

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

Februar 2022

Veränderte Wahrnehmung der Welt.



Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

das Jahr 2022 ist noch jung. Die konjunkturelle Entwicklung müht sich erwartungsgemäß durch das Omikron-belastete Winterhalbjahr. Verbraucher wie Unternehmen sehnen sich

nach sinkenden Corona-Ansteckungszahlen, abflauenden Liefer- und Transportengpässen sowie geringeren Inflationsraten. An diesem Bild hat sich in den letzten Wochen wenig verändert. Doch kann man ein unverändertes Bild auch aus einem anderen Blickwinkel betrachten, und schon nimmt man es anders wahr. Genau dies hat an den Finanzmärkten Anfang Februar fast schlagartig zu größeren Bewegungen geführt. Auslöser war, dass die Notenbanken deutlicher als zuvor ihre veränderte Wahrnehmung der Welt kundgetan haben und damit vor allem zu einer Neubewertung an den Zins- und Rentenmärkten beigetragen haben.

Die US-Notenbank Fed und viele andere Zentralbanken, zuletzt sogar die Europäische Zentralbank (EZB), haben inzwischen klar signalisiert, dass sie die ultra-expansive Geldpolitik entschlossen und schneller als bislang gedacht beenden wollen. Der Grund für die ungewohnte Dynamik ist weniger der Umstand, dass die derzeit hohen Inflationsraten einen zäheren Rückzug antreten werden als bisher prognostiziert. Es ist vielmehr die neue Überzeugung der Geldpolitiker, dass die konjunkturelle Erholung der letzten eineinhalb Jahre so stark war und dass am Arbeitsmarkt kräftigere Lohnsteigerungen absehbar sind, sodass die ultra-lockere Geldpolitik nicht mehr erforderlich ist. Damit sind die Rückführung der Anleihekaufprogramme und erste Leitzinserhöhungen in greifbarer Nähe gerückt. Das muss von den Finanzmärkten erst einmal verkraftet bzw. eingepreist werden.

Und schon erscheinen negativ rentierende Bundesanleihen wie ein Relikt aus einer vergangenen Zeit. Das ausstehende Volumen an Anleihen mit negativer Rendite hat

sich – global betrachtet – in den zwei Wochen um den Monatswechsel Januar/Februar 2022 mehr als halbiert. Die Zinswende ist da, die Nominalrenditen sind in positives Terrain gekommen, um dort auch zu bleiben. Das darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Realrenditen, also die Renditen abzüglich der Inflation, weiterhin deutlich im Minus verharren.

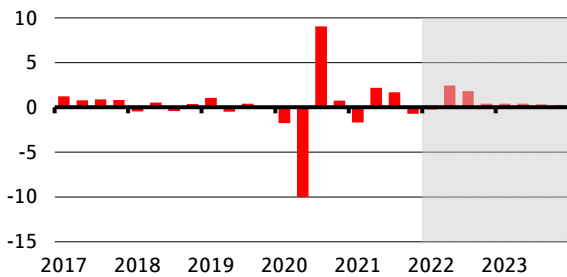
Selbst wenn uns der geldpolitische Kurswechsel insbesondere von der Europäischen Zentralbank unerwartet abrupt zur Kenntnis gebracht wurde, sind die mittelfristigen Konjunkturperspektiven nach wie vor aufwärtsgerichtet. Denn die Notenbanken wollen die Zinsschraube nicht bis in den restriktiven Bereich überdrehen. Geht die monetäre Normalisierung wie avisiert lediglich in den neutralen Leitzinsbereich, dann sind die Umsatz- und Gewinnperspektiven für die Unternehmen grundsätzlich weiter intakt. Bei aller zu erwartenden Volatilität in den anstehenden Wochen, nicht zuletzt auch aufgrund des geopolitischen Säbelrasselns an der russisch-ukrainischen Grenze, sollten perspektivisch auch wieder neue Höchststände beim Deutschen Aktienindex DAX erreicht werden können.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

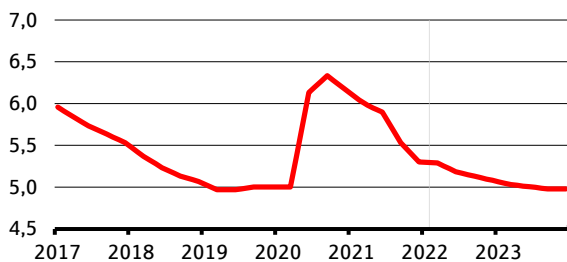
Konjunktur Deutschland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



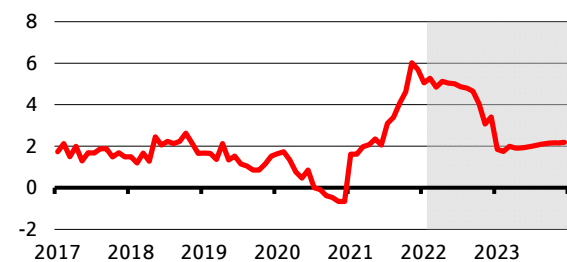
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, nationale Definition)



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2021P	2022P	2023P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	2,8	3,3	2,6
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,7	5,2	5,0
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	3,2	4,6	2,0
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,3	-3,0	-0,4
Schuldenstand des Staates*	74,2	72,9	71,4
Leistungsbilanzsaldo*	6,8	6,9	7,2
	Nov 21	Dez 21	Jan 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	6,0	5,7	5,1
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,3	5,2	5,1
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	57,4	57,4	59,8
ifo Geschäftsklima (Punkte)	96,6	94,8	95,7

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

Im Fokus

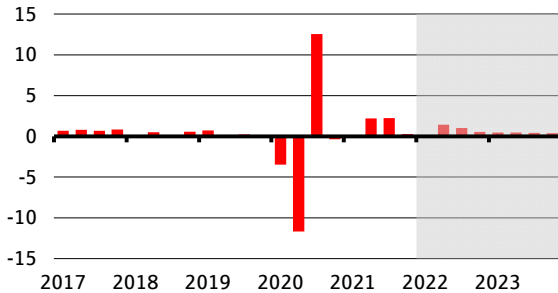
Die Dezember-Daten brachten den erwarteten Einbruch des Einzelhandelsumsatzes. Er dürfte symptomatisch für weitere Dienstleistungsbranchen sein, die unter den Corona-Restriktionen leiden. Leichte Erholungstendenzen zeigte dagegen die Industrie, deren Produktion und Auftragseingänge nach oben zogen, vor allem dank einer Erholung der Aktivität in der Automobilindustrie. Unsere wöchentlichen Indikatoren deuten für den Januar eine anhaltende Schwäche der Dienstleistungsbranchen und eine geringe industrielle Aktivität an. Immerhin äußern die Unternehmen deutlich zuversichtlichere Erwartungen für das nächste halbe Jahr.

Perspektiven

Das Winterhalbjahr 2021/2022 ist geprägt durch einen Dreiklang in Moll: anhaltende Lieferkettenprobleme, hohe Energiepreise und – wieder einmal – die Corona-Pandemie. So besteht die Gefahr, dass die Konjunktur abermals von der Angebots- und von der Nachfrageseite in die Zange genommen wird. Die Pandemie hinterlässt zudem bleibende Spuren in der Finanzpolitik. Die Verschuldung von Bund, Ländern, Gemeinden und Unternehmen hat in dieser Bewährungsprobe spürbar zugenommen, und es gilt nun, diese behutsam wieder zurückzuführen. Dabei wird auch darauf zu achten sein, dass die helfende Hand des Staates nicht zu einer lenkenden wird. Die Sanierung der Staatsfinanzen wird eine Herkulesaufgabe, denn von allen Seiten kommt zusätzlicher Druck. Die klimapolitische Transformation der deutschen Volkswirtschaft wird immense Investitionen und Unterstützungszahlungen erfordern. Zudem führte uns die Pandemie schmerzhaft vor Augen, dass der Fortschritt bei der Digitalisierung in Deutschland stark zu wünschen übrig lässt – von der digitalen Infrastruktur bis hin zu Konzepten eines digitalen Schulunterrichts. All diese Investitionen sind dringend erforderlich, werden aber den Staatshaushalt zusätzlich belasten. Erschwerend kommt hinzu, dass die Politik den demographisch bedingten Finanzierungsproblemen der Rentenversicherung vor allem mit einem höheren staatlichen Zuschuss begegnen will.

