

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 2023

Wenn es nur so einfach wäre.



Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

die Weltwirtschaft dürfte in diesem und im kommenden Jahr unserer aktuellen Einschätzung zufolge unverändert um knapp 3 % wachsen. Zum großen Bild gehört, dass die

Inflationsraten weiter zurückgehen werden, und zwar vor allem als Ergebnis der beherzten geldpolitischen Straffung, die rund um den Globus stattgefunden hat. Perspektivisch können die Notenbanken ihre restriktive Geldpolitik dann im kommenden Jahr wieder leicht lockern. Mit sinkenden Leitzinsen ergeben sich konstruktive Kapitalmarktperspektiven für Aktien- und Rentenmärkte.

Wenn tatsächlich alles so eindeutig wäre, könnten sich zügig neue belastbare Trends an den Märkten ausbilden. Doch gibt es in den drei großen Wirtschaftsregionen USA, Europa und China derzeit unterschiedliche Entwicklungen bzw. Probleme, die die jeweilige Notenbank nach wie vor sehr herausfordern. Die Geldpolitiker reagieren darauf, indem sie datenabhängig agieren und dies auch immer wieder betonen. Die Unsicherheit hinsichtlich des zeitnahen Erfolges bei der Inflationsbekämpfung, des angemessenen Pfades für die Normalisierung der Geldpolitik und nicht zuletzt der Wirkungsverzögerungen der bisherigen Leitzinserhöhungen ist anhaltend hoch. Für die USA haben wir die Konjunkturprognosen zuletzt nach oben revidiert: Die Stärke der gesamtwirtschaftlichen Aktivität über den Sommer überraschte, und daher könnte die erwartete sanfte konjunkturelle Landung sogar sehr sanft ausfallen. Demgegenüber herrscht in Europa konjunkturelle Tristesse. Vor allem in Deutschland vermengen sich zyklische Belastungen aus Inflation und Zinsen mit strukturellen Problemen hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit des heimischen Standorts. Asien ist zweifelsohne die treibende Kraft in der Weltwirtschaft. Doch läuft es dort beim Schwergewicht China auch nicht

richtig rund, insbesondere wegen des kränkelnden Immobilienmarktes.

Wie immer ist der künftige Verlauf nicht so eindeutig, wie man dies gerne hätte. Und doch sind die Kapitalmärkte trotz manch volatiler Tage insgesamt weiter stabil. Gerade bei den Risikomärkten könnte man sich deutlich mehr Unwohlsein vorstellen. Die Zinsaufschläge bei den Unternehmensanleihen oder Emerging Markets-Anleihen sind recht gering und signalisieren damit eine erstaunlich große Gelassenheit. Auch die Aktienmärkte halten sich wacker, denn einem Großteil der Unternehmen gelingt es, bei Gewinnen und Umsätzen mit den globalen Widrigkeiten umzugehen.

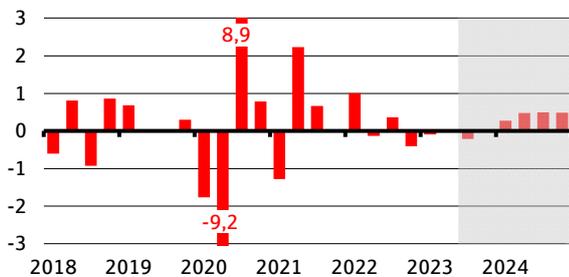
Die Finanzmarktteilnehmer gehen davon aus, dass am Ende eine normalisierte Geldpolitik mit weitgehend zielkonformen Inflationsraten und neutralen (niedrigeren) Leitzinsen stehen wird. Damit sind die Perspektiven für die Aktien- und Rentenmärkte insgesamt gut. Für den weiteren Jahresverlauf wird jedoch mit der anhaltenden Unsicherheit zu leben sein, wann und auf welchem Leitzinsniveau der Zinsgipfel erreicht sein wird. Wenn das heute schon gänzlich geklärt wäre, das wäre dann doch zu einfach gewesen.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

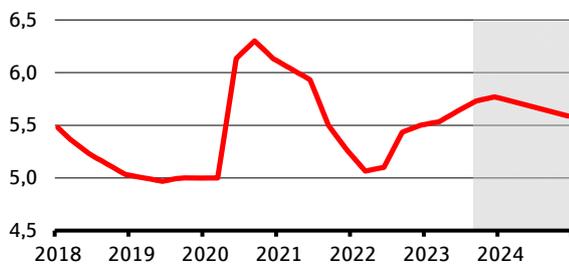
Konjunktur Deutschland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



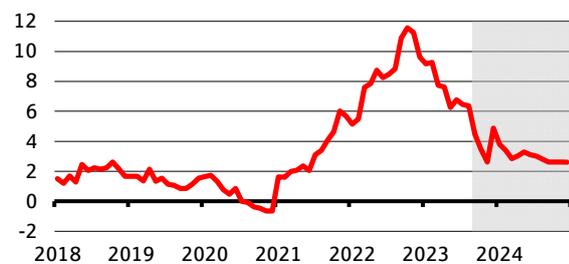
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

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	-0,6	0,9
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,3	5,7	5,7
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,7	6,2	3,0
Finanzierungssaldo des Staates*	-2,6	-3,3	-1,9
Schuldenstand des Staates*	66,3	67,4	66,8
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	5,0	5,1
	Jun 23	Jul 23	Aug 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	6,8	6,5	6,4
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,7	5,7	5,7
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	40,6	38,8	39,1
ifo Geschäftsklima (Punkte)	88,6	87,4	85,7

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

Im Fokus

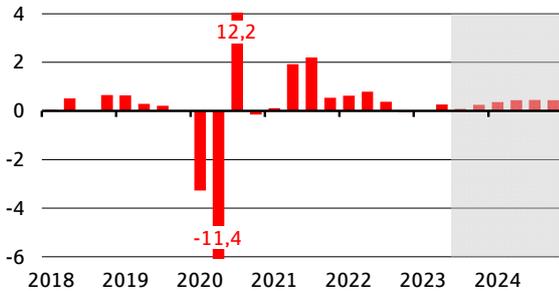
Die Unternehmensumfragen malen ein immer düsteres Konjunkturbild. Die Industrieindikatoren liegen schon auf äußerst niedrigen Werten, und jetzt geben auch noch die Dienstleistungsindikatoren nach. Es zeigt sich ferner, dass Deutschland im Industriebereich immer stärker vom Rest der Eurozone abgehängt wird. Während die konjunkturellen Belastungen durch die Inflation nachlassen, spüren wir derzeit die Auswirkungen der Konjunkturschwäche in China und die Folgen der weltweit restriktiven Geldpolitik. Neben diesen konjunkturellen Belastungen gibt es aber auch eine Reihe längerfristig wirkender struktureller Defizite. Diese sorgen dafür, dass das deutsche Potenzialwachstum nur noch bei 0,8 % pro Jahr bzw. 0,2 % pro Quartal liegt.

Perspektiven

Die enorm hohe Inflation klingt langsam ab. Dies stabilisiert die Kaufkraft der Konsumenten. Doch eine Wende zum Besseren bringt es noch nicht. Aktuell werden die Folgen der globalen geldpolitischen Straffung immer deutlicher sichtbar. Die Investitionen im In- und Ausland leiden, und mit ihnen die deutschen Investitionsgüterproduzenten und letztlich die deutsche Volkswirtschaft. Der Krieg in der Ukraine hat 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, denn die Erdgasversorgung wird unsicherer. Lieferketten in den Bereichen Energie und Rohstoffe müssen neu aufgestellt werden. Gleichzeitig wird mit den geopolitischen Spannungen auch in anderen Teilen der Welt die Frage nach der Neuausrichtung der Lieferketten immer dringlicher. Als ob das nicht schon genug wäre, führt auch die Alterung der Gesellschaft vermehrt 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 „Reisesegeschwindigkeit“ der Volkswirtschaft. Das Potenzialwachstum hierzulande hat sich im Vergleich zu 2017 halbiert.

