächt. Ende Juli hörte die zeitlich befristete zusätzliche Arbeitslosenhilfe auf. Hierdurch fielen für die privaten Haushalte Einnahmen von knapp 700 Mrd. US-Dollar weg. Zu vermuten ist, dass sie dies mit einer geringeren Sparaktivität kompensiert haben, denn die verfügbaren Tagesdaten zum privaten Konsum deuten keine diesbezügliche Abschwächung an. Insgesamt verläuft der bisherige Aufschwung besser als ursprünglich erwartet. Von einer V-Erholung kann aber weiterhin nicht gesprochen werden.

### Perspektiven

Der längste Aufschwung in der US-Historie ging im März 2020 abrupt zu Ende. Aufgrund der Corona-bedingten Stilllegung von Teilen der Wirtschaft schrumpfte die wirtschaftliche Aktivität bereits in dieser Frühphase deutlich. Auch der April war erheblich belastet. Im Vergleich zur Finanzkrise 2008/2009 war der Einbruch wesentlich tiefer, dafür folgt ihm auch eine raschere Erholung. Denn sowohl die Zentralbank als auch der Kongress sind bemüht, dauerhaften Schaden für die Wirtschaft zu verhindern bzw. ihn zumindest zu begrenzen. Hierfür hat die Zentralbank verschiedene Liquiditätshilfen bereitgestellt und die Leitzinsen auf quasi Null gesenkt. Vom Kongress wurden bislang mehrere Konjunkturpakete mit einem Gesamtvolumen von 3,6 Billionen US-Dollar verabschiedet. Diese Programme enthalten Kredithilfen für Unternehmen, Einmalzahlungen an private Haushalte, eine befristete Aufstockung der Arbeitslosenhilfe sowie Ausgaben im Gesundheitssektor. Von der Wirkung dieser und vermutlich noch folgender Maßnahmen wird abhängen, wie groß der langfristige Schaden für die US-Wirtschaft ausfallen wird.

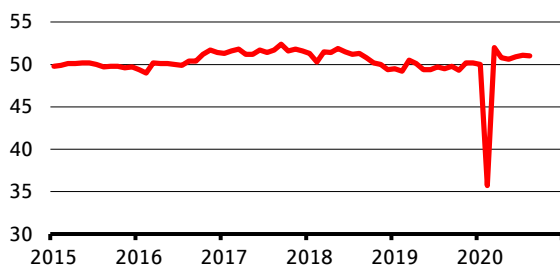
## Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



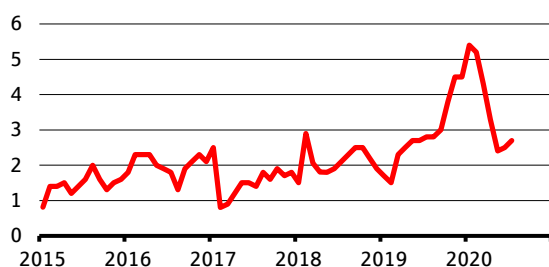
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

China	2019	2020P	2021P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	6,1	2,4	8,5
Finanzierungssaldo*	-6,4	-11,2	-9,6
Schuldenstandsquote*	55,6	60,9	65,4
Leistungsbilanzsaldo*	1,0	1,3	0,5
	Jun 20	Jul 20	Aug 20
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2,5	2,7	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	4,8	4,8	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	50,9	51,1	51,0

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Quellen: EIU, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

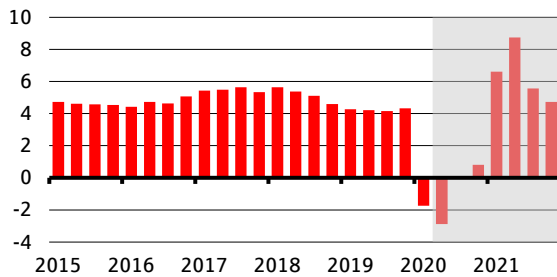
Die monatlichen Zahlen zu Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätzen und Anlageinvestitionen zeichnen ein gemischtes Bild: Die Industrieproduktion lag im Juli bereits über dem Vorkrisenwert, doch die Dynamik hat bereits deutlich nachgelassen. Die Anlageinvestitionen haben das Vorkrisenniveau weitgehend erreicht und wachsen noch immer stark. Dagegen haben sich die Einzelhandelsumsätze nach dem Januar-Einbruch nur schwach erholt und liegen noch immer unter dem Vorkrisenniveau. Die guten Einkaufsmanagerindizes für August belegen, dass der Aufschwung insgesamt intakt ist. Unterdessen wachsen die Spannungen zwischen China und den USA. Eine Aufkündigung des Handelsabkommens erscheint zwar eher unwahrscheinlich. Doch die USA gehen weiterhin gegen chinesische Technologieunternehmen vor, verstärken ihre Militärpräsenz im Südchinesischen Meer und intensivieren ihre Beziehungen zu Taiwan.

### Perspektiven

Die Corona-Epidemie hat die Wirtschaft vor allem im ersten Quartal stark belastet, während es bereits im zweiten Quartal zu einer deutlichen Erholung gekommen ist. Angesichts der Störung der Lieferketten und der Unsicherheit über den weiteren Pandemieverlauf bestehen jedoch ungewöhnlich hohe Prognoserisiken. Mittel- und langfristig könnte die gegenwärtige Krise dazu führen, dass lange Lieferketten als zu hohes Geschäftsrisiko betrachtet werden, was zu Produktionsverlagerungen aus China in andere Länder führen könnte. Einen weiteren Standortnachteil für die chinesische Wirtschaft stellt der Handelskonflikt mit den USA dar, der trotz der Einigung auf ein „Phase-1-Abkommen“ nicht gelöst ist. Es droht zumindest in strategisch sensiblen Bereichen eine Regionalisierung des Welthandels, wenn wie im Falle Huawei global agierende Unternehmen nicht mehr gleichzeitig mit den USA und China Geschäfte machen können. Die chinesische Regierung wird auch in Zukunft durch geld- und fiskalpolitische Instrumente erheblichen Einfluss auf die Wirtschaftsentwicklung nehmen und starke Konjunkturschwankungen verhindern. Die Wachstumsraten dürften im Trend weiter sinken, wobei die Corona-Krise 2020 und 2021 zu verstärkten Schwankungen führt. Die bestehenden Kapitalverkehrskontrollen dürften verhindern, dass die Unsicherheit zu einem deutlichen Anstieg der Kapitalabflüsse führt. So kann die Regierung den Wechselkurs stabil halten, der zudem von der Erholung der chinesischen Wirtschaft gestützt wird.

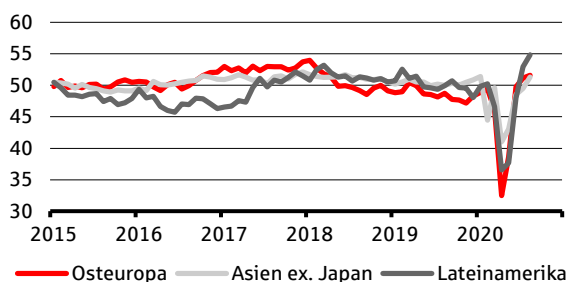
## Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



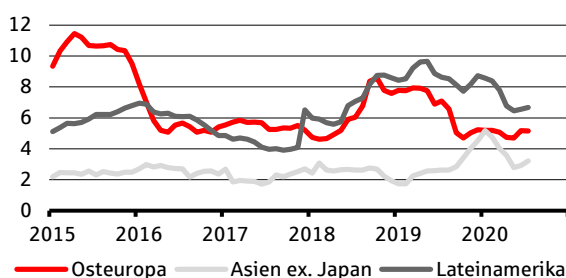
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	2019	2020P	2021P
Brasilien	1,1	-5,6	3,8
Russland	1,3	-4,6	3,3
Indien	4,9	-6,8	8,9
China	6,1	2,4	8,5
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2019	2020P	2021P
Brasilien	3,7	2,8	2,8
Russland	4,5	3,3	3,7
Indien	3,7	6,2	4,9
China	2,9	2,9	2,1

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

Selbst dort, wo die Ansteckungszahlen weiterhin sehr hoch sind (vor allem in Lateinamerika und Indien) erholt sich die Wirtschaft nach dem schweren Einbruch. Die Ölnachfrage und der Tourismus werden aber wohl noch weit ins kommende Jahr hinein deutlich unter ihren Vorkrisenniveaus liegen und damit die Entwicklung in vielen Schwellenländern belasten. Die Krise wirkt tendenziell deflationär und gibt den Zentralbanken Raum für eine lockere Geldpolitik, der jedoch in den meisten Fällen schon weitgehend ausgenutzt ist. Die geopolitischen Spannungen nehmen zu. So verstärken die USA ihre Präsenz im Südchinesischen Meer und intensivieren ihre Beziehungen zu Taiwan. Im Mittelmeer spitzt sich der Streit zwischen der Türkei und Griechenland weiter zu. Die EU bereitet Sanktionen gegen die Türkei vor.