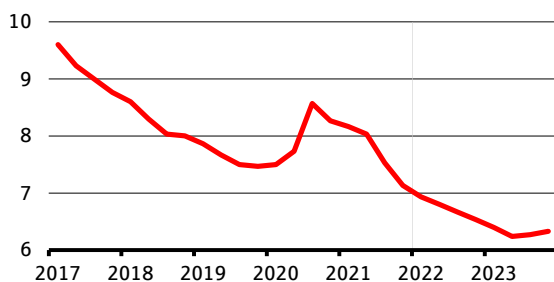
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



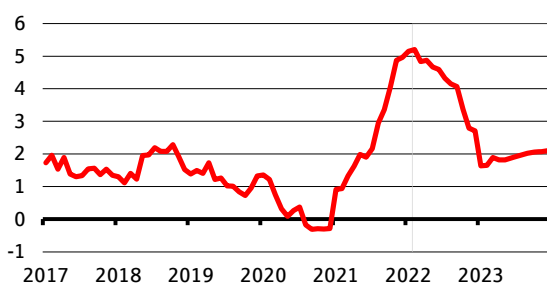
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, EU-Definition)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Euroland	2021P	2022P	2023P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	5,2	3,7	2,4
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,6	4,2	1,9
Finanzierungssaldo des Staates*	-7,1	-3,8	-2,5
Schuldenstand des Staates*	100,0	97,9	97,0
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	3,2	3,3
	Nov 21	Dez 21	Jan 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	4,9	5,0	5,1
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	7,1	7,0	
Economic Sentiment (Punkte)	116,2	113,8	112,7

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

Im Fokus

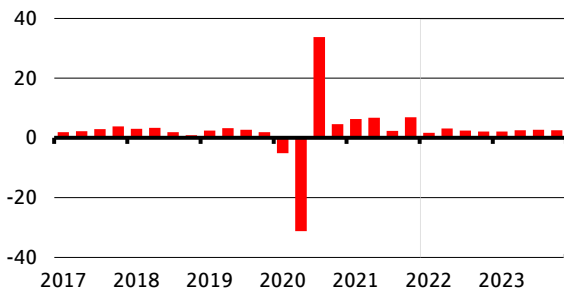
Laut Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Euro-land im vierten Quartal 2021 um 0,3 % im Vergleich zum Vorquartal (qoq) angestiegen. Unter den vier großen Ländern der Europäischen Währungsunion gab es im vierten Quartal ungewöhnlich große Unterschiede. Deutschland verbuchte einen Rückgang des BIP um 0,7 % qoq. Italien und Frankreich lagen mit BIP-Zuwächsen von 0,6 % qoq bzw. 0,7 % qoq nahezu gleichauf. Spanien setzte sich mit einem überaus kräftigen Wachstumsplus von 2,0 % qoq an die Spitze. Für das Jahr 2021 steht für Euroland nun ein kräftiger Zuwachs von 5,2 % in den Büchern.

Perspektiven

Ein gutes Stück des wirtschaftlichen Corona-Einbruchs konnte 2021 wieder aufgeholt werden. Einige Länder haben bereits ihre Vorkrisenniveaus beim Bruttoinlandsprodukt wieder überschritten oder nahezu erreicht, u. a. Frankreich, die zweitgrößte Volkswirtschaft im Euroraum. Die weiteren Schwergewichte im Euroraum, allen voran Deutschland, aber auch Italien und Spanien, benötigen dafür etwas mehr Zeit. Der verzögerte Aufholprozess in diesen Ländern verschafft dem Euroraum Rückenwind bis in das Jahr 2023. Der Großteil des Aufholprozesses wird 2022 stattfinden. Dabei ist die erwartete deutliche Wachstumsbeschleunigung in Deutschland eine wichtige Triebfeder für den gesamten Euroraum. Die europäische Geld- und Fiskalpolitik wie auch die hohe weltwirtschaftliche Dynamik bilden einen wachstumsfreundlichen Rahmen. Die Unsicherheit über den kurzfristigen Ausblick bleibt durch die Corona-Entwicklung in diesem Winter jedoch ungewöhnlich hoch. Die Aufräumarbeiten nach der Weltfinanzkrise und der Schuldenkrise waren noch nicht abgeschlossen, als die Corona-Krise ausbrach. Der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen ist noch weit. Unabhängig von den mittelfristigen Inflationsrisiken deutet alles darauf hin, dass die Inflationsrate sich erst 2023 wieder beruhigt, allerdings nicht mehr bei Werten von 1 % bis 1,5 % wie vor der Corona-Krise, sondern bei rund 2 %.

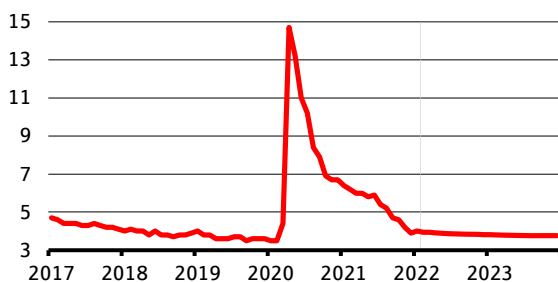
Konjunktur USA

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



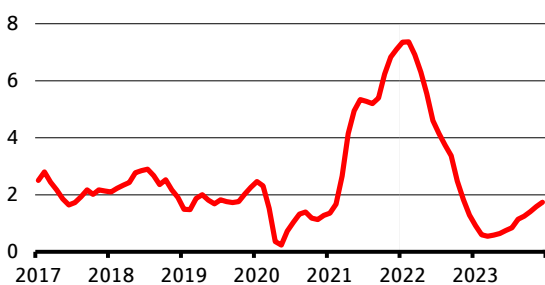
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

USA	2021P	2022P	2023P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorj.)	5,7	3,4	2,4
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	4,7	4,5	1,0
Finanzierungssaldo des Staates*	-11,9	-6,0	-5,0
Schuldenstand des Staates*	123,8	122,5	123,6
Leistungsbilanzsaldo*	-3,6	-4,0	-4,0
	Nov 21	Dez 21	Jan 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	6,8	7,0	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	4,2	3,9	4,0
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	60,6	58,8	57,6
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	111,9	115,2	113,8

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

Im Fokus

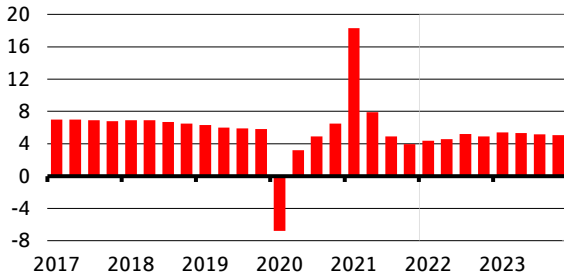
Das Bruttoinlandsprodukt ist im vierten Quartal 2021 nochmals stark um 6,9 % gegenüber dem Vorquartal und auf das Gesamtjahr hochgerechnet angestiegen. Allerdings stammte der mit Abstand höchste Wachstumsbeitrag von den Lagerinvestitionen. Deren Normalisierung könnte die wirtschaftliche Aktivität im ersten Quartal deutlich belasten. Erstaunlich kräftig präsentierte sich der Arbeitsmarkt im Januar. Trotz einer erheblichen Belastung durch die Corona-Variante Omikron wurde ein monatlicher Stellenaufbau von knapp 470 Tsd. erzielt. Die Inflationsprognosen wurden nach oben angehoben. Grund hierfür waren Anpassungen in den Bereichen Energie, Nahrungsmittel und Mieten.