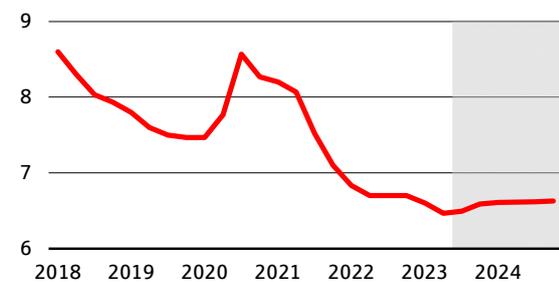
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



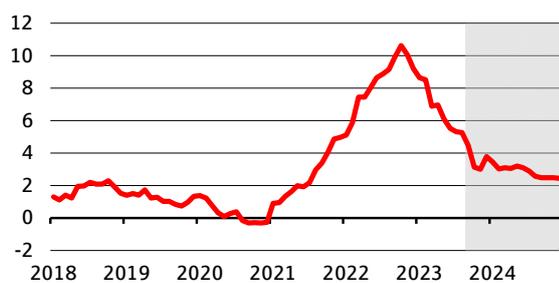
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

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.)	3,3	0,8	1,3
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,4	5,6	2,8
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,9	-3,5	-2,9
Schuldenstand des Staates*	93,2	90,9	93,2
Leistungsbilanzsaldo*	0,6	1,6	1,9
	Jun 23	Jul 23	Aug 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	5,5	5,3	5,3
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,4	6,4	
Economic Sentiment (Punkte)	95,2	94,5	93,3

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

Im Fokus

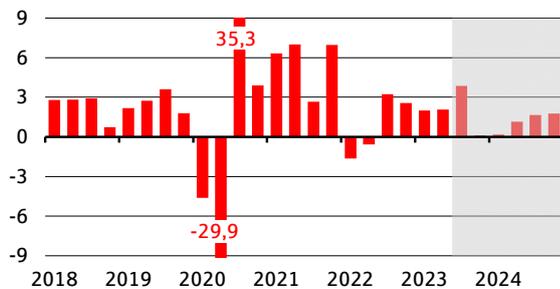
Die unerwartete Beschleunigung der europäischen Konjunkturdynamik im zweiten Quartal 2023 dürfte nicht die Wende hin zu einer Verbesserung der Wirtschaftslage in der zweiten Jahreshälfte sein. Vielmehr deuten die Frühindikatoren auf ein schwächeres Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2023 hin. Eine wichtige Stütze für die wirtschaftliche Entwicklung ist der Arbeitsmarkt geblieben. Im Juli verharrte die Arbeitslosenquote in Euroland auf ihrem Allzeittief von 6,4 %. Dabei lag die Spannweite der Arbeitslosenquoten (nach EU-Definition) unter den vier großen EWU-Ländern zwischen 2,9 % in Deutschland und 11,6 % in Spanien. Dazwischen reihen sich Frankreich (7,4 %) und Italien (7,6 %) ein.

Perspektiven

Der Krieg in der Ukraine, der russische Gas-Lieferstopp seit Anfang September 2022 sowie die zügigen Leitzinsanhebungen der Europäischen Zentralbank (EZB) haben den Wendepunkt für die europäische Wirtschaft hin zu einer vorübergehenden Schwächephase eingeleitet. Die Verlangsamung ist dabei in Deutschland deutlich stärker ausgeprägt als in Frankreich oder Spanien. Immerhin hat sich die europäische Energieversorgung unter großen organisatorischen, technischen und finanziellen Anstrengungen mittlerweile stabilisiert. In diesem Jahr bleibt es bei einer gedämpften Entwicklung der europäischen Konjunktur. Denn die EZB wird die Leitzinsen noch für eine ganze Weile im stark bremsenden Bereich halten, um die hohe Inflationsrate wieder in den Zielbereich zu bringen. Die Inflation zeigt sich dabei hartnäckig, und 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, da wegen der demografischen Entwicklung mit einer anhaltend hohen Anspannung am europäischen Arbeitsmarkt zu rechnen ist. Zudem bildet die europäische Fiskalpolitik nach wie vor einen wachstumsfreundlichen Rahmen. 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.

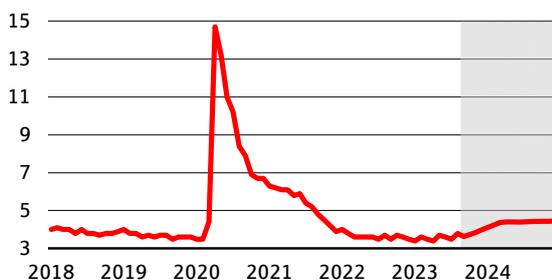
Konjunktur USA

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



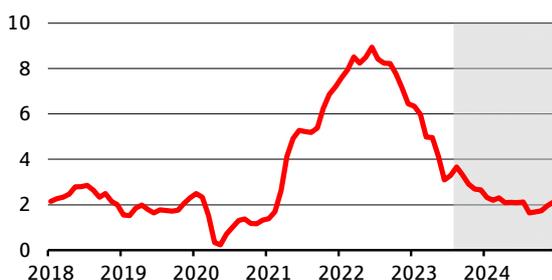
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

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	2,2	1,2
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	4,0	2,0
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,2	-8,0	-7,0
Schuldenstand des Staates*	120,7	119,2	122,7
Leistungsbilanzsaldo*	-3,8	-3,5	-3,0
	Jun 23	Jul 23	Aug 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	3,0	3,2	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,6	3,5	3,8
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	46,0	46,4	47,6
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	110,1	114,0	106,1

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

Im Fokus

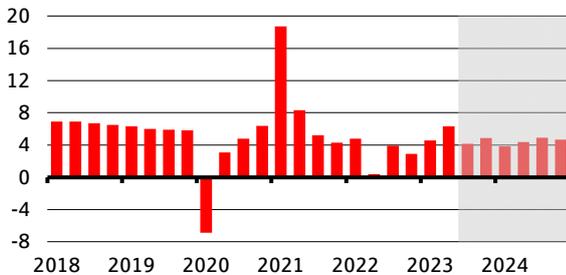
Das Bruttoinlandsprodukt ist nach inoffiziellen Berechnungen im Juli um 0,5 % gegenüber dem Vormonat zum dritten Mal in Folge überaus kräftig angestiegen. Die Resilienz der US-Wirtschaft gegenüber der ausgeprägt restriktiven Geldpolitik ist weiterhin beeindruckend. Insbesondere der Unternehmenssektor überrascht in diesem Zusammenhang auf der oberen Seite. Allerdings stiegen im Juli vor allem die privaten Konsumausgaben gegenüber dem Vormonat sehr deutlich an. Dieser Konsumzuwachs wurde aber nicht von einer ebenso starken Einkommensentwicklung begleitet, sodass in den kommenden Monaten eine schwächere Entwicklung wahrscheinlich ist. Wir gehen daher weiterhin von dem Szenario eines Soft Landings und damit keiner zeitnahen Rezession aus.

Perspektiven

Die US-Notenbank Fed hat ihr Leitzinsintervall weit 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 die restriktive Geldpolitik enorm, weil die langfristigen Inflationserwartungen ihre Verankerung beim Inflationsziel der Fed im Bereich von 2 % verlieren könnten. Die Fed nimmt daher eine zeitweise schwache wirtschaftliche Entwicklung und sogar die Möglichkeit einer milden Rezession billigend in Kauf, um hierdurch den Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt sowie die nachfragebedingte Inflation zu verringern. Immerhin ist die Inflationsrate seit Herbst 2022 auf dem Rückmarsch, sodass 2023 vermutlich die mittelfristigen Inflationsrisiken weiter abnehmen werden und im Frühjahr 2024 eine Senkung der Leitzinsen erfolgen kann. Die hohe Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft bedeutet aber, dass die Zentralbank geldpolitisch nicht so schnell wieder in den expansiven Bereich zurückkehren kann. Daher weist der mittelfristige Ausblick eher gedämpfte Wachstumsraten auf.

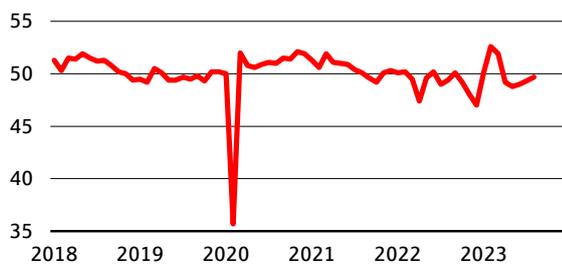
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



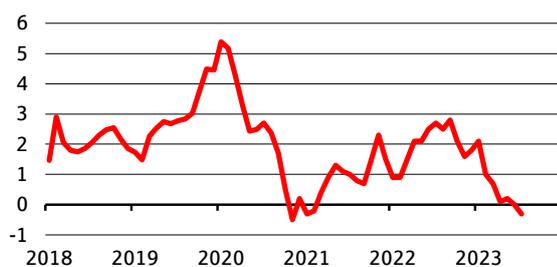
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

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	5,0	4,5
Finanzierungssaldo*	-7,5	-6,9	-6,4
Schuldenstandsquote*	77,1	82,4	87,2
Leistungsbilanzsaldo*	2,2	2,0	1,8
	Jun 23	Jul 23	Aug 23
Inflation (% ggü. Vorjahr)	0,0	-0,3	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	4,4	3,7	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	49,0	49,3	49,7

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

Im Fokus

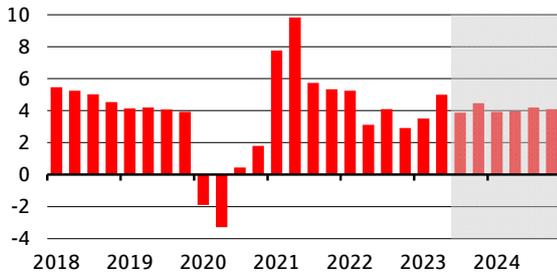
Nach zwei Monaten einer konjunkturellen Stabilisierung sind die Juli-Zahlen erneut sehr schwach ausgefallen. Mit dieser negativen Vorgabe für das BIP im dritten Quartal haben wir unsere Erwartung für 2023 von 5,3 % auf 5,0 % nach unten revidiert. Die Regierung hat den Kreis von Personen, die günstige Konditionen für Immobilienkredite erhalten, erweitert, um die Nachfrage zu stabilisieren. Ein Ende der Immobilienkrise ist dennoch nicht in Sicht. Die Verunsicherung über die wirtschaftlichen Perspektiven führt zu einer Zurückhaltung unter den Konsumenten, was sich in einer schwachen Einzelhandelsentwicklung und rückläufigen Verbraucherpreisen niederschlägt. Staatspräsident Xi Jinping hat seine Teilnahme am G20-Gipfel in Indien abgesagt. Dies könnte ein Zeichen für das angespannte bilaterale Verhältnis zu Indien sein, aber auch signalisieren, dass China das G20-Format in seiner Bedeutung herabstufen möchte.