### Perspektiven

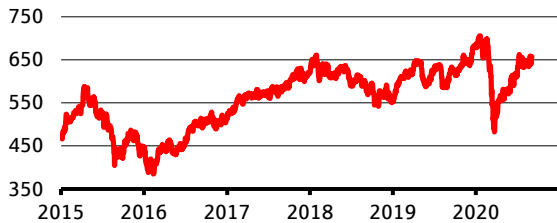
Die Corona-Pandemie hat fast alle Länder im ersten Halbjahr 2020 in eine schwere Rezession gestürzt, die aber selbst in Ländern mit anhaltend hohem Pandemiegeschehen im zweiten Halbjahr überwunden werden dürfte. In der Krise werden Staaten und viele Unternehmen ihre Verschuldung deutlich erhöhen. Das Bemühen, die Neuverschuldung nach der akuten Krisenphase zu begrenzen, um Ratingherabstufungen zu verhindern, dürfte das Wirtschaftswachstum auch mittelfristig belasten. Nach dem Handelskrieg ist die Corona-Krise nun innerhalb kurzer Zeit das zweite Ereignis, das die Risiken der internationalen Arbeitsteilung ins Bewusstsein rückt. Die zunehmend restriktive politische Haltung in China, steigende Lohnkosten und strukturelle Absatzprobleme in Teilen der Industrie sind weitere Faktoren, die zu einem Abzug von Investitionen aus China und Asien im Allgemeinen führen könnten. Osteuropa und Mexiko könnten von dieser Entwicklung profitieren. Gleichzeitig spielt Asien aber mittlerweile als Absatzmarkt für international agierende Unternehmen eine zentrale Rolle.

### Risiken

Die tiefe Rezession der Weltwirtschaft wird bei Staaten und Unternehmen zu Ratingherabstufungen und steigenden Ausfallraten führen. Besonders betroffen sind Länder, die stark auf Kapitalimporte angewiesen sind. Zudem brechen den Ölexporteurern wegen des massiven Ölpreistrückgangs Einnahmen weg. Einige dieser Länder haben in den vergangenen Jahren keine ausreichenden Puffer in Form hoher Devisenreserven aufgebaut.

## Em. Markets-Märkte

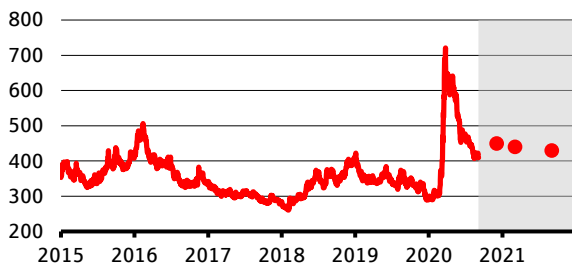
**Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)**



Wertentwicklung	von bis	02.09.2014	02.09.15	02.09.16	02.09.17	02.09.18	02.09.19	02.09.20
MSCI EM		-11,98%	16,91%	16,98%	1,43%	1,80%		8,15%

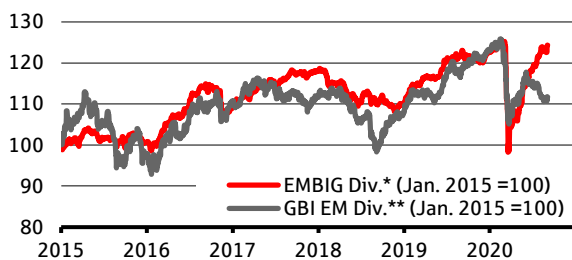
Quellen: MSCI, DekaBank

**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)	02.09.2020	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	657	3,7	-3,0	8,2
EMBIG Div* Performanceind.	501	1,8	1,5	1,9
GBI EM Div** Perform.-ind.	253	-0,7	-9,1	-5,2
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	499	-0,1	1,2	-1,3
MSCI World Total Return	357	8,3	1,8	10,6
<b>Prognose DekaBank</b>				
		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	410	450	440	430

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

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

### Im Fokus

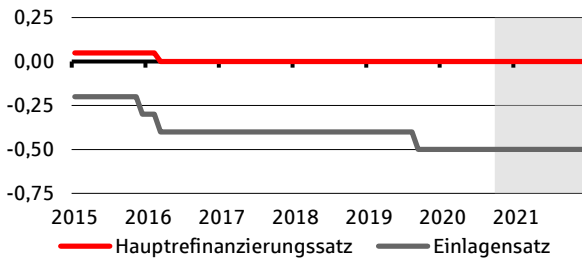
Nach dem Kurseinbruch im März haben sich Schwellenländeranlagen in den vergangenen Monaten wieder stabilisiert. EM-Hartwährungsanleihen haben ihre Verluste sogar weitgehend aufgeholt, während die EM-Aktien und -Inlandswährungsanleihen in Euro gerechnet noch deutlich im Minus liegen. Insgesamt stellt sich das Bild freundlicher dar, als wir dies noch vor einigen Monaten erwartet hatten. Seit April kehrt Auslandskapital wieder in die Schwellenländer zurück. Dies ist zu einem guten Teil darauf zurückzuführen, dass das Niedrigzinsumfeld in den Industrieländern zunehmend als zementiert eingeschätzt wird und die Investoren auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten sind. Dieses verbesserte Finanzierungsumfeld federt die Krise in den Schwellenländern ab. Die wirtschaftliche Erholung hat bereits eingesetzt und dürfte die Märkte unterstützen. Doch in der heißen Phase des US-Wahlkampfs steigt die Wahrscheinlichkeit, dass außenpolitische Spannungen geschürt werden, um eine patriotische Stimmung zu erzeugen. Das naheliegende Ziel ist einmal mehr China.

### Perspektiven

Die Corona-Krise dürfte aus medizinischer Sicht mit der Entwicklung eines Impfstoffs langsam überwunden werden. Ökonomisch werden die Folgen jedoch für viele Jahre spürbar sein. Die Verschuldung von Staaten und Unternehmen steigt gegenwärtig massiv und wird in den kommenden Jahren nicht wieder nennenswert sinken. Das Bemühen, die weitere Verschuldung zu begrenzen, dürfte mittelfristig auf den Investitionen lasten. Die Zinsen sind tief gefallen und dürften nur sehr langsam wieder steigen. Die Globalisierung wird zumindest in Teilen in Frage gestellt. Die Ratings von Staaten und Unternehmen geraten unter Druck und die Anzahl der Insolvenzen dürfte steigen. In diesem Umfeld erwarten wir auch mittelfristig keine Rückkehr zur den moderaten Spread-Niveaus, die vor der Krise zu beobachten waren. Die Renditen von Inlandswährungsanleihen dürften dagegen für längere Zeit deutlich unter ihren historischen Niveaus bleiben. In dieser Phase der Unsicherheit dürften Investoren eher auf Reservewährungen wie den US-Dollar oder den Euro setzen, weshalb wir für EM-Währungen nicht nur nominale, sondern auch reale Abwertungen erwarten. Auch an den Aktienmärkten dürften Risikoabschläge die Bewertungen drücken, doch der Gewinnausblick dürfte sich schneller aufhellen als der Ratingausblick für die Staaten.

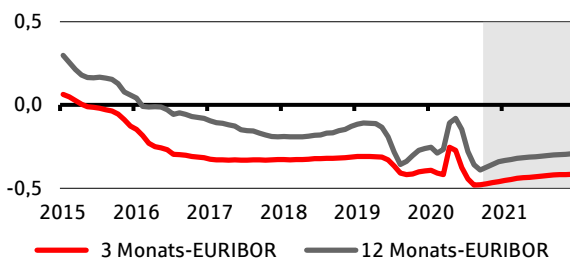
## Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



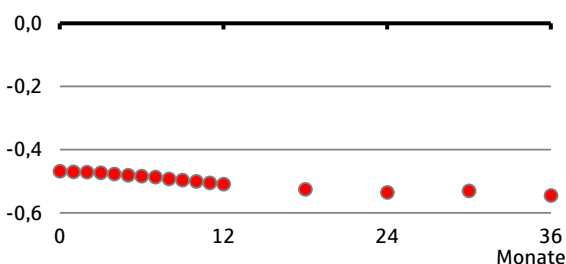
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

EURIBOR-Sätze (% p.a.)