Perspektiven

Die Entwicklungen am Arbeitsmarkt lassen vermuten, dass hier der Zustand der Vollbeschäftigung näher rückt. Sowohl die anhaltend hohe Lohndynamik als auch die inzwischen sehr niedrige Arbeitslosenquote deuten dies an. Angesichts einer extrem expansiven Geldpolitik ist dies nicht unproblematisch für den weiteren Wachstumsausblick, denn hierdurch droht ein Szenario, in dem eine höhere Lohndynamik die Inflationsentwicklung treibt und umgekehrt. Käme diese Aufwärtsspirale in Gang, wäre die Fed gezwungen, die geldpolitische Straffung in den restriktiven Bereich zu führen und damit eine Anpassungsrezession zu riskieren. Das wichtigste Argument gegen dieses Szenario sind die weiterhin relativ fest verankerten langfristigen Inflationserwartungen sowohl der privaten Haushalte und der Unternehmen als auch der Kapitalmarktteilnehmer. Erschwert wird der wirtschaftliche Ausblick durch die heterogene Erholungsbewegung nach der Corona-Rezession. Die Sektoren und Branchen kommen mit sehr unterschiedlichen Geschwindigkeiten aus der Krise, in einigen von ihnen kam es aufgrund der Konjunkturpakete sogar zu massiven Übertreibungen. Die daraus resultierenden Anpassungseffekte können in den kommenden Quartalen zu ungewöhnlich hohen Schwankungen in der wirtschaftlichen Entwicklung führen.

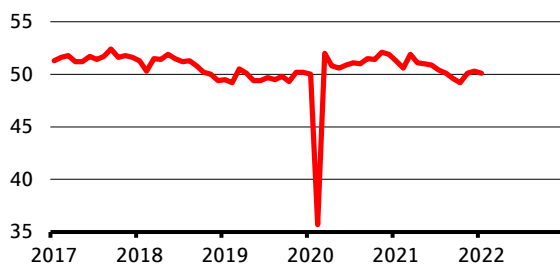
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



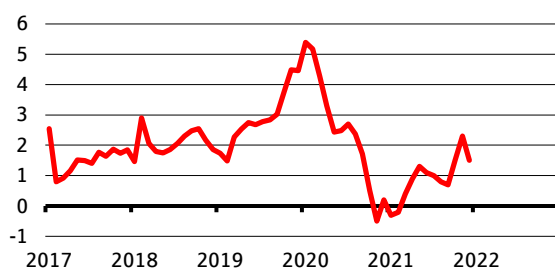
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

China	2021P	2022P	2023P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	8,1	4,8	5,2
Finanzierungssaldo*	-7,5	-6,8	-6,2
Schuldenstandsquote*	68,9	72,1	74,5
Leistungsbilanzsaldo*	2,4	2,3	2,1
	Nov 21	Dez 21	Jan 22
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2,3	1,5	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	3,8	4,3	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	50,1	50,3	50,1

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

Im Fokus

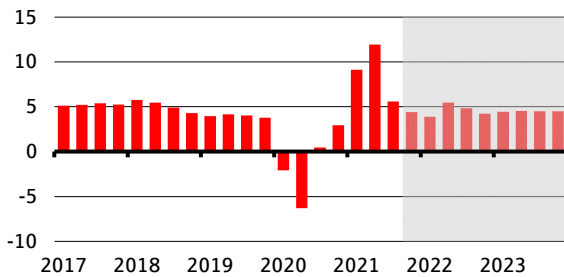
Die schwache Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes deutet darauf hin, dass die Lockdowns die chinesische Wirtschaft zu Jahresbeginn belastet haben. Die wirtschaftlichen Kosten der Null-Covid-Strategie dürften in den kommenden Monaten hoch bleiben. Im vierten Quartal 2021 hat sich die Wirtschaft aber überraschend gut entwickelt: Zwar sank die Jahresveränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts aufgrund eines Basiseffekts von 4,9 % auf 4,0 %, doch die Quartalsveränderungsrate war mit 1,6 % die stärkste des vergangenen Jahres. Mit Blick auf die kommenden Monate bleibt die Schwäche des Immobiliensektors ein wichtiger Belastungsfaktor. Die Neubauverkäufe waren auch im Januar deutlich rückläufig. Den jüngsten Zinssenkungen zur Stützung der Wirtschaft dürften weitere folgen. Zudem werden die Kreditrestriktionen für den Bau von Mietwohnungen gelockert, um bezahlbaren Wohnraum zu schaffen.

Perspektiven

Die chinesische Regierung hat sich viel vorgenommen: Sie will die Ausbreitung des Coronavirus schon im Keim ersticken (Null-Covid-Strategie), hoch verschuldete Immobilienentwickler abwickeln, die Klimaziele erreichen und Monopolgewinne insbesondere im Technologiebereich begrenzen. Hinzu kommen die Spätfolgen der über viele Jahre restriktiven Geburtenkontrolle, die in den kommenden Jahren zu einem Schrumpfen der Erwerbsbevölkerung führen wird, sowie die Bemühungen der USA, den technologischen Aufstieg Chinas zumindest zu bremsen. All diese Belastungsfaktoren sprechen für ein geringeres Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren. Wir gehen aber davon aus, dass die Regierung BIP-Wachstumsraten von deutlich unter 5 % in den Jahren 2022 und 2023 verhindern will, da ihre Beschäftigungsziele sonst in Gefahr gerieten. Im Fokus der staatlichen Wachstumsstrategie dürfte zum einen der Technologiebereich stehen, der die Wirtschaft in bestimmten Bereichen von Importen unabhängiger machen und gleichzeitig Weltmarktanteile hinzugewinnen soll. Zum anderen hat sich die Regierung zum Ziel gesetzt, die Lebensbedingungen breiter Bevölkerungsschichten zu verbessern (gemeinsamer Wohlstand), was vor allem für Investitionen in den Gesundheits- und Bildungssektor sowie für besseren Umweltschutz spricht. Der chinesische Renminbi wurde in den vergangenen Monaten von anhaltenden Zuflüssen in den chinesischen Kapitalmarkt gestützt. In den kommenden zwölf Monaten dürfte er gegenüber dem US-Dollar leicht nachgeben, wenn die US-Notenbank einen etwas restriktiveren geldpolitischen Kurs einschlägt.

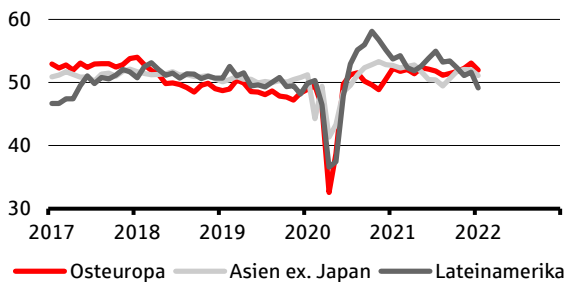
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



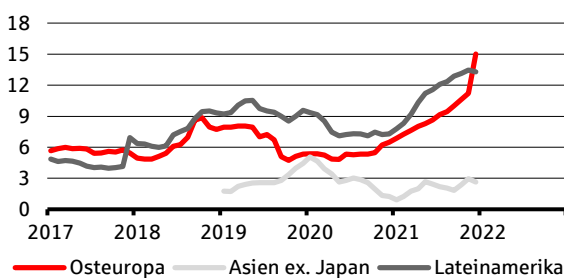
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	2021P	2022P	2023P
Brasilien	4,7	0,3	1,8
Russland	4,3	2,5	1,9
Indien	8,5	7,8	6,0
China	8,1	4,8	5,2
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2021P	2022P	2023P
Brasilien	8,3	7,6	4,4
Russland	6,7	6,6	4,1
Indien	5,1	5,1	4,8
China	0,9	2,0	2,6

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

Die Corona-Pandemie dürfte in den kommenden Monaten ihren beherrschenden Einfluss auf die Konjunkturentwicklung verlieren. Die Ausnahme bildet aufgrund der strengen Null-Covid-Strategie China. In Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa werden hohe Inflationsraten und eine gestraffte Geldpolitik immer mehr zur Konjunkturbremse. Allerdings zeichnet sich hier bereits ab, dass die Inflationsraten einen Hochpunkt ausbilden und der Leitzinsanhebungszyklus bald enden dürfte. In Asien bereiten sich dagegen die Zentralbanken erst jetzt auf erste Anhebungen vor, nachdem die wirtschaftlichen Risiken der Pandemie gesunken sind und die anstehende Zinswende in den USA den Handlungsdruck erhöht. Die geopolitischen Spannungen um Russland bleiben hoch, doch wir erwarten eine Fortsetzung der Verhandlungen.