Perspektiven

Der Immobilienmarkt leidet 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. Die Verbraucher sind vorsichtig geworden und dürften durch verstärkte Konsumanreize nur bedingt zu vermehrten Käufen zu bewegen sein. Unternehmen sind wegen der vielen Regulierungsmaßnahmen im Inland und der Sanktionen der USA verunsichert, was auch mittelfristig auf der Investitionsnachfrage lasten dürfte. Der Rückgang der Erwerbsbevölkerung wird sich in den kommenden Jahren beschleunigen und zu einem Fachkräftemangel führen. 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, ihre Produktivität zu steigern, sodass BIP-Wachstumsraten von rund 4 % erreichbar sind. Niedrige Inlandszinsen und der unsichere Wirtschaftsausblick sprechen für eine Abwertung des Renminbis.

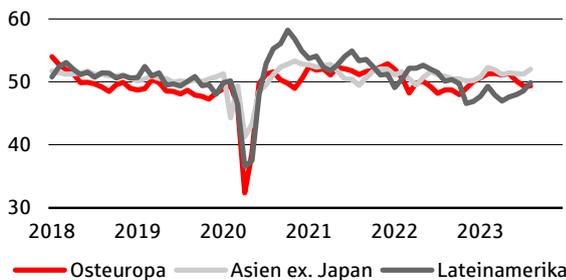
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



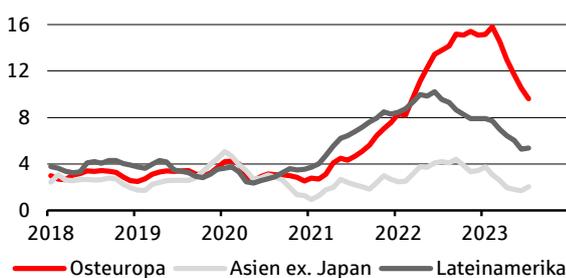
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

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

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

Die Inflationsraten sind in den meisten Schwellenländern deutlich gefallen und nähern sich vor allem in Lateinamerika und Asien langsam wieder den Zentralbankzielen an. In Lateinamerika wurde der Leitzinssenkungszyklus in einigen Ländern zwar eingeläutet, und viele weitere Schwellenländer dürften sich spätestens im ersten Quartal 2024 diesem Trend anschließen. Doch die Geldpolitik wirkt mit Verzögerung, und die Zinsen werden nicht schnell auf ein neutrales Niveau gesenkt werden. Daher belastet das geldpolitische Umfeld den Wachstumsausblick 2023 und 2024. Besonders schwierig ist die Lage in China, weil die bremsenden Faktoren struktureller Natur sind. Vor allem in den exportorientierten Ländern Asiens entwickeln sich die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe weiter schwach.

Perspektiven

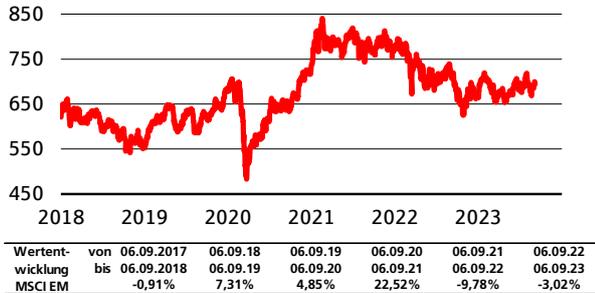
Die restriktive Geldpolitik und die Schwäche des Welt Handels dürften dazu führen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern in den kommenden Quartalen unterdurchschnittlich entwickelt. In Asien dürften die Wirtschaftswachstumsraten dabei erneut deutlich höher liegen als in anderen Regionen. Da die Zentralbanken in den Industrieländern 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. Die Unsicherheit über den Fortgang des Krieges und mögliche geopolitische Implikationen bleibt bestehen. 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

Das hohe Zinsniveau bringt vor allem schwache Bonitäten unter Druck. Gestiegene Schuldenstände sorgen tendenziell für einen Abwärtsdruck auf die Länderratings.

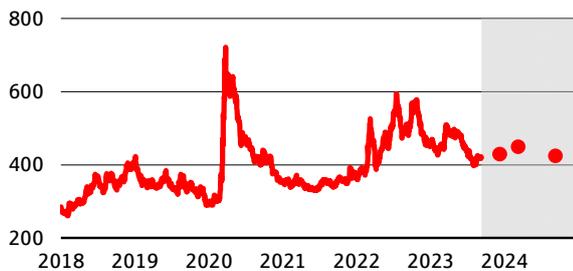
Em. Markets-Märkte

Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



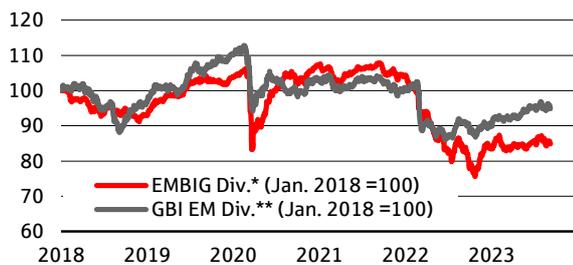
Quellen: MSCI, DekaBank

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)	06.09.2023	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	695	-0,5	4,7	-3,0
EMBIG Div* Performanceind.	404	-1,4	1,8	2,7
GBI EM Div** Perform.-ind.	240	-0,2	5,6	4,3
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	433	0,1	0,1	-4,1
MSCI World Total Return	497	2,1	15,0	8,1
Prognose DekaBank				
		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	422	430	450	425

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.

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

Im Fokus

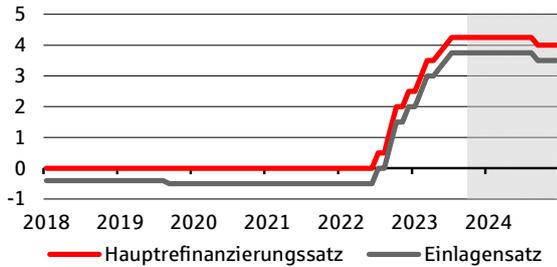
Der Anstieg der US-Renditen führte in den vergangenen Wochen bei EM-Hartwährungsanleihen zu leichten Kursverlusten. EM-Lokalwährungsanleihen wurden dagegen von der Aussicht auf weitere Leitzinssenkungen in den Schwellenländern gestützt, nachdem in Brasilien der Zinssenkungszyklus eingeleitet worden ist. Auch die Euro-Schwäche unterstützte die Performance dieser Anlageklasse. Chinesische Aktien korrigierten im August aufgrund des überraschend schwachen Wachstums sowie der Sorgen um den wichtigen Immobilienmarkt. Nach zahlreichen, wenngleich vom Umfang begrenzten, Stimulusmaßnahmen der Regierung konnten sich CSI 300 und Hang Seng etwas erholen. Insgesamt setzte sich die Underperformance von EM-Aktien fort, und das Umfeld bleibt angesichts der Wirtschaftsprobleme in China schwierig. In den kommenden Monaten sehen wir aber für die Rentensegmente ein anhaltend gutes Umfeld, weil der Zinssenkungszyklus in weiteren Schwellenländern aufgenommen werden sollte und die Risiken eines dauerhaft zu hohen Inflationsdrucks in den USA nach unserer Einschätzung abgenommen haben.

Perspektiven

Der geldpolitische Ausblick für die US-Notenbank dürfte ein entscheidender Einflussfaktor bleiben. Wir erwarten, dass die Fed die Zinsen im März 2024 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 im kommenden Jahr dürften das hohe Renditeniveau und die Aussicht auf eine geldpolitische Lockerung bei gleichzeitig allmählicher Erholung der Konjunktur für ein konstruktives Umfeld für EM-Renten sorgen. Der Angriffskrieg in der Ukraine ist in der Wahrnehmung der Kapitalmärkte etwas in den Hintergrund getreten, doch es besteht das Risiko, dass Russland im Falle weiterer hoher Gebietsverluste neue Eskalationsstrategien wählt, um den Druck auf die Ukraine zu erhöhen. Das Verhältnis Chinas zum Westen ist nachhaltig beschädigt, und es dürfte in den kommenden Jahren eher um Schadensbegrenzung gehen. Eine baldige Zuspitzung der Auseinandersetzung um die Taiwan-Frage ist nicht Teil unseres Hauptszenarios, muss aber ebenso wie mögliche Waffenlieferungen Chinas an Russland als Risikofaktor berücksichtigt werden.