Quellen: European Money Markets Institute, Prog. DekaBank

EONIA-Swapkurve (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Euroland: Zinsen (% p.a.)	02.09.2020	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	0,00	0,00	0,00
3 Monats-EURIBOR	-0,48	-0,46	-0,44
12 Monats-EURIBOR	-0,39	-0,33	-0,38
EURIBOR-Future, Dez. 2020	-0,48	-0,47	-0,70
EURIBOR-Future, Dez. 2021	-0,52	-0,50	-0,67
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	0,00	0,00	0,00
3 Monats-EURIBOR	-0,46	-0,44	-0,42
12 Monats-EURIBOR	-0,34	-0,32	-0,30

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

### Im Fokus

Der dreimonatige EURIBOR-Satz handelte zuletzt nur noch geringfügig über dem EZB-Einlagensatz. Dies ist Ausdruck des starken Anlagedrucks, der von den Überschussreserven ausgeht, sowie der nachlassenden Risikoaversion im Finanzsystem. Wir gehen nach wie vor nicht von einer weiteren Senkung des Einlagensatzes aus. Akteure am Geldmarkt dürften einen solchen Schritt aber bis auf Weiteres nicht kategorisch ausschließen, was die Kurven am Geldmarkt flach hält. Im Dezember dürfte die EZB ankündigen, ihr Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) bis Jahresende 2021 zu verlängern und entsprechend aufzustocken. Das daraus resultierende zusätzliche Wachstum der Überschussreserven dürfte für die EONIA- und EURIBOR-Sätze zunächst keinen wesentlichen Unterschied machen. Das mit einer PEPP-Verlängerung verbundene Signal würde aber den Eindruck verfestigen, dass die Geldmarktsätze noch für etliche Jahre auf ihren niedrigen Niveaus verharren. Entsprechend könnten die in längerfristigen Geldmarktfutures eingepreisten Sätze etwas abnehmen.

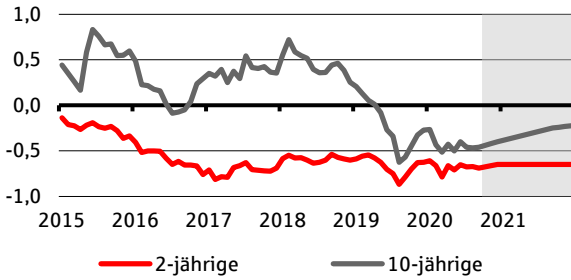
### Perspektiven

Mit Wertpapierkäufen und Liquiditätsmaßnahmen hat die EZB dazu beigetragen zu verhindern, dass die von der Corona-Pandemie hervorgerufene Unsicherheit zu strengeren Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft führt. Gleichzeitig wird aber zunehmend erkennbar, dass der wirtschaftliche Einbruch den Preisauftrieb für lange Zeit dämpfen wird. Das Augenmerk der EZB verschiebt sich daher von der Stabilisierung der Finanzmärkte zur Stimulierung der wirtschaftlichen Erholung und der Inflation. Wir deuten Äußerungen aus dem EZB-Rat nach wie vor dahingehend, dass eine erneute Senkung des Einlagensatzes im derzeitigen Kontext nicht das Mittel der ersten Wahl ist. Vielmehr gehen wir davon aus, dass die EZB ihr Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), bei dem Restriktionen wie der Eigenkapitalschlüssel und die ISIN-Obergrenzen weitgehend außer Kraft gesetzt sind, über Juni 2021 hinaus fortsetzt und nochmals um einige hundert Milliarden Euro aufstockt. Diese Entscheidung könnte bei der Ratssitzung im Dezember fallen. Die makroökonomischen Projektionen der EZB werden dann bis ins Jahr 2023 reichen und dürften andeuten, dass das Inflationsziel auch dann noch verfehlt wird. Eine Verlängerung des PEPP würde den gesamten Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik zeitlich strecken, sodass wir mit der Einstellung des Asset Purchase Programme (APP) erst 2025 und mit einer ersten Leitzinserhöhung erst 2026 rechnen.



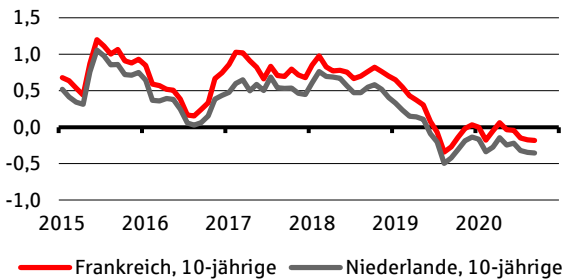
# Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



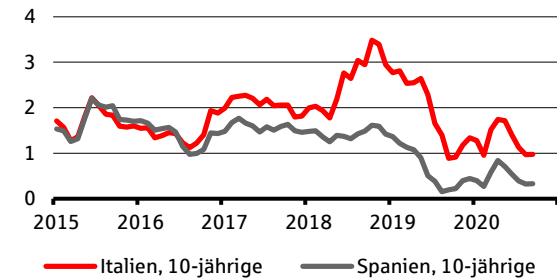
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	02.09.2020	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	-0,70	-0,71	-0,93
Deutschland 10J	-0,47	-0,52	-0,70
Frankreich 10J	-0,18	-0,19	-0,40
Italien 10J	0,97	1,01	0,97
Spanien 10J	0,33	0,34	0,13
<b>Prognose DekaBank (% p.a.)</b>	<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
Deutschland 2J	-0,65	-0,65	-0,65
Deutschland 10J	-0,40	-0,35	-0,25

Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Im Fokus

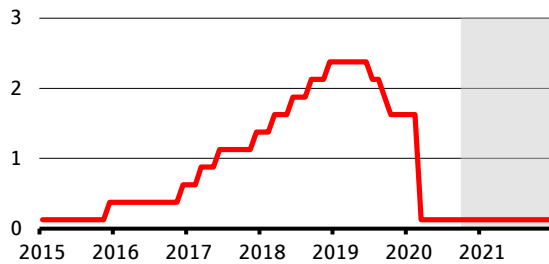
Hoffnungen auf eine schnelle wirtschaftliche Erholung und die Aussicht auf stark steigende Staatsanleiheemissionen dürften zunehmenden Aufwärtsdruck auf die Renditen langlaufender Bundesanleihen ausüben. Gleichzeitig bleibt die EZB bestrebt, die wirtschaftliche Erholung durch ein wachstumsfreundliches finanzielles Umfeld zu unterstützen. In den letzten Monaten wurde ersichtlich, dass sie mit ihrem Wertpapierkaufprogramm PEPP den mittelfristigen Inflationsausblick beeinflussen will. Im Dezember dürften ihre erstmals bis in das Jahr 2023 reichenden makroökonomischen Projektionen andeuten, dass das Inflationsziel noch für lange Zeit unterschritten wird. Dies dürfte den Ausschlag geben, das PEPP nochmals aufzustocken und für einige Monate zu verlängern. Deshalb erwarten wir eine nur maßvolle Versteilerung der Bundkurve.

### Perspektiven

Die konjunkturelle Erholung dürfte einiges an Zeit erfordern, und es dürfte vorerst ein Zustand der wirtschaftlichen Unterauslastung herrschen. Dieser wirkt sowohl auf die Inflation als auch auf die Realzinsen dämpfend, sodass grundsätzlich niedrige nominale Zinsniveaus resultieren. Darüber hinaus befinden sich die Rentenmärkte in einem Spannungsfeld aus steigender Emissionstätigkeit und expansiver Geldpolitik. Durch den verstärkten Einsatz der Fiskalpolitik zur Bewältigung der Corona-Krise werden die Haushaltsdefizite erheblich ansteigen. Um dies für die finanziell schwächeren Mitgliedsländer verkraftbar zu machen, haben sich die Staats- und Regierungschefs der EU auf einen Wiederaufbaufonds geeinigt, der umfangreiche Transfers und zinsbegünstigte Kredite vorsieht. Während dies die Staatsanleihemärkte der Peripherieländer entlastet, wird der Aufwärtsdruck auf die Renditen von Bundesanleihen verstärkt, da die von der EU zu begebenden Anleihen enge Substitute zu ihnen darstellen. Dennoch rechnen wir mit einer nur langsamen Versteilerung der Bundkurve. Denn dem höheren Finanzierungsbedarf der Staaten dürfte schon bald eine konjunkturell bedingt nachlassende Kreditnachfrage von privater Seite gegenüberstehen. Zudem gehen wir davon aus, dass die EZB den niedrigen Inflationsdruck zum Anlass nehmen wird, ihr Wertpapierkaufprogramm PEPP noch einmal aufzustocken und um einige Monate zu verlängern. Dies sollte sich dämpfend sowohl auf die Renditen langlaufender Bundesanleihen als auch auf die Spreads von Staatsanleihen aus der Eurolandperipherie auswirken.