Perspektiven

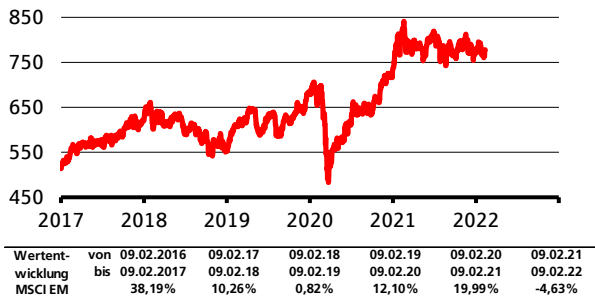
Erhöhte Impfquoten und mildere Krankheitsverläufe bei der Omikron-Variante führen dazu, dass die pandemiebedingten Konjunkturrisiken zunächst abnehmen. Doch das Auftreten neuer Varianten ist sehr wahrscheinlich. Eine Rückkehr zur „Normalität“ ist insbesondere für die weltweite Reisebranche noch nicht absehbar. Folge könnte eine dauerhaft erhöhte Nachfrage nach verarbeiteten Gütern sein, während der Anteil der Dienstleistungen eher zurückgehen dürfte. Auch der Inflationsausblick ist damit unsicherer geworden. Die Zentralbanken der Schwellenländer werden in diesem Umfeld eher zu einer restriktiveren Geldpolitik tendieren, da die Inflationserwartungen hier nicht ähnlich stark verankert sind wie in den Industrieländern. In Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa sind die Leitzinsanhebungszyklen allerdings bereits weit fortgeschritten, sodass schon in der ersten Jahreshälfte 2022 hier zumindest eine längere Pause eingelegt werden dürfte. In Asien ist der Preisdruck geringer und damit fällt auch die geldpolitische Straffung weniger scharf aus als in anderen EM-Regionen. Asien ist zudem die Region, die die meisten Investitionen anzieht und bleibt damit wichtigster Treiber für die Weltwirtschaft.

Risiken

Die Corona-Krise hat in fast allen Ländern zu deutlich gestiegenen Schuldenquoten von Staaten und Unternehmen geführt. Steigende US-Zinsen erhöhen das Risiko von Kapitalabflüssen aus Schwellenländern.

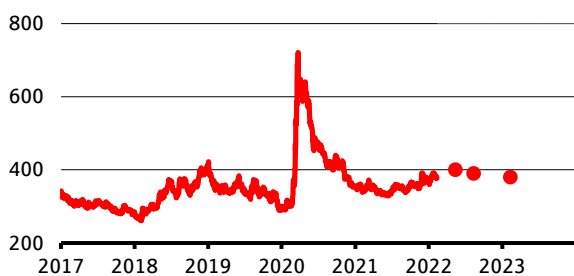
Em. Markets-Märkte

Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



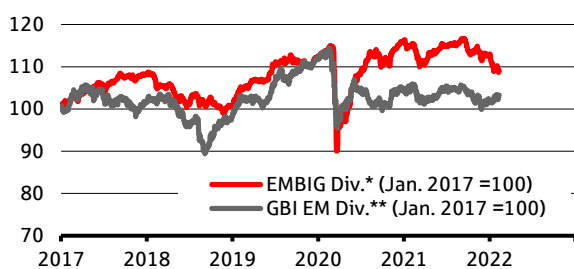
Quellen: MSCI, DekaBank

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)	09.02.2022	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	778	0,5	0,2	-4,6
EMBIG Div* Performanceind.	480	-1,9	-3,5	-5,3
GBI EM Div** Perform.-ind.	258	1,8	1,6	-2,0
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	481	-1,6	-2,0	-3,3
MSCI World Total Return	475	-2,3	-3,7	20,4
Prognose DekaBank				
		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	378	400	390	380

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.

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

Im Fokus

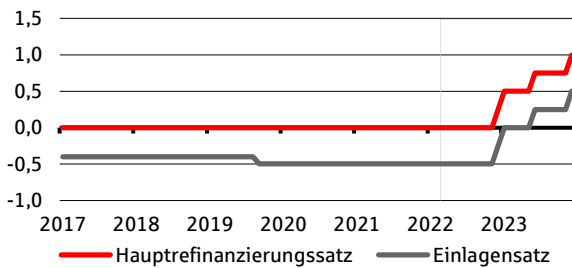
Schwellenländeranlagen zeigten sich zu Jahresbeginn insgesamt bemerkenswert robust. Zwar kam es bei EM-Hartwährungsanleihen zu Kursverlusten, weil sie sich dem Druck steigender US-Renditen nicht entziehen konnten. Doch die Aussicht auf eine deutlich schnellere Straffung der US-Geldpolitik hat nicht zu einem Anstieg der Risikoaversion geführt. Dies lässt sich vor allem an den Kursgewinnen vieler EM-Währungen gegenüber dem US-Dollar ablesen. Zudem sind die Renditen von EM-Inlandswährungsanleihen deutlich weniger stark gestiegen als die von US-Staatsanleihen, die Spreads von EM-Hartwährungsanleihen haben sich nur moderat ausgeweitet und die Aktienmärkte der Schwellenländer sind kaum unter Druck geraten. Angesichts der bestehenden Unsicherheit über den möglichen Inflationsdruck, der von engeren Arbeitsmärkten in den Industrieländern ausgehen könnte, bleiben Risiken für EM-Anlagen bestehen. Dennoch erscheint das Abwärtsrisiko vor allem bei Inlandswährungsanleihen begrenzt, weil viele EM-Zentralbanken in Lateinamerika und Osteuropa in ihrem Zinsanhebungszyklus bereits weit fortgeschritten sind.

Perspektiven

Die Corona-Krise hat die Probleme vieler Schwellenländer verschärft. Der Ratingtrend war in den vergangenen zwei Jahren vor allem in Lateinamerika und Afrika klar negativ. Dennoch bleiben wir für Hartwährungsanleihen auch mittelfristig zuversichtlich, denn die großen Emittenten werden alles daransetzen, eine Situation zu vermeiden, in der ihre Zahlungsfähigkeit ernsthaft in Frage gestellt wird. Für Inlandswährungsanleihen ist das Umfeld grundsätzlich nicht leicht, weil steigende US-Zinsen Druck auf höhere EM-Renditen auslösen und EM-Währungen in vielen Ländern wenig Unterstützung durch die Entwicklung von Makrodaten und Politik erhalten. Allerdings haben hier Zentralbanken bereits die Leitzinsen angehoben und die Märkte haben schon deutlich reagiert. Weitere Renditeanstiege sind daher zwar wahrscheinlich, doch wird in Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa der Hochpunkt des Leitzinsanhebungszyklus wohl schon in der ersten Hälfte dieses Jahres erreicht werden, und die Aussicht auf ein Ende der Straffung dürfte den Markt auch in den kommenden Monaten stützen. EM-Aktien dürften mittelfristig von einer guten Gewinnentwicklung und einer anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft gestützt bleiben. Größtes Risiko für EM-Anlagen bleibt eine aggressive Straffung der US-Geldpolitik.

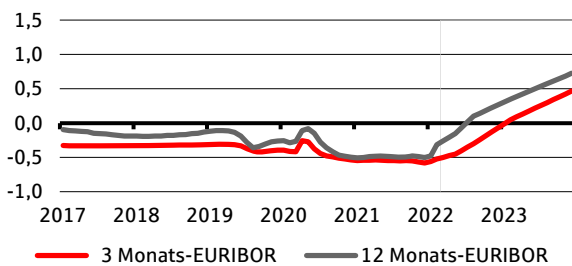
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



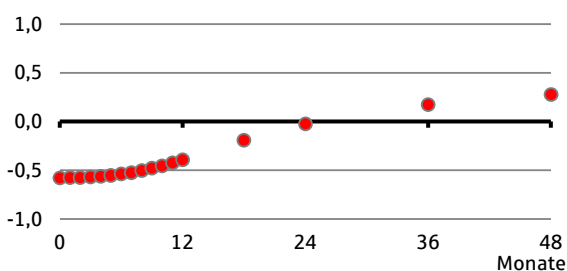
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

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.)			
	09.02.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	0,00	0,00	0,00
3 Monats-EURIBOR	-0,52	-0,58	-0,54
12 Monats-EURIBOR	-0,31	-0,49	-0,50
EURIBOR-Future, Dez. 2022	0,05	-0,31	-0,53
EURIBOR-Future, Dez. 2023	0,69	0,11	-0,43
Prognose DekaBank (% p.a.)			
	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	0,00	0,00	0,50
3 Monats-EURIBOR	-0,45	-0,30	0,05
12 Monats-EURIBOR	-0,15	0,10	0,35