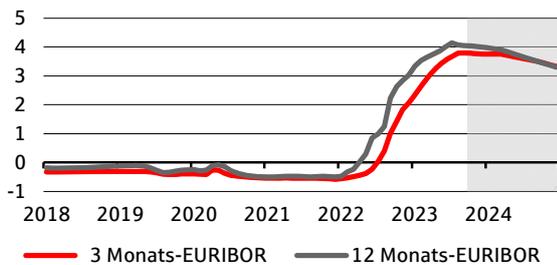
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



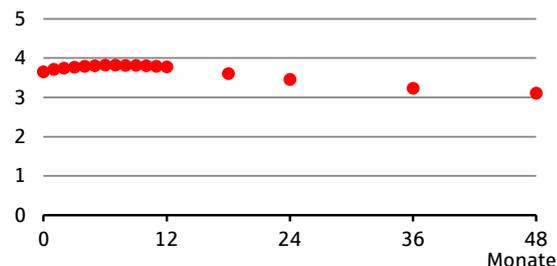
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

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.)	06.09.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,25	4,25	0,50
3 Monats-EURIBOR	3,80	3,74	0,82
12 Monats-EURIBOR	4,05	4,05	1,92
EURIBOR-Future, Dez. 2023	3,89	3,88	2,40
EURIBOR-Future, Dez. 2024	3,29	3,22	2,22
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,25	4,25	4,00
3 Monats-EURIBOR	3,75	3,75	3,50
12 Monats-EURIBOR	4,00	3,90	3,50

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

Im Fokus

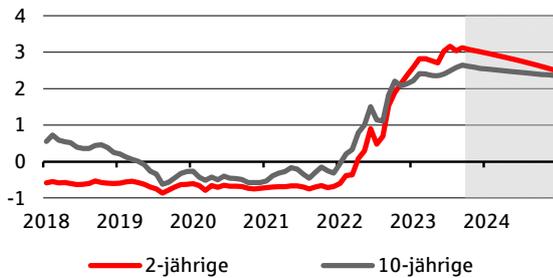
Bei der EZB-Ratssitzung am 14. September ist eine kontroverse Diskussion zu erwarten, ob die Geldpolitik weiter gestrafft werden sollte. Die Notenbankler wollen sicherstellen, dass das Inflationsziel von 2 % spätestens im Jahr 2025 erreicht wird. Trotz Verbesserungen in den vergangenen Monaten deuten die Indikatoren der zugrundeliegenden Inflation dies noch nicht an. Wir gehen jedoch davon aus, dass die neuen makroökonomischen Projektionen letztlich den Ausschlag geben werden, die Leitzinsen nicht weiter anzuheben. Dennoch dürfte die EZB noch für geraume Zeit auf die Möglichkeit zusätzlicher Zinserhöhungen hinweisen, falls die Inflation nicht im erwarteten Ausmaß zurückgeht. Mit dem Beginn von Leitzinssenkungen rechnen wir erst in der zweiten Hälfte kommenden Jahres. Die turnusmäßigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB wurden auch in den vergangenen Wochen nur wenig in Anspruch genommen. Der Abbau der Überschussreserven dürfte daher noch weit von einer kritischen Schwelle entfernt sein, ab der mit Auswirkungen auf die Geldmarktsätze zu rechnen ist.

Perspektiven

Seit ihrem Hochpunkt im Herbst 2022 ist die Inflation deutlich zurückgegangen, und auch die Kernrate dürfte in den kommenden Monaten einem nach unten gerichteten Trend folgen. Dennoch ist noch für längere Zeit mit einer Teuerung weit über dem Inflationsziel von 2 % zu rechnen, vor allem aufgrund stark steigender Löhne. Die EZB beabsichtigt deshalb, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch eine ausreichend restriktive Geldpolitik zu drosseln. Diese hat bereits zu einer erheblichen Straffung des finanziellen Umfelds geführt, die sich zunehmend auch auf die Realwirtschaft auswirkt. Wir gehen deshalb davon aus, dass die EZB die Leitzinsen bei ihrer Ratssitzung am 14. September nicht weiter anheben wird. Den Beginn von Senkungen erwarten wir jedoch erst in der zweiten Hälfte kommenden Jahres, sofern sich der allgemeine Trend von Löhnen und Preisen bis dahin erkennbar abgeschwächt hat. Darüber hinaus wird die EZB den Abbau ihrer Bilanz fortsetzen. Sowohl die sukzessiven Fälligkeiten der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III als auch das Abschmelzen der Wertpapierbestände des APP werden dazu beitragen, die Überschussreserven der Banken zu reduzieren. Dennoch bleiben diese noch für längere Zeit hoch genug, um die Geldmarktsätze an den EZB-Einlagensatz zu koppeln. Mit einer Beschleunigung des Bilanzabbaus durch Wertpapierverkäufe oder eine Reduktion auch der Anleihebestände des PEPP rechnen wir zumindest in näherer Zukunft nicht.

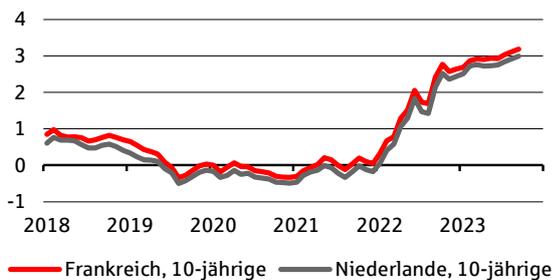
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



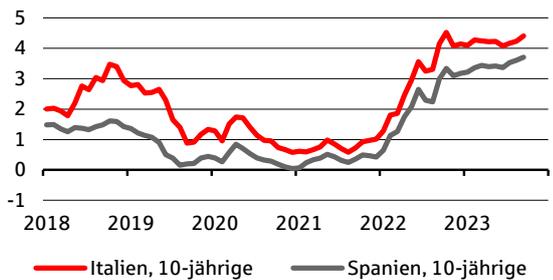
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	06.09.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	3,12	3,01	1,12
Deutschland 10J	2,65	2,56	1,64
Frankreich 10J	3,18	3,09	2,23
Italien 10J	4,40	4,21	4,00
Spanien 10J	3,70	3,59	2,82
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	3,00	2,90	2,65
Deutschland 10J	2,55	2,50	2,40

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

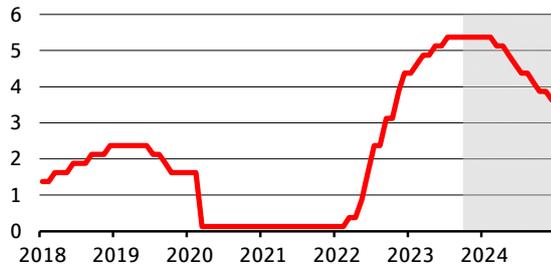
In den vergangenen Wochen haben die Marktteilnehmer zum einen ihre Erwartungen bezüglich des Hochpunkts der EZB-Leitzinsen nach unten korrigiert. Zum anderen gehen sie von einer etwas später beginnenden Lockerung der Geldpolitik aus. Beide Anpassungen sollten sich noch etwas weiter fortsetzen und in der Summe zu leicht fallenden Renditen kurzlaufender Bundesanleihen führen. Am langen Ende sind die langfristigen Inflationserwartungen ein wichtiger Ankerpunkt für den Markt, da positive reale Renditen starkes Kaufinteresse von Anlegern generieren. In den kommenden Monaten sollten die rückläufigen Inflationsraten dämpfend auf die Inflationserwartungen und damit auch auf die Renditen langlaufender Bundesanleihen wirken. Zudem sollten die von US-Treasuries ausgehenden Belastungen tendenziell abnehmen.

Perspektiven

Vor dem Hintergrund einer nur langsam nachlassenden Kerninflation und einer deshalb anhaltend restriktiven Geldpolitik erwarten wir einen noch für längere Zeit inversen Verlauf der Bundkurve. Allerdings rechnen wir dabei mit tendenziell sinkenden Renditen. Wichtigste Triebfeder hierfür dürfte am kurzen Ende die zunehmende Überzeugung sein, dass die Leitzinsen ihren Zenit bereits erreicht haben. Allerdings sollte sich der Rückgang der Renditen hier zunächst nur langsam vollziehen, da wir die Markterwartungen über das Ausmaß von Leitzinssenkungen im kommenden Jahr für überzogen halten. Die Renditen langlaufender Bundesanleihen dürften neben mittelfristig bevorstehenden Leitzinssenkungen vor allem die rückläufigen Inflationsraten und dadurch sinkende langfristige Inflationserwartungen widerspiegeln. Zudem dürften näher rückende Leitzinssenkungen der Fed und deshalb fallende Renditen von US-Treasuries im Euroraum in erster Linie auf das lange Ende der Zinskurven ausstrahlen. Zugleich hält sich der Aufwärtsdruck auf die Renditen durch den Bilanzabbau der EZB bislang in Grenzen, und gerade im Fall von Leitzinssenkungen wäre nicht mit einer aggressiven Reduktion auch der Wertpapierbestände des PEPP zu rechnen. Von den 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.