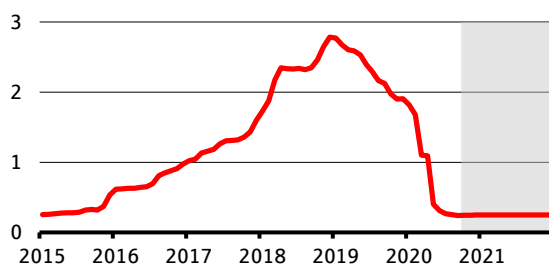
## Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



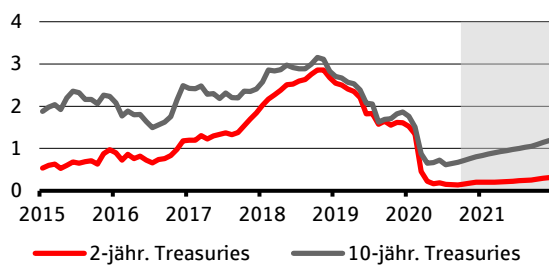
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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.)	02.09.2020	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	2,00-2,25
3-Monats-Zinsen	0,25	0,25	2,13
Renditen 2-j. Treasuries	0,13	0,11	1,50
Renditen 10-j. Treasuries	0,65	0,53	1,50
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
3-Monats-Zinsen	0,25	0,25	0,25
Renditen 2-j. Treasuries	0,20	0,20	0,25
Renditen 10-j. Treasuries	0,80	0,90	1,05

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

### Im Fokus

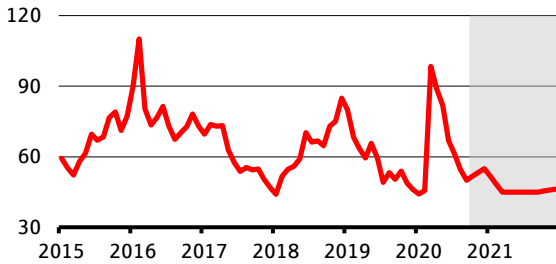
Zusammen mit dem geldpolitischen Symposium in Jackson Hole gab die Fed ihre neue Strategie bekannt: Statt dem bisherigen Inflationsziel von 2 % soll nun über einen nicht explizit definierten Zeitraum eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % angesteuert werden. Im Falle einer Phase zu niedriger Inflationsraten würde die Zentralbank nun mittels einer expansiveren Geldpolitik versuchen, eine Phase mit zu hoher Inflation herbeizuführen. Letztlich sollen hierdurch die Inflationserwartungen so gesteuert werden, dass die Abweichungen vom Inflationsziel möglichst klein sind. Mit Blick auf die US-Rentenmärkte scheint die Fed bereits Erfolg zu haben, denn die gehandelten Inflationserwartungen sind deutlich angestiegen. Allerdings dürfte hierbei das Auspreisen von Deflationsgefahren, sprich eine veränderte Risikoprämie, der Hauptgrund gewesen sein.

### Perspektiven

Die Renditen für US-Staatsanleihen dürften auf Sicht der kommenden Quartale auf niedrigem Niveau verharren. Zwar ist in der zweiten Jahreshälfte 2020 mit einer wirtschaftlichen Erholung zu rechnen. Zudem sorgen die vom Kongress beschlossenen Konjunkturpakete für eine zusätzliche Schuldenaktivität des Staates, was tendenziell für steigende Renditen von US-Staatsanleihen spricht. Gleichwohl dürfte die Fed steigenden Renditen mit einem zusätzlichen Ankauf von Staatsanleihen begegnen. Für den weiteren Zinsausblick ist entscheidend, wie nachhaltig sich der wirtschaftliche Einbruch auf die Inflation auswirken wird. Wir gehen derzeit davon aus, dass der Zielbereich der Inflation in Höhe von 2 % im Jahr 2022 erreicht bzw. überschritten werden wird. Erst wenn die Inflation sich dauerhaft in diesem Bereich festgesetzt hat, dürfte die Fed mit Leitzinsanhebungen beginnen. Die US-Rentenmärkte werden die geldpolitische Straffung bereits im Vorfeld einpreisen. Dieser Prozess dürfte aber erst im Lauf des Jahres 2021 ins Rollen kommen. Das Potenzial für steigende Renditen ist daher für die kommenden Quartale gering.

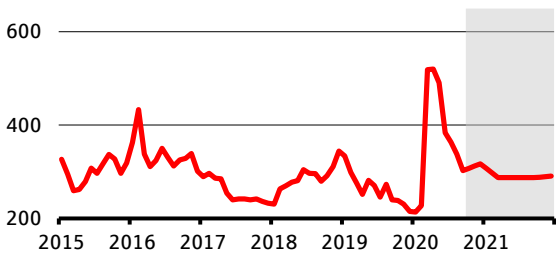
## Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



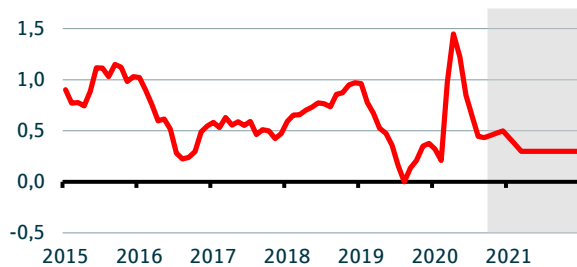
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates BBB 5J (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihe	02.09.2020	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	51	61	49
iTraxx Senior Financial (Basispunkte)	57	73	63
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	307	376	252
Corporates BBB 5J (%)	0,39	0,49	-0,02

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

### Im Fokus

Im Sommermonat August ist die Neuemissionstätigkeit von Unternehmen und Banken fast vollständig zum Erliegen gekommen. Auch am Sekundärmarkt ist der Handel deutlich dünner geworden, und selbst die EZB hat sich mit ihren Käufen stark zurückgehalten. Die Risikoaufschläge sind in dieser Zeit leicht gesunken, und die Renditen folgten den Bundesanleihen vorsichtig nach unten. Im September dürften sich Neuemissionstätigkeit und Handel wieder spürbar beleben. Für die Spreads am Sekundärmarkt könnte dies zumindest leichten Ausweitungsdruk bedeuten, allerdings wird auch die EZB wieder verstärkt auf den Markt zurückkehren. Interessanterweise ist das Marktgeschehen Ende August mit mehreren neuen Nachranganleihen wiedereröffnet worden. Aufgrund attraktiver Spreads sind diese Bonds massiv überzeichnet worden.

### Perspektiven

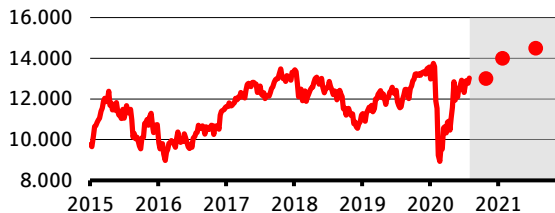
Der wirtschaftliche Stillstand aufgrund der Corona-Krise hat die Gewinne europäischer Unternehmen im ersten Quartal durchschnittlich um 35 % einbrechen lassen und im zweiten Quartal sogar um fast 70 %. Damit dürfte aber der Tiefpunkt der Corona-Blitzrezession durchschritten sein. Besonders hart sind die Branchen Reise und Verkehr, zyklischer Konsum, Industrie und Energie betroffen. Positive Effekte gibt es hingegen bei Unternehmen der Lebensmittel- und Gesundheitsindustrie sowie bei Kommunikationstechniken. Sofern ein erneuter, weitreichender Lockdown vermieden werden kann, sollte ein Teil der Umsatzausfälle wieder aufgeholt werden können. Die Flut an Neuemissionen dürfte nach der Sommerpause nicht mehr so stark ausfallen wie im Frühjahr, sodass sich auch der Sekundärmarkt weiter erholen kann. Zudem stützen weiterhin die massiven Rettungspakete, die zusätzliche Liquidität der neuen TLTRO III-Tender und vor allem die stark erweiterten Kaufprogramme der EZB.

### Anmerkung

Der iTraxx Europe Index wird aus 125 europäischen Unternehmen und Finanzinstituten verschiedener Branchen aus dem Investmentgrade-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-Indizes, z.B. den iTraxx Financials oder den iTraxx Crossover, der aus Unternehmen aus dem High Yield-Bereich gebildet wird.