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

Im Fokus

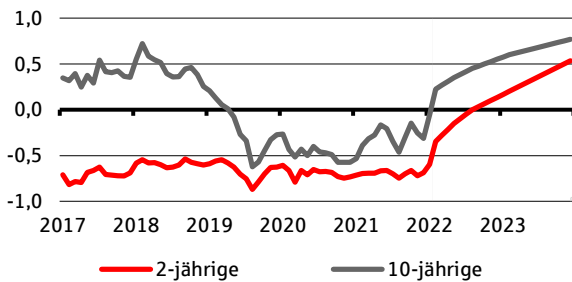
Unter dem Eindruck sehr hoher Inflationsraten kündigte die EZB Anfang Februar an, ihre geldpolitische Ausrichtung bei ihrem nächsten Treffen am 10. März zu überprüfen. Die Marktteilnehmer reagierten heftig auf diese Aussagen und antizipieren nun im späteren Jahresverlauf beginnende Leitzinserhöhungen. Während die einzelnen Ratsmitglieder unterschiedliche Vorstellungen über das Tempo des geldpolitischen Ausstiegs haben, sind sie sich darin einig, dass vor dem ersten Zinsschritt die Nettoanleihekäufe des APP eingestellt werden sollen. Wir erwarten eine Anhebung des Einlagensatzes im Dezember, gefolgt von einer Erhöhung auf 0,00 % zu Jahresanfang 2023. Danach dürfte die EZB weitere Anpassungen in größeren zeitlichen Abständen vornehmen, um die Auswirkungen besser einschätzen zu können. Die Beendigung der Wertpapierkäufe und die Rückzahlungen aus den langfristigen Refinanzierungsgeschäften dürften die Überschussliquidität mittelfristig abnehmen lassen, was den Geldmarktsätzen aber vorerst nicht viel an zusätzlichem Auftrieb verleihen sollte.

Perspektiven

Die hohe Inflation und die Unsicherheit über ihre weitere Entwicklung setzen die EZB unter Druck, ihre stark expansive Ausrichtung zu rechtfertigen. Angebotsseitige Inflationsursachen, wie gestiegene Energie- und sonstige Rohstoffpreise sowie gestörte Lieferketten, verlieren nur langsam an Bedeutung. Gleichzeitig erholen sich die Arbeitsmärkte mit hohem Tempo von der Corona-Rezession, sodass der Lohndruck nicht dauerhaft so niedrig bleiben dürfte wie zuletzt. Zwar ist im Verlauf dieses Jahres weiterhin mit einem deutlichen Rückgang der Inflation zu rechnen. Jedoch ist die Wahrscheinlichkeit gesunken, dass die Teuerung für längere Zeit wieder deutlich unter die Zielmarke von 2 % fallen wird. Durch diese veränderten Risiken des mittelfristigen Inflationsausblicks ist in Teilen des EZB-Rats der Wunsch nach einem schnelleren geldpolitischen Ausstieg aufgekommen. Die hohen Inflationszahlen vom Januar wirkten dabei als Katalysator, da die Notenbanker befürchteten, dass das öffentliche Vertrauen in das Inflationsziel Schaden nehmen könnte. Angesichts der ohnehin umfangreichen Überschussliquidität haben die Nettoanleihekäufe, die die EZB in den nächsten Monaten noch durchführen wird, nur einen geringen direkten Einfluss auf die Geldmarktsätze. Ihnen kommt jedoch eine wichtige Signalwirkung über die zukünftige Zinsentwicklung zu, da die EZB erst nach Beendigung auch des Wertpapierkaufprogramms APP mit Leitzinserhöhungen beginnen will.

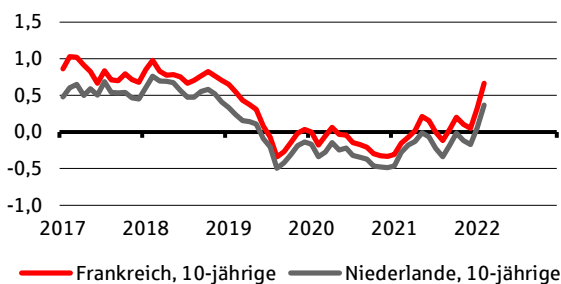
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



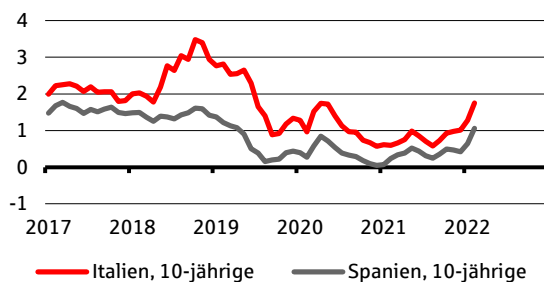
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	09.02.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	-0,35	-0,59	-0,71
Deutschland 10J	0,21	-0,04	-0,45
Frankreich 10J	0,67	0,29	-0,23
Italien 10J	1,75	1,31	0,51
Spanien 10J	1,06	0,65	0,13
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	-0,15	0,00	0,20
Deutschland 10J	0,35	0,45	0,60

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

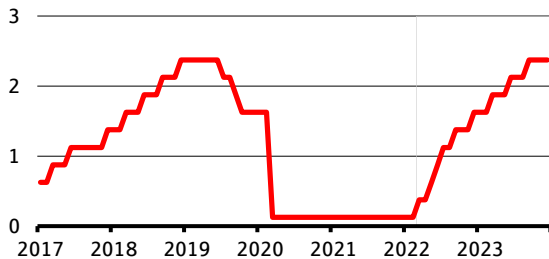
Die Signale der EZB bei ihrer Ratssitzung Anfang Februar deuten darauf hin, dass sie nach den Nettoanleihekäufen des PEPP auch die des APP in den nächsten Monaten einstellen und kurz darauf mit Leitzinserhöhungen beginnen wird. Das lange Ende der Bundkurve und die Spreads auf den Staatsanleihemärkten scheinen die bevorstehende Reduktion der EZB-Anleihekäufe bereits zu einem großen Teil verarbeitet zu haben. Demgegenüber sind Tempo und Ausmaß von Leitzinserhöhungen stärker datenabhängig. Bei nachlassenden Inflationsraten könnte der vom kurzen Ende ausgehende Renditeanstieg daher zwischenzeitlich abflachen. Auf längere Sicht rechnen wir jedoch mit etwas höheren Leitzinsniveaus als derzeit an den Märkten eingepreist, was sich in einem höheren und flacheren Verlauf der Bundkurve niederschlagen sollte.

Perspektiven

Die Inflationsaussichten für die kommenden Jahre und die zu erwartende Reaktion der EZB hierauf bleiben die wichtigsten Unsicherheitsfaktoren für die Rentenmärkte. Der erneute Anstieg der Inflation am Jahresanfang sowie Anzeichen für eine zunehmende Auslastung am Arbeitsmarkt haben die Risiken des mittelfristigen Inflationausblicks nach oben verschoben und die EZB zu einer schnelleren Kurskorrektur veranlasst. Wir teilen die an den Märkten vorherrschende Sicht, dass ein Ende ihrer Nettoanleihekäufe bereits weitgehend beschlossene Sache ist, während Tempo und Ausmaß von Leitzinserhöhungen stärker datenabhängig sind. Geringere Anleihekäufe der EZB wirken sich vor allem in den längeren Laufzeitbereichen sowie den Spreads auf den Staatsanleihemärkten aus. Die damit einhergehenden Belastungen sollten jedoch nicht mehr wesentlich zunehmen, solange die EZB keine Zweifel daran aufkommen lässt, dass sie die Rückflüsse aus ihren Anleihebeständen noch für lange Zeit wiederanlagen wird. Die Renditen am kurzen Ende spiegeln unseres Erachtens die Erwartung etwas zu schneller Leitzinserhöhungen wider. Bei rückläufigen Inflationsraten gehen wir davon aus, dass die EZB erst im Dezember mit der Anhebung der Leitzinsen beginnen und das Tempo der Zinsschritte verringern wird, sobald der Einlagensatz ein Niveau von 0,00 % erreicht hat. Demgegenüber rechnen wir langfristig mit etwas höheren Leitzinsen als derzeit an den Märkten eingepreist sind. In der Summe erwarten wir daher eine eher langwierige, von den kurzen Laufzeitbereichen ausgehende Verlagerung der Bundkurve nach oben.