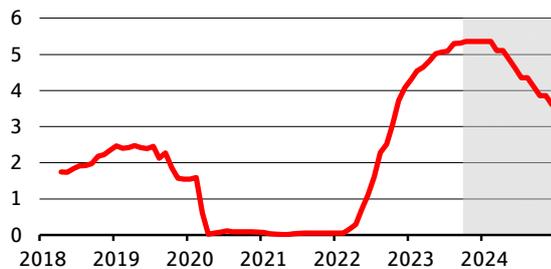
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



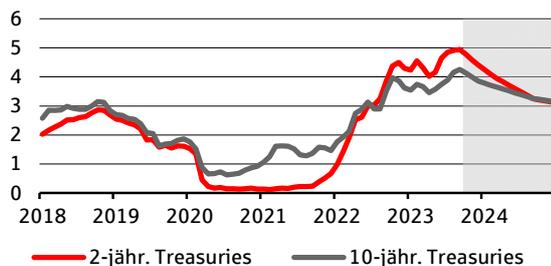
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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.)	06.09.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	5,25-5,50	5,25-5,50	2,25-2,50
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,31	5,30	2,29
Renditen 2-j. Treasuries	5,02	4,76	3,50
Renditen 10-j. Treasuries	4,28	4,03	3,35
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	4,00-4,25
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,36	5,11	4,11
Renditen 2-j. Treasuries	4,40	3,95	3,25
Renditen 10-j. Treasuries	3,85	3,65	3,25

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

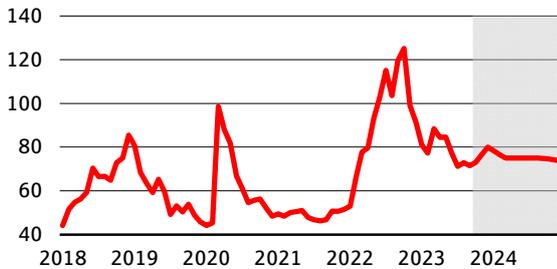
Die jüngsten Daten zur Entwicklung der Preise und des Arbeitsmarktes bestätigen unsere Einschätzung, dass die Fed nach der Zinserhöhung im Juli keine weitere Anpassung nach oben vornehmen wird. Aus geldpolitischer Sicht ist die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts von geringerer Bedeutung. Allerdings war die Dynamik in den vergangenen Monaten sehr hoch und bedeutend kräftiger als von uns erwartet. Sollte sich diese Dynamik über einen längeren Zeitraum fortsetzen, würde das Ausmaß der geldpolitischen Lockerung im kommenden Jahr geringer ausfallen. Bislang gehen wir nicht davon aus, dass sich die US-Wirtschaft auf der konjunkturellen Überholspur befindet und erwarten vielmehr im Winterhalbjahr ein schwächeres Wachstum.

Perspektiven

Das Jahr 2022 war für den US-Rentenmarkt einschneidend. Denn erstmals seit mehreren Jahrzehnten gab es gravierende 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 Fed setzte in der ersten Jahreshälfte 2023 den Weg der geldpolitischen Straffung fort, wenngleich mit verringertem Tempo. Mit der Zinsanhebung im Juli dürfte das Ende des Zinserhöhungspfades erreicht worden sein. Entsprechend steht am Rentenmarkt hinsichtlich der Renditen der Weg nach unten im Fokus. Hierbei ändern sich die Einschätzungen der Märkte, ab wann und in welchem Ausmaß die Fed die Leitzinsen senken wird, je nach aktueller Datenlage sehr deutlich, was sich in spürbar schwankenden Renditen für US-Staatsanleihen widerspiegelt. Der Ausblick für das Jahr 2024 und darüber hinaus hängt maßgeblich von der Inflationsentwicklung ab. Und auch die Entwicklung am Arbeitsmarkt ist bedeutsam. Von geringerer Relevanz, wenn auch nicht vollkommen vernachlässigbar, ist hingegen die konjunkturelle Entwicklung. Nur Extremszenarien – eine überaus starke wirtschaftliche Erholung bzw. eine scharfe Rezession – hätten spürbaren Einfluss auf den mittelfristigen Inflationsausblick.

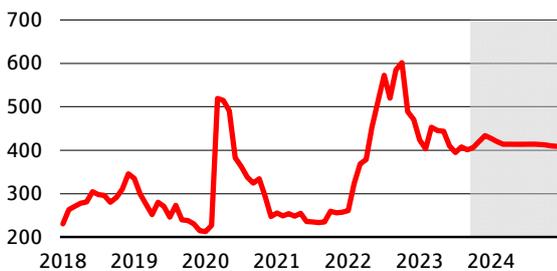
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



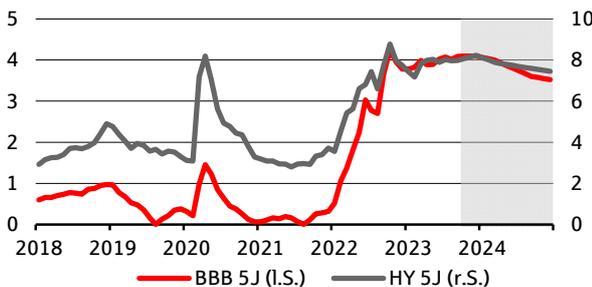
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates 5 Jahre (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	06.09.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	71	71	117
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	399	397	574
Corporates BBB 5J (%)	4,16	3,99	3,38
Corporates HY 5J (%)	7,99	7,91	7,52

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen handeln in Anbetracht der nur schwachen Wirtschaftslage auf erstaunlich niedrigem Niveau. Die Neuemissionspause während der Sommerferien hat die Spreads am Kassamarkt zusätzlich unterstützt. Vor allem aber sind die Geschäftsergebnisse großer europäischer Unternehmen zum zweiten Quartal überwiegend recht gut ausgefallen, und einige Firmen haben trotz einbrechender Stimmungsindikatoren ihre Prognosen für die zweite Jahreshälfte sogar etwas angehoben. Die Wiederaufnahme des Neuemissionsmarktes nach der Sommerpause hat bisher gut funktioniert. Die meisten Anleihen sind kräftig gezeichnet worden und konnten auch im Sekundärmarkt gut performen. Das absolute hohe Renditeniveau lässt Unternehmensanleihen weiterhin attraktiv erscheinen.

Perspektiven

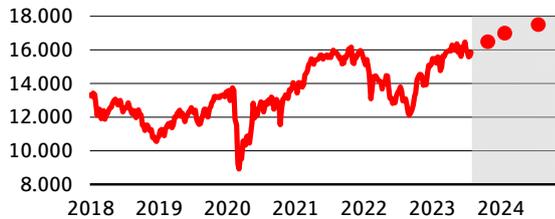
Die Kreditmärkte werden vor allem von dem sehr starken Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus dominiert. Die Renditen von Unternehmensanleihen aus dem Investmentgradebereich hielten sich dadurch seit dem Frühjahr auf vergleichsweise hohem Niveau stabil. Anziehende Bundrenditen wurden teilweise mit Rückgängen der Risikoaufschläge für Corporates kompensiert. In der Folge sind die Spreads angesichts der nur schwachen Konjunkturentwicklung auf ein überraschend niedriges Niveau gesunken. Bis in den Winter hinein ist besonders in Deutschland, aber auch in Euroland mit enttäuschenden Wirtschaftszahlen zu rechnen, die immer mal wieder auch Spread-Ausweitungen mit sich bringen dürften. Für die großen Unternehmen hellen sich mittelfristig die Umsatz- und Gewinnperspektiven aber schon wieder leicht auf, und die absoluten Renditen von Unternehmensanleihen bieten einen ordentlichen Puffer, um vorübergehende Rückschläge abfedern zu können.

Anmerkung

Der iTraxx Europe Index wird aus 125 europäischen Unternehmen und Finanzinstituten 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- und Spezialindizes, beispielsweise den iTraxx Financials oder den iTraxx Crossover, der aus Unternehmen aus dem High Yield-Bereich gebildet wird.