# Aktienmarkt Deutschland

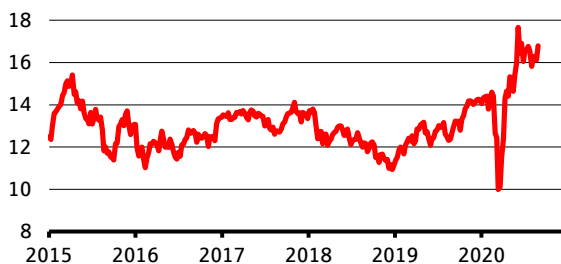
DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung	von bis	02.09.14 02.09.15	02.09.15 02.09.16	02.09.16 02.09.17	02.09.17 02.09.18	02.09.18 02.09.19	02.09.19 02.09.20
DAX		5,69%	6,33%	13,65%	1,82%	-3,32%	10,79%

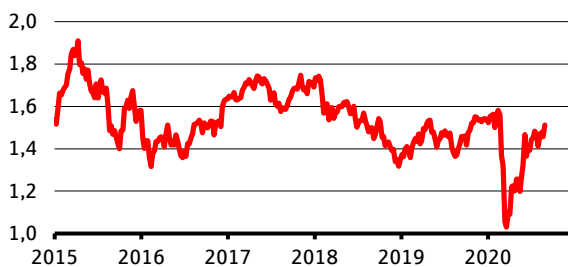
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	02.09.2020	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	13.243	12.313	11.954
DAX (Veränd. in % seit ...)		7,55	10,79
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	13.000	14.000	14.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.- Verhältnis	Kurs-Buchw.- Verhältnis	Dividenden- rendite %
DAX aktuell	16,79	1,51	2,89
DAX Ø (10 Jahre roll.)	12,15	1,46	3,43

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

## Im Fokus

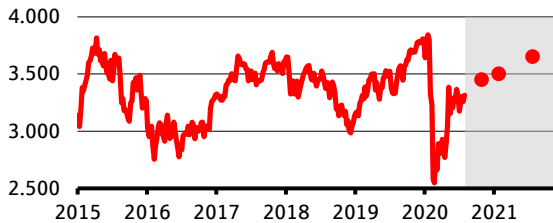
Das wirtschaftliche Umfeld für die Unternehmen ist spürbar besser geworden. Die aktuellen Stimmungsumfragen signalisieren, dass die Verbesserung von Dauer ist. Unterstützt wird diese Einschätzung durch vollere Auftragsbücher und eine zunehmende globale Handelsdynamik. Wie stark die Unternehmen von der aktuellen Entwicklung profitieren, wird sich allerdings erst mit der Veröffentlichung der Unternehmenszahlen zum dritten Quartal zeigen. Die Corona-Pandemie bleibt ein belastender Faktor. Allerdings sind die angesichts der zuletzt wieder gestiegenen Neuinfektionszahlen beschlossenen Einschränkungen deutlich besser verkraftbar, sodass die Aktienmärkte kaum noch auf das Infektionsgeschehen reagieren. Die jüngsten Diskussionen der Notenbanken zeigen, dass sich die Märkte noch für lange Zeit der aktiven Unterstützung der Geldpolitik sicher sein können.

## Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft war aufgrund der verschlechterten globalen Rahmenbedingungen bereits vor der Corona-Pandemie geschwächt und ist im Frühjahr 2020 in eine tiefe Rezession gestürzt. Durch den weltweiten temporären Stillstand der Wirtschaft wird es im Gesamtjahr 2020 zu einer erheblichen Schrumpfung der Wirtschaftsleistung kommen. Dies gilt auch für den Unternehmenssektor, der sich nur langsam und zum Teil mit sichtbaren Blessuren aus dem Lockdown befreien kann. Was den deutschen Unternehmen dabei aber zugutekommt, ist erstens, dass sie am Aktienmarkt vor dem Absturz im März nur moderat bewertet waren, und zweitens, dass sie im internationalen Vergleich solide Bilanzen aufweisen und somit einen Schock, wie er durch die Corona-Pandemie ausgelöst wurde, relativ gut verkraften werden. Hinzu kommt, dass die Notenbanken innerhalb kürzester Zeit massive Unterstützungsprogramme aufgelegt haben. So konnte eine Finanzmarktkrise verhindert werden, und die Kapitalmarktpreise haben eine direkte und auf Dauer angelegte Unterstützung erfahren. Dies wirkt sich zwar primär auf die Anleihemärkte aus, strahlt aber auch positiv auf die Aktienmärkte ab. Somit werden die Aktienmärkte im weiteren Jahresverlauf in ein ruhigeres Fahrwasser gelangen. Mit der sich abzeichnenden Belebung der Wirtschaft wird der Markt den Einbruch der Geschäftsergebnisse im ersten und zweiten Quartal gut verkraften und sich auf die verbesserten Wachstumsperspektiven für die kommenden zwölf Monate fokussieren.

## Aktienmarkt Euroland

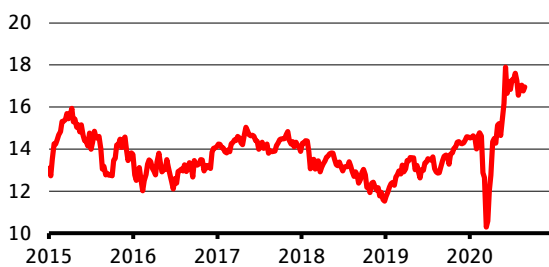
EuroSTOXX 50 (Indexpunkte)



Wertentwicklung bis	02.09.14	02.09.15	02.09.16	02.09.17	02.09.18	02.09.19	02.09.20
SX5E	0,58%	-3,72%	11,82%	-1,48%	1,17%	-2,76%	

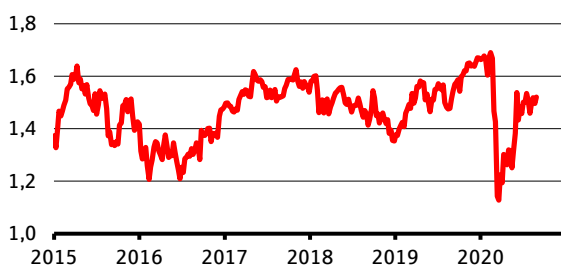
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	02.09.2020	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EuroStoxx 50 (Indexp.)	3.338	3.174	3.433
EuroStoxx 50 (Veränd. in % seit ...)		5,1	-2,8
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EuroStoxx 50 (Indexp.)	3.450	3.500	3.650
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EuroStoxx 50 aktuell	17,0	1,5	3,2
EuroStoxx 50 Durchschnitt 15 Jahre	12,5	1,4	4,1

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

### Im Fokus

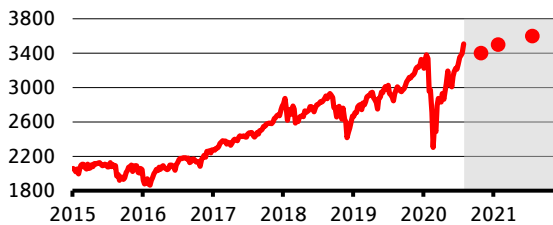
Im letzten Monat verzeichneten die Aktienmärkte in Euroland leichte Kursgewinne. Der seit Juni bestehende übergeordnete Seitwärtstrend bleibt allerdings intakt. Im Gegensatz zu den US-Märkten verläuft die Entwicklung in Euroland deutlich moderater. Das liegt vor allem an der deutlichen Aufwertung des Euro sowie der in den USA höheren Gewichtung von Technologieaktien, die besonders stark zugelegt haben. Die wirtschaftliche Erholung ist intakt, die Unternehmensberichtssaison brachte den erwarteten Gewinneinbruch und vermutlich auch den Tiefpunkt bei der Ertragsentwicklung der Unternehmen. Der deutliche Anstieg der Corona-Neuinfektionszahlen belastet einige Branchen, die Auswirkungen auf Konjunktur und breite Märkte sind bislang allerdings relativ moderat. Die Korrektur bei den Einkaufsmanagerindizes zeigt aber die Risiken auf. Die sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik in den USA, Japan und Europa ist ein wesentlicher Grund für die Stärke der Aktienmärkte. Euroland profitiert zudem vom EU-Wiederaufbaufonds, der die Währungsunion für Anleger strategisch interessanter macht, weil ihr Zusammenhalt klar gestärkt wurde.

### Perspektiven

Die Folgen der Corona-Pandemie sind weiter der zentrale Faktor für die Konjunktur und die Kapitalmärkte. Viele Auswirkungen wie beispielsweise die höhere Verschuldung der Staaten und Unternehmen werden noch auf Jahre eine wichtige Rolle spielen. In den nächsten Monaten ist entscheidend, dass großflächige Lockdowns durch die zweite Infektionswelle verhindert werden. Mit Blick auf das kommende Jahr ist die Entwicklung eines erfolgreichen Impfschutzes sowie von günstigen Schnelltests von großer Bedeutung. Sobald diese verfügbar sind, könnten mittelfristig viele Restriktionen für Konsumenten und Unternehmen schrittweise weiter aufgehoben werden. Die Normalisierung in Kombination mit den extrem expansiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen sowie dem EU-Wiederaufbaufonds dürfte mittelfristig ein konstruktives Umfeld für Euroland-Aktien darstellen.