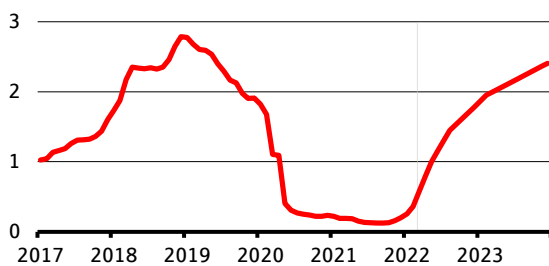
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



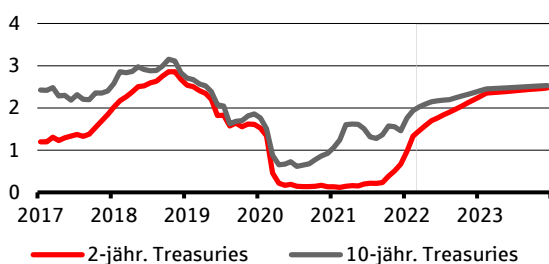
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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.)	09.02.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
3-Monats-Zinsen	0,37	0,24	0,20
Renditen 2-j. Treasuries	1,36	0,00	0,00
Renditen 10-j. Treasuries	0,00	0,00	0,00
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	0,50-0,75	1,00-1,25	1,50-1,75
3-Monats-Zinsen	1,00	1,45	1,95
Renditen 2-j. Treasuries	1,70	1,90	2,35
Renditen 10-j. Treasuries	2,15	2,20	2,45

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

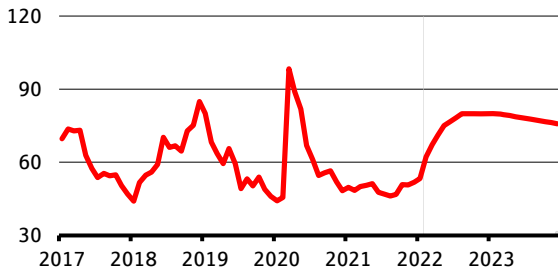
Die Fed hat bei ihrem jüngsten Zinsentscheid im Januar im Statement auf eine zeitnahe Leitzinswende hingewiesen. Zudem schloss Fed-Chef Powell Leitzinserhöhungen um 25 Basispunkte bei jedem Meeting nicht aus. Die Daten vom Arbeitsmarkt deuten an, dass hier die zyklische Erholung deutlich weiter vorangeschritten ist, als bisher von uns unterstellt wurde. Insbesondere die hohe Lohndynamik sorgt für einen Anstieg der mittelfristigen Inflationsrisiken. Um diesen zu begegnen, dürfte die Fed in diesem Jahr die geldpolitische Straffung rascher vorantreiben, als wir dies bislang prognostiziert hatten.

Perspektiven

Die Reaktion der US-Zentralbank in den vergangenen Monaten hat gezeigt, dass der aktuelle geldpolitische Straffungszyklus nicht mit dem vorherigen zu vergleichen ist. Insbesondere die zeitliche Abfolge ist deutlich gestrafft, was beispielsweise am rascheren Ende des Anleihekaufprogramms zu erkennen ist. Die transitorischen Preiseffekte im vergangenen Jahr waren eher eine Herausforderung für das Kommunikationsgeschick der Fed. Die raschere zyklische Erholung insbesondere am Arbeitsmarkt ist hingegen eine Herausforderung für die Geldpolitik selbst. Denn es droht ein Szenario, in dem eine höhere Lohndynamik mittelfristig zu höheren Inflationsraten führt. Für die US-Rentenmärkte bedeutet dies, dass es zu ungewöhnlich hohen Renditeanstiegen in diesem Jahr kommt. Eine deutliche Kurvenverflachung ist durchaus möglich, weil die raschere geldpolitische Straffung nicht ohne konjunkturelle Risiken ist. Diese Risiken stellen einen Belastungsfaktor für die Renditen von US-Staatsanleihen im längeren Laufzeitenbereich dar.

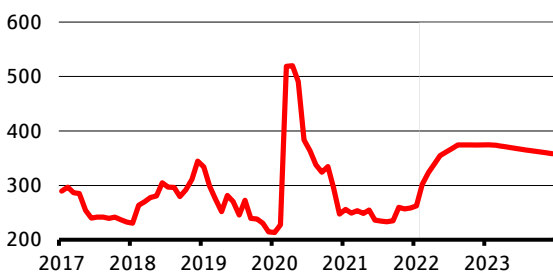
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



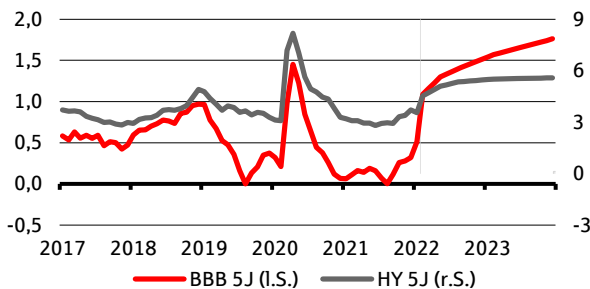
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates BBB 5J (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	09.02.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	62	50	48
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	302	252	246
Corporates BBB 5J (%)	1,02	0,48	0,07
Corporates HY 5J (%)	4,41	3,32	3,18

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

In der Pressekonferenz zum Februar-Zinsentscheid der EZB hat Präsidentin Lagarde kommunikativ die Zinswende eingeläutet. Neben dem sehr kräftigen Zinsanstieg bei Bunds und Swaps hat dies auch starke Auswirkungen auf die Spreads an den Kreditmärkten mit sich gebracht. Denn nun ist auch mit einer relativ schnellen Einstellung der APP-Käufe zu rechnen, die bisher für Unternehmensanleihen eine wichtige Unterstützung waren. Im vergangenen Jahr hat die EZB etwa 60 Mrd. EUR an Corporates aus dem Investmentgrade-Bereich netto aus dem Markt genommen, was etwa 20 % aller entsprechenden Neuemissionen ausgemacht hat. Spätestens ab dem Herbst dürften diese Käufe wegfallen. Es bleiben dann noch die Ersatzkäufe für fällige Wertpapiere in Höhe von ca. 15 Mrd. EUR in 2022.

Perspektiven

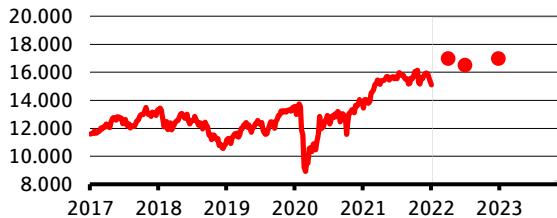
Mit der quasi-Ankündigung der Leitzinswende durch die EZB fallen zwei wichtige Unterstützungsfaktoren für die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen weg. Zum einen hat das extrem niedrige Zinsniveau den Unternehmen außergewöhnlich günstige Finanzierungsbedingungen beschert, zum anderen haben die Wertpapierkäufe von zuletzt 60 Mrd. EUR netto im Jahr 2021 die Risikoaufschläge für Unternehmen zusätzlich kräftig gedrückt. Auf der anderen Seite drückt die Zinswende aber auch die Zuversicht der Notenbank in solide Konjunkturaussichten aus. Die meisten Unternehmen gehen mit prall gefüllten Auftragsbüchern in das neue Jahr, und es hat sich gezeigt, dass viele Firmen durch geschickte Steuerung hin zu Produkten mit höheren Margen, Produktionsanpassungen und Umstrukturierungen in der Lage sind, mit weniger Umsatz höhere Gewinne zu erzielen. Die deutlich gestiegenen Renditen dürften daher bald wieder das Interesse der Investoren wecken.

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 Subindizes, z.B. den iTraxx Financials oder den iTraxx Crossover, der aus Unternehmen aus dem High Yield-Bereich gebildet wird.