Aktienmarkt Deutschland

DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung DAX	von bis	06.09.17 06.09.18	06.09.18 06.09.19	06.09.19 06.09.20	06.09.20 06.09.21	06.09.21 06.09.22	06.09.22 06.09.23
		-2,12%	1,98%	5,34%	24,06%	-19,21%	22,30%

Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	06.09.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	15.741	15.952	12.871
DAX (Veränd. in % seit ...)		-1,32	22,30
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	16.500	17.000	17.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.- Verhältnis	Kurs-Buchw.- Verhältnis	Dividenden- rendite %
DAX aktuell	10,77	1,32	4,30
DAX Ø (10 Jahre roll.)	13,10	1,53	3,26

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

Im Fokus

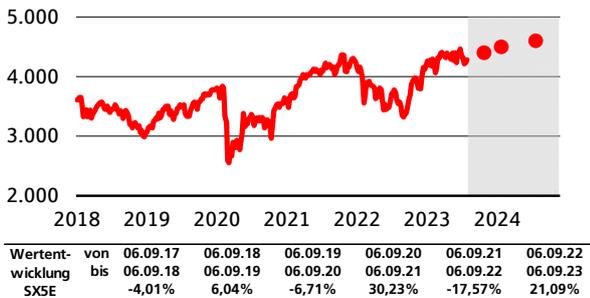
Die Einkaufsmanagerindizes signalisieren, von sehr niedrigen Niveaus aus kommend, eine leichte Verbesserung der Stimmung im verarbeitenden Gewerbe. Dafür beginnen sich die Dienstleistungsbereiche jetzt etwas abzuschwächen. Der Konjunktur fehlen die positiven Impulse. Eine weitere spürbare Eintrübung zeichnet sich allerdings nicht ab. Die Unternehmen kommen mit dem niedrigen Wachstum bislang gut zurecht, und für die kommenden Quartale ist mit einem leichten Anstieg in den Ergebniszahlen zu rechnen. Die Bewertung der DAX-Unternehmen liegt unterhalb langjähriger Durchschnittswerte, was das Ausmaß von etwaigen Kurskorrekturen begrenzt halten sollte. Gleichzeitig bildet die Bewertung eine solide Ausgangsbasis für wieder steigende Kurse. Hinzu kommt, dass die Inflation im vierten Quartal zurückgehen wird und der Zinsgipfel in Sichtweite bzw. schon erreicht ist. In dieser Kombination ist zwar weiter mit Schwankungen, mittelfristig aber mit steigenden Notierungen zu rechnen.

Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft bleibt besonders hart vom Russland-Ukraine-Krieg getroffen. Die im globalen Vergleich sehr hohen Rohstoffpreise, die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung in der Energieversorgung sowie die stark angestiegenen Zinsen belasten den Wachstumsausblick. Deutschland steckt im Jahr 2023 in der Rezession fest und wird im kommenden Jahr nur leicht wachsen. Das zieht auch die Unternehmen in Deutschland in Mitleidenschaft. 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 Gewinnrendrend aufgrund der stabil erwarteten globalen Konjunktur aber gut abgesichert. Die EZB hat ihre Politikausrichtung deutlich verändert. Das Anleihekaufprogramm ist beendet, die betreffenden Reinvestitionen gestoppt, und die Leitzinsen wurden in großen Schritten nach oben genommen. Allerdings dürfte nun das Ende des Leitzinserhöhungszyklus erreicht sein. 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.

Aktienmarkt Euroland

EURO STOXX 50 (Indexpunkte)



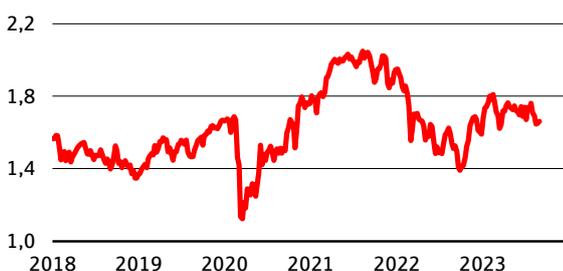
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	06.09.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.238	4.333	3.500
EURO STOXX 50 (Veränd. in % seit ...)		-2,2	21,1
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.400	4.500	4.600
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EURO STOXX 50 aktuell	11,9	1,7	4,0
EURO STOXX 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,9	1,5	3,7

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

Im Fokus

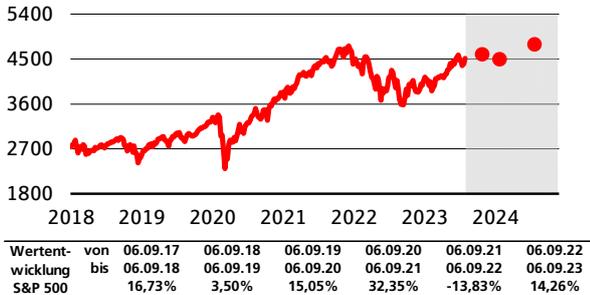
Nachdem sie Ende Juli kurzzeitig ein Fünfzehnjahreshoch erreicht hatten, korrigierten die Euroland-Aktien im Laufe des August. Seit etwa einem halben Jahr handeln Euroland-Aktien in einem engen Seitwärtsband. Weiterhin fehlt Euroland ein Katalysator für eine bessere Wertentwicklung, also ein klarer Grund für internationale Investoren, nun wieder Euroland-Aktien zu kaufen. Das Wirtschaftswachstum ist verhalten, der Druck bei der Kerninflation weiterhin hoch, und Kursphantasie durch Megathemen wie Künstliche Intelligenz ist rar. Schrittweise sollten die im kommenden Jahr deutlich verbesserten Wachstumsaussichten in den Anlegerfokus rücken und die Märkte unterstützen. Neben der verhaltenen Positionierung und dem eher negativen Sentiment für Euroland-Aktien bietet auch die moderate Bewertung Unterstützung, sobald es bessere Nachrichten von Seiten der Konjunktur oder der Unternehmen gibt. Saisonal ist der September allerdings historisch kein leichter Monat für die Aktienmärkte.

Perspektiven

Die direkten Folgen der Corona-Pandemie und des russischen Angriffs auf die Ukraine wurden aus Kapitalmarktsicht in Euroland recht gut gemeistert. Die befürchtete Gasmangellage ist ebenso ausgeblieben wie eine scharfe Rezession. Die Volkswirtschaften und vor allem die Unternehmen haben sich als sehr anpassungsfähig erwiesen. Aber das Inflationsthema dürfte die Märkte noch lange beschäftigen. Damit sind hohe Leit- und Kapitalmarktzinsen und im Risikoszenario auch eine spürbare Rezession verbunden. Euroland-Aktien sind im Durchschnitt zwar nicht mehr günstig, aber auch nicht teuer, und sie bieten attraktive Dividendenrenditen. Allerdings verzerren die niedrigen Bewertungen von strukturell unter Druck stehenden Sektoren wie Energie, Banken und Automobile das Bild. Relativ neu ist, dass den Anlegern wieder Zinspapiere mit soliden Renditen zur Verfügung stehen. Viele Risiken sind aktuell eher diffus, zeichnen sich nicht konkret ab. Hierzu zählen weitere Turbulenzen im Bankensektor oder andere Nebenwirkungen der straffen Geldpolitik, eine weitere Eskalation im Russland-Ukraine-Krieg, erneute Probleme mit der Energieversorgung sowie eine dauerhaft hohe Inflation, welche die Zentralbanken zu einer nochmals verschärften geldpolitischen Straffung zwingen würde. Käufe sollten regelmäßig erfolgen, um Schwächeperioden vorteilhaft für den langfristigen Positionsaufbau zu nutzen.

Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



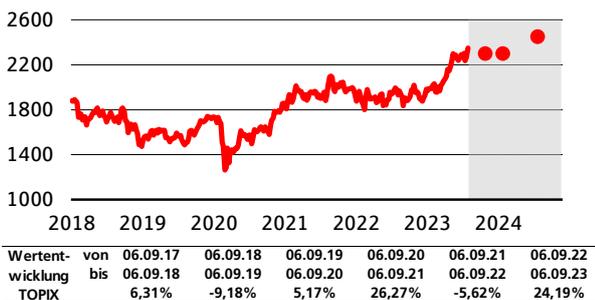
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	06.09.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	4.465	4.478	3.908
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		-0,3	14,3
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	4.600	4.500	4.800
TOPIX (Indexp.)	2.300	2.300	2.450
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	19,2	3,8	1,6
TOPIX	14,9	1,3	2,4

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

USA

Von Mitte März bis Ende Juli legten US-Aktien kräftig an Wert zu. Daher war die folgende Konsolidierung gesund, zumal sie relativ moderat ausfiel und die Kurse sich schnell wieder stabilisierten. Katalysator für die Gewinnmitnahmen waren die deutlich gestiegenen Nominal- und vor allem Realrenditen. Historisch ist der September ein schwieriger Monat für die Aktienmärkte, und fundamental sind US-Aktien weiterhin nicht günstig. Aber die Berichtssaison für das dritte Quartal, welche Mitte Oktober startet, sollte erneut überzeugend verlaufen, denn das US-Wachstum überrascht bisher eindeutig positiv. Das spiegelt sich allerdings nur unzureichend in den Gewinnrevisionen der Analysten wider. Anleger sollte vor allem in Schwächephasen Aktienengagements erhöhen.

Japan

Nach einer kurzen Konsolidierung setzten japanische Aktien ihre Rally fort und erreichten den höchsten Stand seit über 30 Jahren. Die Wiederentdeckung des Marktes durch internationale Anleger hält an, begünstigt durch den Einstieg von Warren Buffett bei mehreren japanischen Firmen. Anleger setzen auf positive Gewinnrevisionen, Fortschritte bei der Unternehmensführung und verbessertes nominales Wachstum im Rahmen der Überwindung der Deflation.