## Aktienmärkte Welt

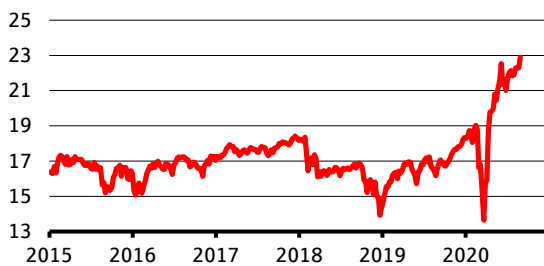
USA: S&P 500 (Indexpunkte)



Wertentwicklung bis	02.09.14	02.09.15	02.09.16	02.09.17	02.09.18	02.09.19	02.09.20
S&P 500	-2,67%	11,86%	13,60%	17,16%	0,86%		22,36%

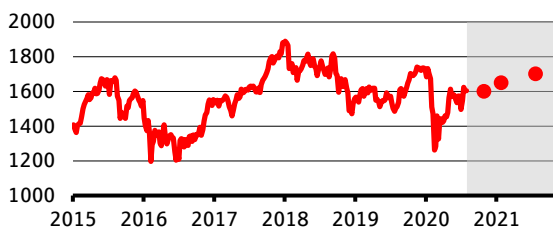
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Wertentwicklung bis	02.09.14	02.09.15	02.09.16	02.09.17	02.09.18	02.09.19	02.09.20
TOPIX	13,03%	-8,54%	20,80%	7,15%	-13,26%		7,85%

Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	02.09.2020	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	3.581	3.271	2.926
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		9,5	22,4
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	3.400	3.500	3.600
TOPIX (Indexp.)	1.600	1.650	1.700
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	22,9	3,6	1,8
TOPIX	17,4	1,1	2,4

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

### USA

Die Technologieaktien setzten in den letzten Wochen ihre Hausse fort und führten die marktbreiten US-Indizes auf neue Allzeithöchststände. Die Kursbelastungen durch die Corona-Krise waren somit auf den ersten Blick nur von kurzer Dauer. Tatsächlich gibt es jedoch eine gravierende Zweiteilung innerhalb des Marktes. Die Aktien von Tech- und Digitalunternehmen legen seit Ende März kräftig zu. Einerseits profitieren die Firmen direkt von der Krise, andererseits führen die niedrigeren Zinsen zu höheren Bewertungen von wachstumsstarken Aktien. Viele andere Branchen haben sich hingegen nur moderat von ihren Tiefständen erholt. Die konjunkturelle Erholung der USA ist intakt, und die Berichtssaison für das 2. Quartal war wesentlich besser als vom Konsens erwartet. Die bevorstehenden US-Wahlen dürften zunehmend zum Marktthema werden.

### Japan

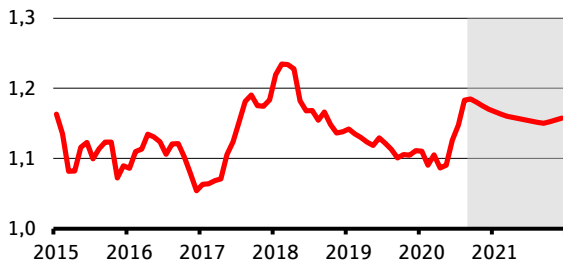
Japanische Aktien verzeichneten zuletzt eine vorsichtige Aufwärtsbewegung, die allerdings durch den Rücktritt von Premierminister Abe gestoppt wurde. Der Regierungschef war relativ lange im Amt und an den Aktienmärkten populär. Sein Nachfolger, der noch bestimmt werden muss, dürfte jedoch kurzfristig kaum tiefgreifende marktrelevante Änderungen an der Politik vornehmen. Positiv sind die Verbesserung der weltweiten Konjunkturdaten, die relativ niedrige Bewertung des Marktes, die verhaltende Positionierung ausländischer Anleger, die strukturelle Verbesserung der Corporate Governance sowie die in Japan wie auch global sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik. Negativ wirken die Belastungen der Mehrwertsteuererhöhung und der Corona-Krise.

### Perspektiven

Bislang hat sich die US-Wirtschaft dynamisch von den März-Tiefständen erholt. In den kommenden Monaten wird diese Bewegung zäher werden, der Trend sollte aber positiv bleiben. Der Mangel an Anlagealternativen und die extrem expansive Geld- und Fiskalpolitik sollte Aktien mittelfristig weiter unterstützen. Die US-Märkte bleiben stark von der Entwicklung der Technologieaktien abhängig, während die Kurse in Japan konjunktursensitiver sind.

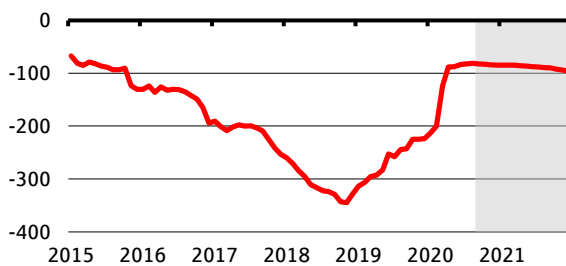
## Währungen: EUR-USD

Wechselkurs EUR-USD



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

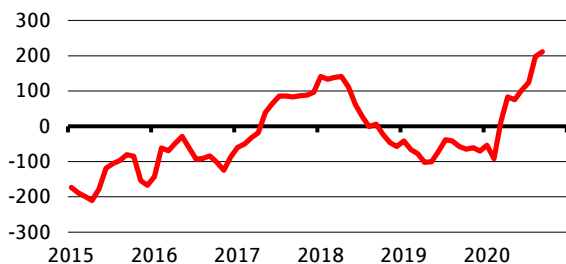
Zinsdifferenz\* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



\*Bundesanleihen minus Treasuries

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten\*



\* Euro-Futures; in Tsd. Kontrakten

Quellen: CFTC, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	02.09.2020	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,18	1,17	1,16	1,15
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-83	-85	-85	-90
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-112	-120	-125	-130
EZB Leitzins (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
Fed Leitzins (%)	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
<b>Konjunkturdaten</b>		<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		1,3	-8,4	7,2
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		2,2	-3,4	4,9
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		1,2	0,4	1,0
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		1,8	1,1	1,5

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

### Im Fokus

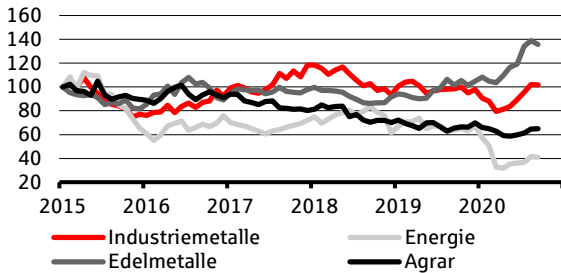
Der Euro hat sich in den vergangenen Wochen gegenüber dem US-Dollar seitwärts bewegt. Der EUR-USD-Wechselkurs lag Ende Juli sowie Ende August bei einem Wert von 1,19. Die wirtschaftliche Erholung schreitet in Euroland und den USA voran. Dies geschieht allerdings nicht zuletzt aufgrund der hohen Anzahl an Corona-Neuinfektionen unter hoher Unsicherheit. Ein Kurswechsel der Geldpolitik in Euroland oder den USA, der den EUR-USD-Wechselkurs in die eine oder andere Richtung ausbrechen lassen könnte, ist nicht zu erkennen. Einzig die US-Notenbank sorgte für etwas Bewegung. Der Fed-Chef Jerome Powell hat auf einer Zentralbanktagung eine Strategieänderung präsentiert, die tendenziell die Phase einer extrem lockeren Geldpolitik verlängern dürfte.

### Perspektiven

2019 war ein schwieriges Jahr für den Euro. Die Wachstumsschwäche in Euroland und die erneute Lockerung der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank haben den Euro kalt erwischt. Ein Absturz blieb aber aus, weil die US-Notenbank ihren Leitzinserhöhungspfad beendet hat und schnell zu Leitzinssenkungen übergegangen ist. Die starke Verringerung des US-Zinsvorteils hat dem Euro gegenüber dem US-Dollar spürbaren Rückenwind gegeben. Der Spielraum für einen stärkeren Euro gegenüber dem US-Dollar ist nun nahezu aufgebraucht. Die prognostizierte Entwicklung der Zinsdifferenzen zwischen den USA und Euroland deutet auf eine Unterstützung des US-Dollar hin. Die wirtschaftliche Stabilisierung in Euroland im zweiten Halbjahr dürfte den Euro stützen. Die politischen und wirtschaftlichen Unsicherheitsfaktoren, nicht zuletzt auch um die Fiskal- und Geldpolitik in den USA und Euroland, lassen erhöhte Schwankungen beim EUR-USD-Wechselkurs erwarten.