Aktienmarkt Deutschland

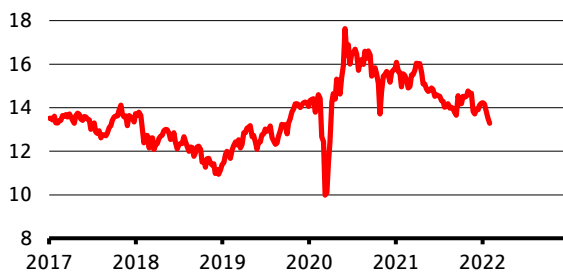
DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung DAX	von bis	09.02.16	09.02.17	09.02.18	09.02.19	09.02.20	09.02.21	09.02.22
		31,12%	3,99%	-9,92%	23,90%	3,69%	10,49%	

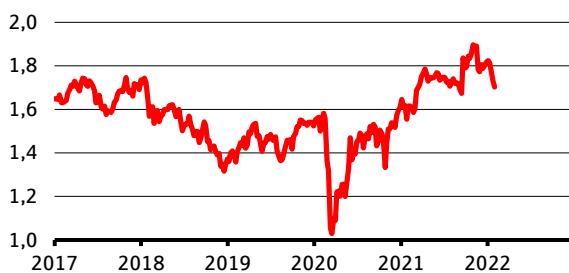
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	09.02.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	15.482	15.948	14.012
DAX (Veränd. in % seit ...)		-2,92	10,49
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	17.000	16.500	17.000
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
DAX aktuell	13,29	1,70	3,01
DAX Ø (10 Jahre roll.)	12,85	1,52	3,28

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

Im Fokus

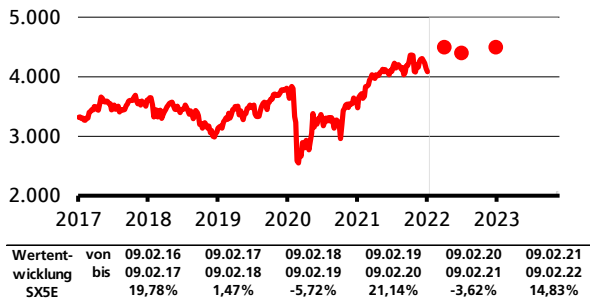
Zwei zentrale Faktoren beeinflussen seit Jahresanfang das Geschehen am deutschen Aktienmarkt: Erstens der Russland-Ukraine-Konflikt und zweitens die Kehrtwende der großen Notenbanken bei ihrer Geldpolitik. Beide Faktoren werden den Aktienmarkt noch über einen längeren Zeitraum begleiten. Vor allem das veränderte geldpolitische Umfeld wurde aber innerhalb kürzester Zeit in die Aktienkurse eingepreist. Somit dürfte der geldpolitische Erwartungsbildungsprozess im Februar und März kaum für erneute Verunsicherung bei Aktien sorgen. Die Marktteilnehmer dürften den Blick verstärkt auf die fundamentalen Rahmenbedingungen richten. Und diese sind für die Aktienmärkte weiter positiv. Die Gewinne der Unternehmen entwickeln sich besser als erwartet, und die Bewertungen sind günstiger als noch zum Jahreswechsel. Zudem ist die Stimmung mittlerweile von gesunder Skepsis dominiert, sodass die Grundlage für eine deutliche Kursaufholung in den kommenden drei Monaten gelegt ist.

Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft befreit sich zunehmend von den Corona-Belastungen, und es ist zu erwarten, dass der wirtschaftliche Erholungsprozess in diesem Jahr dynamisch weitergehen wird. Der Unternehmenssektor hat den massiven Gewinneinbruch aus dem Frühjahr 2020 längst verarbeitet und übertrifft die Gewinnniveaus von vor der Krise deutlich. Die Aufwärtsdynamik der Unternehmensgewinne wird in diesem Jahr zwar nachlassen, die Bewegung bleibt aber klar nach oben gerichtet, was für den Aktienmarkt eine fundamentale und damit zentrale Unterstützung darstellt. Auf der anderen Seite hat das stabile Wachstum zur Folge, dass die Notenbanken den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik eingeleitet haben. Dieser wird auf der Zeitachse zwar gestreckt verlaufen, sodass es zu keiner schlagartigen Veränderung in den Finanzierungsbedingungen kommt. Allerdings nehmen die Unsicherheiten hinsichtlich des Ausstiegstempos erheblich zu, was auch an den Aktienmärkten zu erhöhter Nervosität und Kursschwankungen führen wird. Da die Bewertungen am deutschen Aktienmarkt äußerst moderat sind, werden die Kurse in Phasen von erhöhter Nervosität nicht übermäßig stark korrigieren und sich schnell stabilisieren. Damit sollten sich Anleger zwar auf höhere unterjährige Schwankungen und insgesamt nur moderate Kurszuwächse einstellen, die grundsätzliche Aufwärtsbewegung aber ist intakt, und Anleger sollten am deutschen Aktienmarkt weiter investiert bleiben.

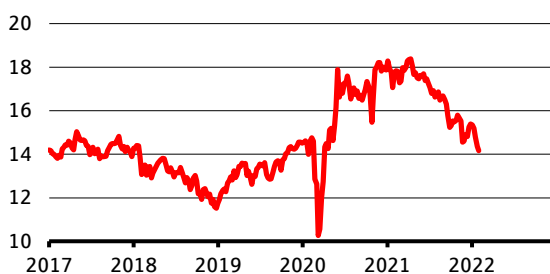
Aktienmarkt Euroland

EuroSTOXX 50 (Indexpunkte)



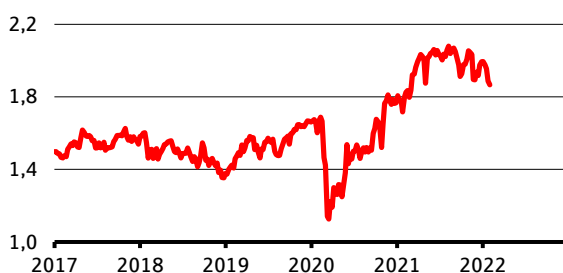
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	09.02.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EuroStoxx 50 (Indexp.)	4.204	4.306	3.661
EuroStoxx 50 (Veränd. in % seit ...)		-2,4	14,8
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EuroStoxx 50 (Indexp.)	4.500	4.400	4.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EuroStoxx 50 aktuell	14,2	1,9	3,2
EuroStoxx 50 Durchschnitt 15 Jahre	13,6	1,5	3,8

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

Im Fokus

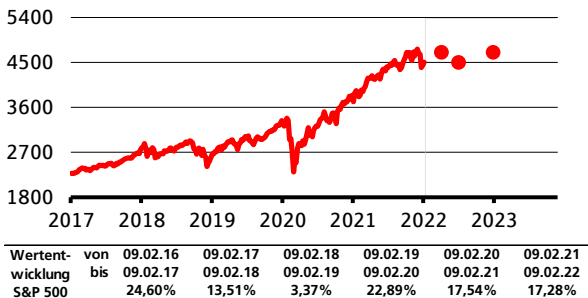
Zu Jahresbeginn häuften sich in kurzer Zeit die Signale führender US-Notenbanker in Richtung einer nennenswerten Anpassung der Geldpolitik durch ein schnelles Ende der Wertpapierkäufe und ungefähr eine Handvoll Zinserhöhungen. Hintergrund waren immer neue Überraschungen von der Inflationsfront und ein angespannter Arbeitsmarkt. Das löste eine spürbare Korrektur und Branchenrotation aus. Kaum hatte sich der Markt davon etwas erholt, überraschte in Euroland die Inflation erneut nach oben, und die EZB bereitete eine Kehrtwende vor. Das sorgte für einen weiteren Kursrutsch. Trotz dieser Korrektur ist aus unserer Sicht der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten intakt. Die Unternehmensberichtssaison zeigt zwar ein nachlassendes Momentum, aber positive Überraschungen und solide Steigerungen der Unternehmensgewinne. Das sollte auch im Februar ein stützender Faktor sein. Aber die Märkte werden Zeit benötigen, um sich auf das veränderte Umfeld mit höherer Inflation und weniger expansiver Geldpolitik einzustellen. Übergeordnet bleiben die Aussichten positiv.