Perspektiven

Weiterhin überzeugt in den USA der Konsum, der Arbeitsmarkt ist stabil, und der Immobilienmarkt erholte sich zuletzt. In Summe haben sich die Wachstumsperspektiven in den letzten Monaten klar verbessert, und gleichzeitig hat der Inflationsdruck nachgelassen. Das wurde von den Anlegern entsprechend positiv aufgenommen, verstärkt durch das sich abzeichnende Ende des Fed-Zinserhöhungszyklus. Aus Anlegersicht die ideale Kombination: Goldilocks! Weiterhin besteht allerdings das Risiko, dass die zahlreichen Leitzinsanhebungen erst mit deutlicher Zeitverzögerung auf die wirtschaftliche Aktivität durchschlagen. Gleiches gilt für unerwünschte Nebenwirkungen, wie das Beben bei den Regionalbanken im Frühjahr zeigte.

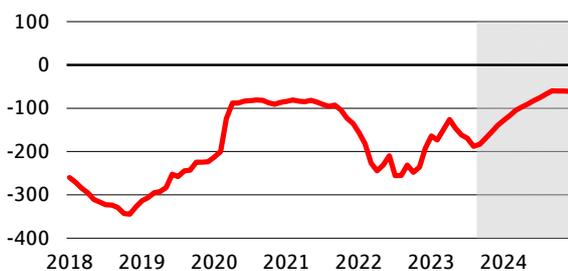
Währungen: EUR-USD

Wechselkurs (US-Dollar je Euro)*



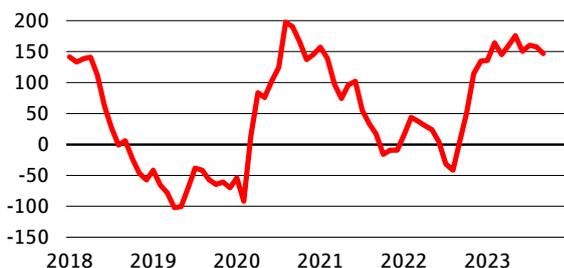
* Anstieg bedeutet Aufwertung des Euro
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	06.09.2023	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,07	1,10	1,11	1,13
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-189	-140	-105	-60
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-163	-130	-115	-85
Leitzins EZB (%)	4,25	4,25	4,25	4,00
Leitzins Fed (%)	5,25-5,50	5,25-5,50	5,00-5,25	4,00-4,25
Konjunkturdaten	2022	2023P	2024P	
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	3,3	0,8	1,3	
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	2,1	2,2	1,2	
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,4	5,6	2,8	
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	4,0	2,0	

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

Im Fokus

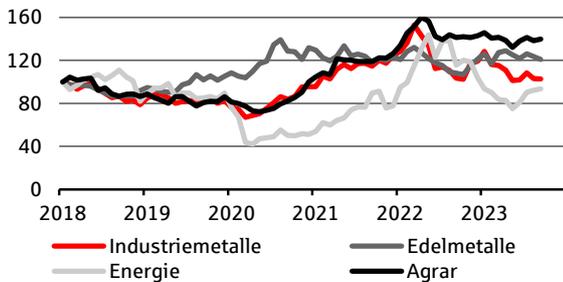
Der EUR-USD-Wechselkurs ist in den vergangenen vier Wochen weiter gesunken. Der Rückenwind für den US-Dollar lässt somit noch nicht nach. Zum einen wurde die Erwartung, dass die US-Notenbank höhere Leitzinsen für längere Zeit anstrebt, unter den Marktteilnehmern zunehmend zum Konsens. Zum anderen bekommt der US-Dollar von Seiten einer überraschend hohen Wachstumsdynamik der US-Wirtschaft Unterstützung. Diese dürfte allerdings zum Jahreswechsel hin mit zunehmender Wirksamkeit der restriktiven Geldpolitik nachlassen. Anzeichen dafür bot auch der jüngste US-Arbeitsmarktbericht. Schließlich erwarten wir einen deutlichen Rückgang der US-Renditen und somit eine Einengung der derzeit noch hohen Renditedifferenz zu den Bundesanleihen. So dürfte der Wind in den kommenden Monaten zugunsten des Euro drehen.

Perspektiven

Nach dem Zwanzigjahrestief von 0,96 USD je EUR im September 2022 hat der EUR-USD-Wechselkurs mittlerweile deutlich nach oben korrigiert. Dazu beigetragen haben die beherzten Leitzinserhöhungen der EZB seit Mitte 2022, wodurch die Leitzinsdifferenz zur US-Notenbank Fed sowie der Zinsvorsprung der US-Renditen gegenüber den Bundrenditen gesunken ist. Aufgrund der Datenabhängigkeit der Notenbanken beim Vortasten zur ihren Leitzinshochs haben sich die Markterwartungen an die Leitzinspfade der Notenbanken seit Jahresanfang mehrmals geändert. Das hat dem Euro gegenüber dem US-Dollar einen leichten, schwankungsreichen Aufwärtstrend beschert. Insgesamt sind die Leitzinsen in den USA höher als in Euroland, was dem US-Dollar in diesem Jahr gute Unterstützung bietet. In unserem Ausblick für das EUR-USD-Währungspaar stehen beiden Währungsräumen etwa zwei Jahre restriktiver Geldpolitik bevor, wieder sinkende Zinsen, eine recht widerstandsfähige wirtschaftliche Entwicklung sowie der Rückgang der Inflation in Richtung der Notenbankziele von 2 %. Mit diesen Annahmen einer makroökonomischen Normalisierung erwarten wir perspektivisch auch eine Normalisierung des EUR-USD-Dollar-Wechselkurses hin zu einem höheren Niveau. Somit sollte der Euro seine Unterbewertung gegenüber dem US-Dollar insbesondere ab 2024 zunehmend abbauen können.

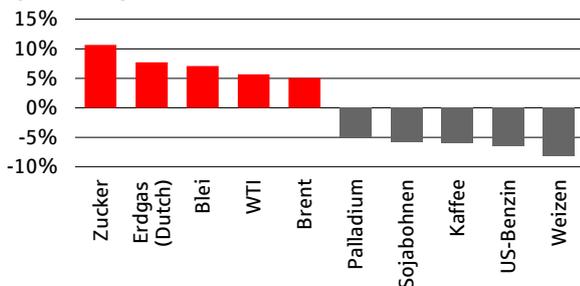
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2018 = 100)



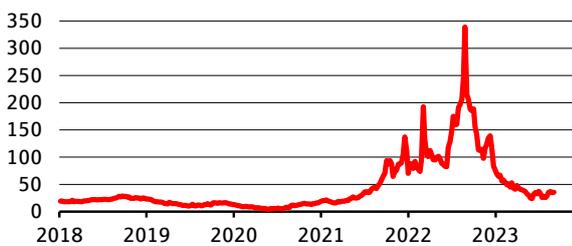
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	06.09.2023	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	37,1	3,2	-28,2
BCOM Industriemet.	142,6	-2,3	-3,9
BCOM Edelmetalle	214,2	-1,8	11,2
BCOM Agrar	67,2	0,6	-0,9

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

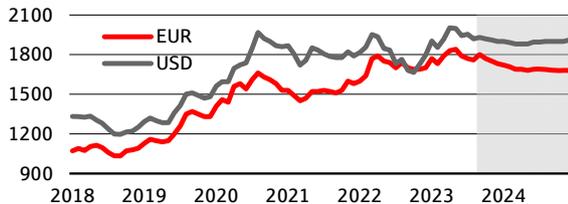
Wieder einmal übertraf die prozentuale Preisveränderung des europäischen Gaspreises die Preisausschläge an vielen anderen Rohstoffmärkten. Der Gaspreis bleibt äußerst volatil: Zunächst ging es kräftig nach oben, seit Ende August dann wieder nach unten, weil sich die streikbedingten Angebotsorgen bezüglich der australischen LNG-Exporte zeitweise verringert hatten. Doch die Streiks konnten nicht abgewendet werden. Auch die anderen Energierohstoffe haben sich verteuert, und einige Industriemetallpreise legten ebenfalls zu. Das darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass China, dessen Nachfrage ausschlaggebend ist für viele Metallpreise, weiterhin mit großen Problemen im Immobilien- und Bausektor kämpft, und diese sind wesentlich für die Metallmärkte. Bei den Edelmetallen konnte sich Gold in der Wertentwicklung zeitweise etwas nach oben absetzen, während vor allem Silber und Platin günstiger wurden. Das Verhältnis zwischen dem Gold- und dem Silberpreis stieg entsprechend und überstieg wieder die Marke von 80. Werte oberhalb dieser Marke deuten in der Tendenz auf eine relative Unterbewertung von Silber gegenüber Gold hin. Nach vorne blickend verschieben sich die Risiken für Konjunktur und Märkte ein wenig von den Inflations- und weiteren Zinssteigerungssorgen hin zu möglicherweise mit Verzögerung auftretenden konjunkturellen Bremswirkungen der geldpolitischen Straffung. Dies und die Unsicherheit bezüglich des zu erwartenden chinesischen Wachstums werden auf absehbare Zeit auf der Rohstoffpreisentwicklung lasten.