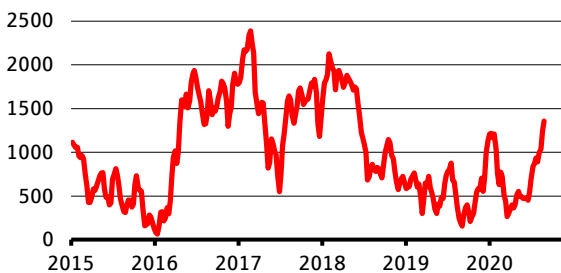
## Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2015 = 100)



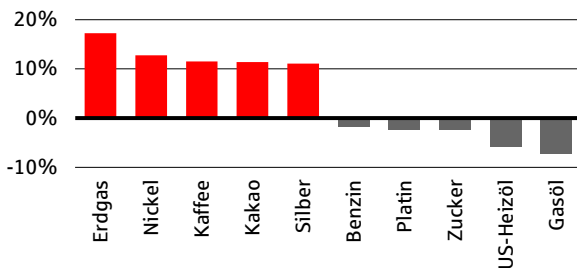
Quellen: Bloomberg, DekaBank

Nettopositionierung\* der Spekulanten



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

Tops und Flops der letzten vier Wochen\*



\* Veränderungsrate in %; Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Rohstoffe	02.09.2020	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	21,8	12,0	-34,9
BCOM Industriemet.	119,2	6,6	3,8
BCOM Edelmetalle	241,2	1,1	27,4
BCOM Agrar	38,4	6,0	3,1

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Im Fokus

Die Stimmung an den Rohstoffmärkten hellt sich weiter auf. Die meisten Rohstoffe haben sich in den vergangenen Wochen erneut verteuert. Dies ging allerdings auch mit einem weiteren starken Aufbau der Zuversicht – also einer steigenden Netto-Long-Positionierung – der spekulativ orientierten Rohstoffmarktteilnehmer einher. Mitte Juni war es hier zum Stimmungsumschwung gekommen, seitdem wird immer stärker auf weitere steigende Rohstoffpreise gesetzt. Solange die zweite Corona-Welle nicht zu erneuten massiven Lockdowns führt, erscheint uns diese Ausrichtung durchaus begründet. Währenddessen erholt sich allerdings nicht nur die Nachfrage, sondern auch die Rohstoffproduktion von den Corona-bedingten Einschränkungen, was dafür spricht, dass es im Prognosezeitraum zu keiner allzu starken Verteuerung von Rohstoffen kommen dürfte. Zudem besteht das erhebliche Risiko von wirtschaftlichen Einschränkungen aufgrund der zweiten Corona-Welle, was schnell in einen erneuten Rückgang der Rohstoffnotierungen münden könnte. Für am wahrscheinlichsten erachten wir ein Szenario, in dem die Ausbreitung des Coronavirus nur lokale, und keine länger anhaltenden flächendeckenden Lockdown-Maßnahmen erfordert. So sollte sich die Weltkonjunktur weiter erholen, und unter diesen Voraussetzungen können die Rohstoffpreise im Prognosezeitraum unter Schwankungen moderat zulegen.

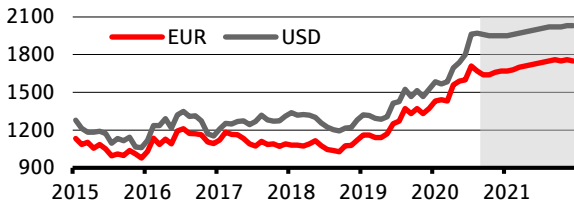
### Perspektiven

Die weltweite Nachfrage nach Rohstoffen ist in der ersten Jahreshälfte 2020 durch die vom Coronavirus ausgelöste globale Rezession zurückgegangen, und dies drückte auf die Rohstoffpreise. Zur Jahresmitte setzte jedoch eine Erholung ein, die sich auch im kommenden Jahr in hohen globalen Wachstumsraten niederschlagen wird. Es wird aber wohl nicht alles an Produktion nachgeholt werden, was durch die Corona-Krise ausgefallen ist. Dies gilt auch für die Rohstoffnachfrage. Zudem kann die wieder anziehende Nachfrage wegen der in der Corona-Krise aufgebauten hohen Lagerbestände ohne starken Aufwärtssdruck auf die Preise bedient werden. Für längere Zeit niedrige Rohstoffpreisniveaus können Bremsspuren bei der Investitionstätigkeit hinterlassen und sich perspektivisch negativ auf die Angebotsentwicklung – und damit letztendlich preistreibend – auswirken. Die Anlageklasse Rohstoffe eignet sich nach wie vor als Beimischung in einem breit gestreuten Portfolio. Allerdings muss beachtet werden, dass bei Rohstoffanlagen jederzeit starke Preisschwankungen auftreten können.



# Rohstoffe: Gold

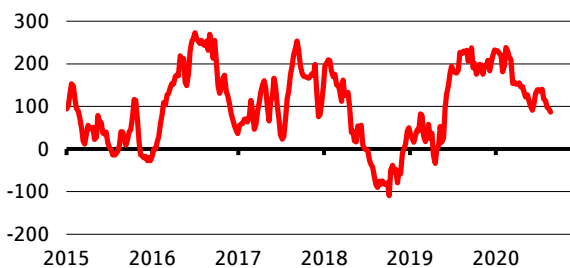
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	31.08.14	31.08.15	31.08.16	31.08.17	31.08.18	31.08.19	31.08.20
Gold in Euro			3,23%	16,02%	-5,32%	-6,62%	33,75%	19,03%
Gold in USD			-12,01%	15,54%	0,81%	-8,87%	26,75%	29,38%

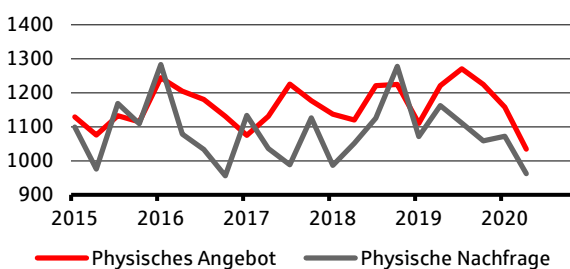
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	02.09.2020	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1634,79	1665	1386
Gold (USD je Feinunze)	1936,90	1963	1523
Silber (EUR je Feinunze)	23,00	21	17
Silber (USD je Feinunze)	27,25	24	18
<b>Prognose DekaBank</b>	<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
Gold (EUR je Feinunze)	1670	1700	1760
Gold (USD je Feinunze)	1950	1970	2020

Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

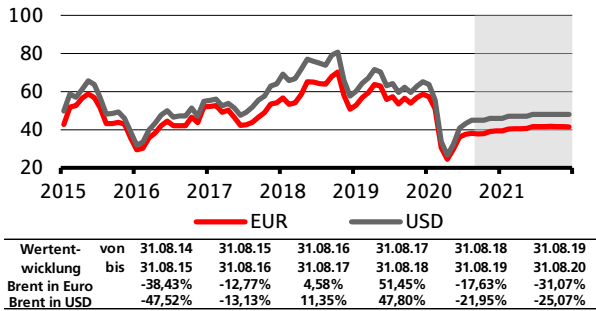
Der Goldpreis hat sich in den vergangenen Wochen auf hohem Niveau in der Tendenz seitwärts bewegt. Die Verkündung der geldpolitischen Strategieänderung der US-Notenbank Fed bewirkte nur eine kurzzeitige Verteuerung von Gold. Denn diese neue Orientierung der Fed an der längerfristigen durchschnittlichen Inflationsrate bedeutet, dass nach Phasen zu niedriger Inflationsraten Phasen von zu hoher Inflation ohne Gegenmaßnahmen zugelassen bzw. vielmehr sogar angestrebt werden. Dies impliziert eine noch länger anhaltende Phase von expansiver US-Geldpolitik, was für sich genommen die längerfristigen Perspektiven des Goldpreises stützt. Da das derzeitige hohe Preisniveau bereits einiges der Corona-bedingten Stützungsmaßnahmen widerspiegelt, halten wir an der Aussicht von mittelfristigen moderaten Goldpreissteigerungen fest.