Perspektiven

Das schwache weltwirtschaftliche Wachstum, die erhöhte Inflation und die geldpolitische Straffung sind dominierende Themen. In den USA und in Europa wird mit einer wirtschaftlichen Schwächephase gerechnet. Aber auch das chinesische Wachstum dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit nur moderat bleiben. Das neue globale Gleichgewicht wird längerfristig von stärkeren regionalen Produktionsmustern geprägt sein und einer dauerhaften wirtschaftlichen Abkopplung Russlands vom Westen. 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 kommenden Jahr durch die Geldpolitik etwas Unterstützung erfahren, und die geopolitische Risikoprämie könnte wohl für eine längere Zeit erhöht bleiben. Grundsätzlich gilt es zu beachten, dass bei Rohstoffanlagen jederzeit starke Wertschwankungen auftreten können.

Rohstoffe: Gold

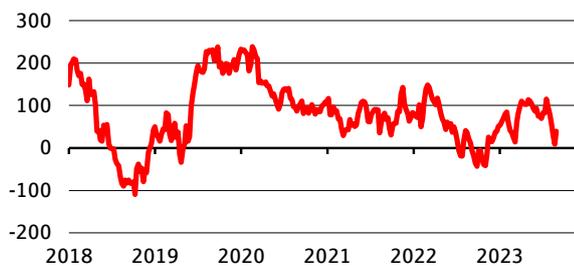
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	31.08.17	31.08.18	31.08.19	31.08.20	31.08.21	31.08.22	31.08.23
Gold in Euro			-6,62%	33,75%	19,03%	-6,78%	11,04%	5,19%
Gold in USD			-8,87%	26,75%	29,38%	-7,85%	-5,45%	13,40%

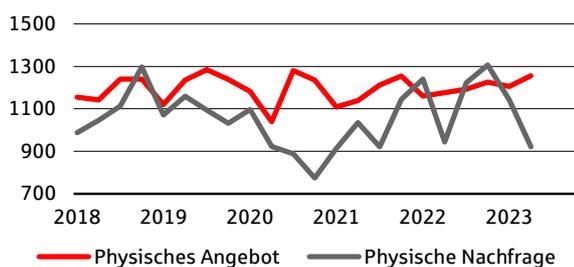
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	06.09.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1796,29	1758	1719
Gold (USD je Feinunze)	1925,80	1940	1703
Silber (EUR je Feinunze)	21,65	21	18
Silber (USD je Feinunze)	23,21	24	18
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Gold (EUR je Feinunze)	1730	1690	1680
Gold (USD je Feinunze)	1900	1880	1900

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

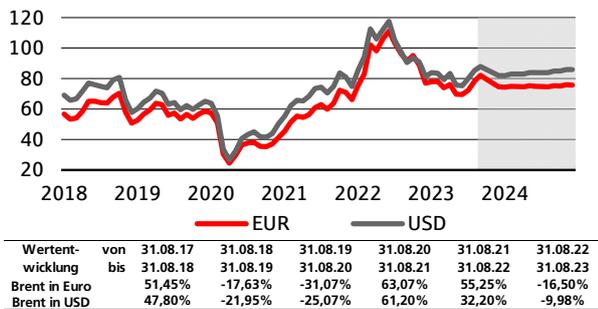
Der Goldpreis atmet mit den Zinserwartungen, insbesondere auch in Bezug auf die US-Notenbank Fed. Der weiter nachlassende Inflationsdruck bestärkte zuletzt die Markterwartung, dass die Fed auf dem Zinshochpunkt angekommen sei und im nächsten Jahr die Leitzinsen wieder senken werde. Dies stützte die Goldnotierung und sie konnte sich wieder über der Marke von 1.900 US-Dollar je Feinunze etablieren. Allerdings dürfte Gold erst mit dem Näherrücken der ersten Leitzinssenkungen durch die Fed im kommenden Frühjahr auf einen neuen, belastbaren Aufwärtstrend einschwenken. Bis dahin muss immer wieder mit leichten Rücksetzern gerechnet werden.

Perspektiven

Die hohen Inflationsraten haben dafür gesorgt, dass die großen Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel gestrafft haben. Die US-Notenbank Fed und die EZB dürften ihren Leitzinserhöhungszyklus inzwischen aber weitestgehend beendet haben. Die Leitzinsen sollten vorerst auf den erhöhten Niveaus verharren und erst im Verlauf von 2024 wieder moderat zurückgehen. Die Belastungen von Seiten der geldpolitischen Straffung sind also ausgelaufen, eine gemäßigte Preisstütze in Form von Zinsrückgängen dürfte im kommenden Jahr erfolgen. Auch bleiben die risikolosen Zinsen, also die Opportunitätskosten der (zinslosen) Goldhaltung, im gesamten Prognosezeitraum im historischen Vergleich auf moderaten Niveaus. Preisstützend wirkt zudem, dass die geopolitische Risikoprämie, die der Krieg Russlands gegen die Ukraine nach sich zieht, noch längere Zeit erhalten bleibt. In der Summe erwarten wir, dass der Goldpreis perspektivisch auf einen moderaten Aufwärtstrend zurückkehren wird.

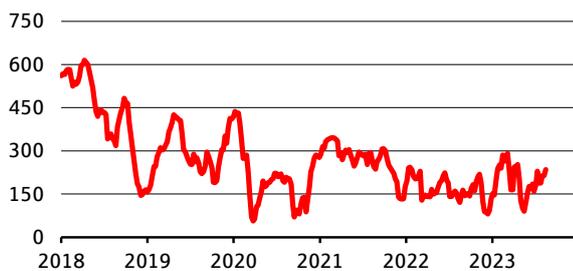
Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



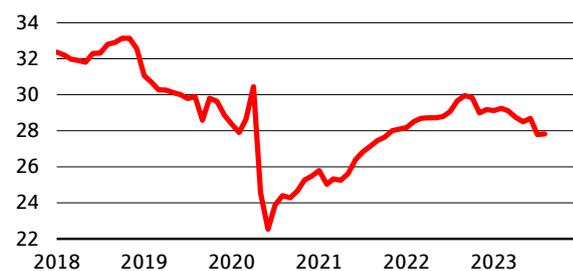
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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)	06.09.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	84,5	78,2	93,7
Brent (USD)	90,6	86,2	92,8
WTI (USD)	87,5	82,8	86,9
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	75	75	75
Brent (USD)	82	83	85
WTI (USD)	78	79	81

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

Die Ölpreise sind weiter – über das Niveau von 85 US-Dollar je Fass – angestiegen, was in erster Linie auf eine Verknappung des Angebots zurückzuführen ist. Die Strategie der OPEC+, ihre Ölförderung zu reduzieren, um kein Überangebot und damit keinen Ölpreisverfall zuzulassen, funktioniert. So hat Saudi-Arabien seine freiwillige Fördermengen Kürzung bis zum Jahresende verlängert und stützt damit die Preise durch die Erwartung von Angebotsknappheit am globalen Ölmarkt in der zweiten Jahreshälfte. Derweil ist die Nachfrage nach Öl nicht besonders stark, ausgehend auch von der wirtschaftlichen Schwäche in China, den USA und Europa. Wir erwarten für die kommenden Quartale vom aktuellen Preisniveau aus keine weitere, starke Verteuerung von Rohöl. Denn das konjunkturelle Umfeld ist zu schwach, um deutlich höhere Ölpreise ohne eine entsprechende negative Nachfragereaktion durchzusetzen.

Perspektiven

Die hohe Inflation und die dadurch ausgelöste geldpolitische Straffung der Notenbanken bremsen die Konjunktur vorübergehend und in moderatem Ausmaß. Es wird eine wirtschaftliche Schwächephase durchlaufen, aber eine scharfe Rezession mit einem entsprechenden Einbruch bei der Ölnachfrage ist nicht zu erwarten. Chinas Wirtschaft wächst im Prognosezeitraum aufgrund anhaltender inländischer Probleme schwach, die globale Ölnachfrage wird aber moderat zunehmen. Die Länder der OPEC+ haben als Reaktion auf die schwächeren Ölnachfrageerwartungen ihre Strategie der Fördermengen Kürzung auch für das Jahr 2024 verlängert und würden bei Bedarf die Produktion noch 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: 70 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken haben ihren Leitzinsanhebungszyklus weitgehend abgeschlossen und agieren mit aufmerksamem Blick auf die Datenlage. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst ab 2024 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 die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell niedriger als Inflationsraten bleiben. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen für lange Zeit zu deutlich höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer extrem restriktiven Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Belastungen durch spürbar gestiegene Zinsen lösen eine globale Bankenkrise aus.
- 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.
- 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.

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: 07.09.2023 (7 Uhr)
Nächste Ausgabe: 13.10.2023

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