## Perspektiven

Gold gilt weltweit als Krisenwährung. Entsprechend steigt der Goldpreis in Krisenzeiten oft stark an. Aufgrund der Corona-Krise haben überall auf der Welt die Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel stark gelockert und mit zum Teil zeitlich unbegrenzten Maßnahmen auch die erwartete Dauer der ultra-expansiven Geldpolitik verlängert. Zudem stützen viele Regierungen mit großen schuldenfinanzierten Maßnahmenpaketen die Konjunktur. Entsprechend sind die Aussichten für die Goldpreisentwicklung gut. Die risikolosen Zinsen, also die Opportunitätskosten der zinslosen Goldhaltung, sind extrem niedrig und werden auch in den kommenden Jahren vernachlässigbar niedrig bzw. sogar negativ bleiben. Dies spricht für anhaltend hohe Goldpreise. Neben der Corona-Krise bleibt auch die politische Unsicherheit aufgrund der Handelskonflikte und des wiedererstarkenden Protektionismus bis auf Weiteres vergleichsweise hoch, was jederzeit für stärkere Preisschwankungen sorgen kann. Mittelfristig dürfte der Goldpreis unter den gegebenen Rahmenbedingungen sehr hoch bleiben. Allerdings trauen wir dem Goldpreis auf lange Sicht nicht viel mehr als einen Inflationsausgleich zu.

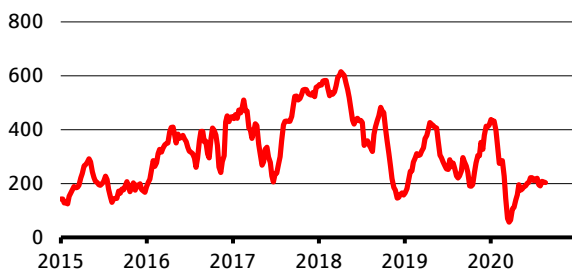
# Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



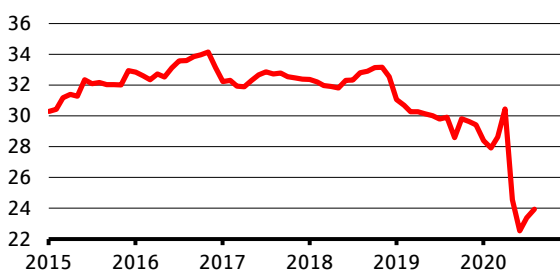
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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)	02.09.2020	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	37,5	36,7	53,5
Brent (USD)	44,4	43,3	58,7
WTI (USD)	41,5	40,3	55,1
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	39	41	42
Brent (USD)	46	47	48
WTI (USD)	43	44	45

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Im Fokus

Bislang lassen die Risiken der zweiten Corona-Welle die Rohölmarktteilnehmer kalt. Vielmehr verteuerten sich die führenden Ölsorten WTI und Brent in den vergangenen Wochen weiter. Negative wirtschaftliche Folgen in Form eines erneuten Nachfrageeinbruchs aufgrund der zweiten Corona-Welle sind bislang nicht absehbar, und der globale Ölnachkonsum hat sich von dem ersten Corona-Schock gut erholt. Überangebot ist derzeit am Ölmarkt kein Thema mehr. Die US-Ölförderung ist seit März um mehr als 2 Mio. Barrels eingebrochen, und man kann zurzeit allenfalls eine Bodenbildung erkennen. Das angestrebte Ölangebot der OPEC+ ist seit August wegen der zum Teil zurückgenommenen Kürzungen etwas höher. Auf eine veränderte Nachfragesituation würden die OPEC und ihre Verbündeten jedoch relativ schnell reagieren. Das fragile Gleichgewicht am globalen Ölmarkt könnte also zunächst Bestand haben.

## Perspektiven

Die weltweite Nachfrage nach Rohöl wird im Jahresdurchschnitt 2020 aufgrund der schnellen Ausbreitung des Coronavirus und der weltweiten Rezession das erste Mal seit 2009 sinken. Angesichts des massiven Nachfrageeinbruchs musste das Ölangebot seitens der OPEC+-Länder sowie der US-Schieferöl-Förderung entsprechend reduziert werden. Die während der Krise aufgelaufenen hohen Lagerbestände dürften bis in das Jahr 2021 hinein Ölpreisanstiege auf die Vorkrisenniveaus verhindern. In solch einem Umfeld bestimmen sogenannte Break-Even-Produktionspreise maßgeblich das Ölpreinsniveau. Diese errechnen sich aus den aktuellen Produktionskosten zuzüglich der Kosten für genehmigte weitere Förderprojekte. Die Break-Even-Preise bewegen sich wohl zwischen 15 US-Dollar (Naher Osten) und mehr als 40 US-Dollar (Ölsande und Fracking). Allerdings brauchen die meisten Ölförderländer deutlich höhere Ölpreise, um ihre Staatshaushalte ausgeglichen zu halten (Russland braucht etwa 50 US-Dollar, Ecuador und die afrikanischen Förderstaaten sogar über 100 US-Dollar). In diesem Umfeld erwarten wir im Prognosezeitraum moderate Ölpreisanstiege.

## Szenarien

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Dem historisch tiefen globalen Wirtschaftseinbruch infolge des Corona-Stillstands folgt in der zweiten Jahreshälfte 2020 eine Erholung. Diese wird allerdings gebremst durch zwischenzeitliche Rücksetzer aufgrund von regionalen Reinfektionswellen.
- Weltwirtschaft knüpft 2021 an die Wachstumstrends vor der Corona-Krise an. Ansätze zur Deglobalisierung und Nationalisierung verändern in begrenztem Umfang die Strukturen.
- Euroland: Privater Konsum ist nach kurzzeitigem Corona-bedingtem Einbruch zentrale Wachstumsstütze in ansonsten schwachem Wachstumsumfeld. EU-Wiederaufbaufonds stützt krisengeschüttelte südeuropäische Staaten. Handelsstreit mit USA, gestiegene Staatsverschuldung, Brexit und technologischer Strukturwandel bremsen den Aufschwung.
- Vereinigtes Königreich (UK): Corona-Krise erschwert Brexit-Verhandlungen und macht Terminverschiebung bzw. No-Deal-Brexit immer wahrscheinlicher. Anhaltende Unsicherheit sowie zu erwartende Handelsbarrieren dämpfen Wachstumspotenzial für UK.
- USA: Arbeitsmarkt leidet unter Corona-Folgen. Geld- und Finanzpolitik unterstützen Wirtschaft und Märkte auf dem Weg aus der Corona-Krise. Innenpolitische Spannungen bleiben ohne größere wirtschaftliche Auswirkungen.
- Inflation: Inflationsraten erhalten Dämpfer durch Corona-Einbruch. Deflationsdebatte ist nicht ausgeschlossen. Ab 2021 wieder Annäherung an Inflationsziele.
- Geldpolitik: Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und nutzen verbleibende Mittel zur geldpolitischen Lockerung, um Konjunktur zu stützen.
- Finanzmärkte: Aktienmärkte haken die Corona-Krise weitgehend ab. An den Rentenmärkten weitere Verringerung der Risikoprämien, dadurch positive Gesamterwartungen.
- Nullzinszeit: Extremes Niedrigzinsumfeld wird zum neuen Normalzustand. Dies wird durch die Corona-Krise nochmals verstärkt. Kaufkraftherhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch bei Wertpapieren, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Reinfektionswellen wachsen sich zu langanhaltender globaler Pandemie aus mit wiederkehrenden großflächigen verordneten Stillständen. Globale Produktionsketten werden nachhaltig gestört. Vertrauensverlust führt zu Abwärtsspirale an den Finanzmärkten.
- Massive Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China mit negativen Ausstrahleffekten auf die Weltwirtschaft.
- Globale Ausbreitung von Protektionismus und Nationalismus reduziert den Grad der internationalen Arbeitsteilung in spürbar wachstumsbremsender Form.
- Stark steigende Staatsverschuldung löst globale bzw. regionale Schuldenkrisen aus. Hieraus könnte eine umfassende Emerging Markets-Finanzkrise entstehen. In Euroland könnte die Stabilität der Währungsunion wieder infrage gestellt werden.
- Dauerhafte Wachstumsabschwächung in China.

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Corona-Pandemie ebbt schnell ab. Bremsspuren bei Konjunktur und Finanzmärkten verlieren sich innerhalb kurzer Zeit.
- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz hoher Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank Verschuldungsabbau schreitet Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu spürbaren Aktienkursanstiegen. Dies hätte insbesondere positive Auswirkungen auf die Investitionsdynamik.
- Reformprozess in Euroland stabilisiert Finanzsektoren der Krisenländer und setzt damit stärkere Wachstumspotenziale frei.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit positiver Sogwirkung für globale Wirtschaft.

**Redaktionsschluss: 03.09.2020 (10 Uhr)**

**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 - 0

[www.sparkasse-fulda.de](http://www.sparkasse-fulda.de)