Perspektiven

Das Goldilocks-Umfeld ist vorerst Geschichte. Mit Unsicherheit über die Inflationsentwicklung und die Reaktionsfunktionen von Fed und EZB sowie absehbaren Leitzinserhöhungen gibt es weniger Rückenwind für Aktien. Trotzdem ist das Umfeld weiter konstruktiv: Die Aktienmärkte der Eurozone bleiben durch die niedrigen EZB-Leitzinsen, die tief negativen Realzinsen (Nominalzins minus Inflationserwartungen), den Konjunkturaufschwung, den Schub durch den EU-Wiederaufbaufonds und steigende Unternehmensgewinne gut unterstützt. Auch wenn die Dynamik nachlässt, führt das Wirtschaftswachstum also zu weiter steigenden Unternehmensgewinnen und macht Aktien – alles andere konstant – interessanter. Die Bewertungen sind moderat, vor allem im Vergleich zu den US-Märkten oder anderen Assetklassen. Zudem sind die Dividendenrenditen im Niedrigzinsumfeld für viele Investoren attraktiv. Schwächephase können daher weiterhin als Kaufgelegenheiten wahrgenommen werden, solange es nicht zu einer drastischen Enttäuschung der Aussichten kommt. Hauptrisiken bleiben Impfstoff-resistente Coronavirus-Mutationen sowie eine dauerhaft überraschend hohe Inflation, welche die Zentralbanken zu einer überhasteten Straffung der Geldpolitik zwingen und damit im Extremfall den Aufschwung gefährden würden. Zu Aktien gibt es weiterhin kaum langfristig attraktive Anlagealternativen. Die Schwankungen an den Märkten dürften 2022 größer sein als 2021.

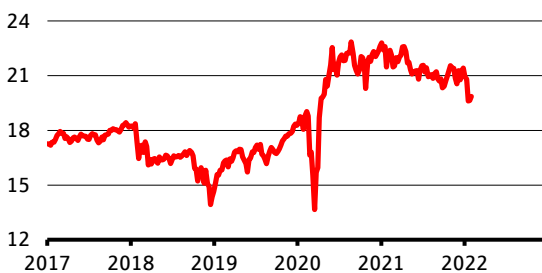
Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



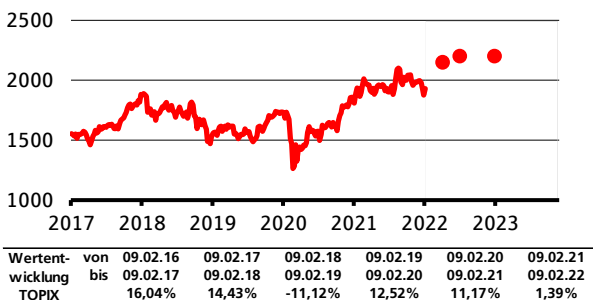
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	09.02.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	4.587	4.677	3.911
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		-1,9	17,3
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	4.700	4.500	4.700
TOPIX (Indexp.)	2.150	2.200	2.200
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	19,9	4,1	1,5
TOPIX	12,9	1,2	2,5

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

USA

Der Start in das neue Jahr war holprig für US-Aktien. Eine gute Arbeitsmarktentwicklung, Anzeichen für Lohndruck, überraschend hohe Inflationsraten und ein Kommunikationsschwenk führender Fed-Mitglieder führten dazu, dass die Marktteilnehmer immer mehr Zinserhöhungen durch die US-Notenbank eingepreist haben. Das belastete Aktien, vor allem Technologie- und Wachstumstitel. Die Quartalsgewinne übertrafen im Schnitt die Konsensschätzungen, allerdings nicht mehr so massiv wie in den Vorquartalen. Die Kursreaktionen auf die Zahlen waren häufig negativ. Die aktuelle Korrektur im Bullenmarkt ist Teil der Verarbeitung der weniger expansiven Geldpolitik. Sie führte zu einer Bereinigung bei Positionierung und Sentiment sowie zu günstigeren Bewertungen.

Japan

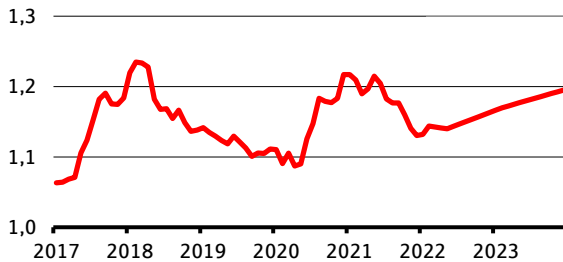
Seit rund einem Jahr befindet sich der Topix in einer relativ engen Handelsspanne. Gestiegene Renditen sowie die Sorge vor Zinserhöhungen wichtiger Zentralbanken belasteten im Januar die Kurse. Mittelfristig sollten die moderate Bewertung, die strukturelle Verbesserung der Corporate Governance und Hoffnung auf nachhaltige Reformen die Kurse unterstützen. Der höhere Anteil an Zyklikern und Value-Aktien in Japan erscheint im aktuellen Umfeld interessant.

Perspektiven

Die Erholung der US-Wirtschaft ist inzwischen weit fortgeschritten, der Inflationsdruck greifbar. Daher hat die US-Notenbank ihre Wertpapierkäufe reduziert und Zinserhöhungen für März signalisiert. In einem derartigen Umfeld sinkt – wie auch im Januar zu beobachten war – oft das Bewertungsniveau von Aktien, vor allem von Growth-Titeln. Die Aussichten für US-Aktien erscheinen dennoch moderat positiv, weil der Wirtschaftsaufschwung – wenngleich mit geringerem Tempo – anhalten sollte. Entsprechend dürften auch die Unternehmensgewinne weiter steigen. In Phasen steigender Zinsen profitieren oft Märkte und Sektoren mit zyklischem oder Value-Schwerpunkt, wie Japan. Die Schwankungen an den Märkten dürften 2022 ausgeprägter sein als 2021.

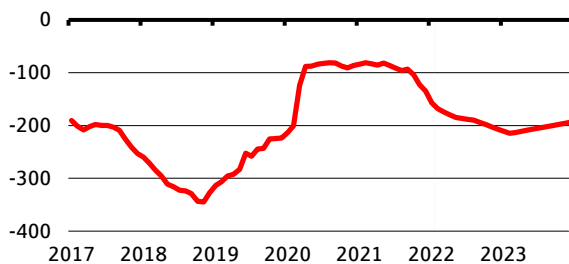
Währungen: EUR-USD

Wechselkurs EUR-USD



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

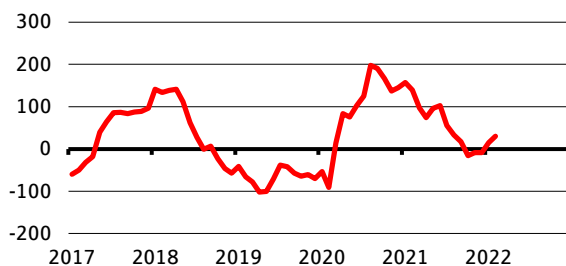
Zinsdifferenz* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



*Bundesanleihen minus Treasuries

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten*



* Euro-Futures; in Tsd. Kontrakten

Quellen: CFTC, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	09.02.2022	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,14	1,14	1,15	1,17
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-171	-185	-190	-215
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-173	-180	-175	-185
Leitzins EZB (%)	0,00	0,00	0,00	0,50
Leitzins Fed (%)	0,00-0,25	0,50-0,75	1,00-1,25	1,50-1,75
Konjunkturdaten		2021P	2022P	2023P
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		5,2	3,7	2,4
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		5,7	3,4	2,4
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		2,6	4,2	1,9
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		4,7	4,5	1,0

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

Im Fokus

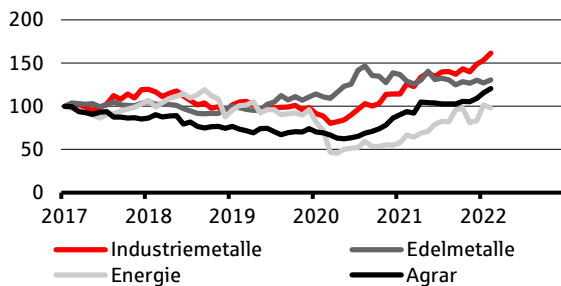
Der Euro bekommt nun den von vielen lang ersehnten Rückenwind. Nach dem Jahrestief von 1,11 Ende Januar stieg der EUR-USD-Wechselkurs in Reaktion auf den EZB-Zinsentscheid am 3. Februar über die Marke von 1,14. Diese kräftige Aufwertung hat der Euro hawkishen Signalen der EZB zu verdanken. Deren Leitzinswende erscheint nun früher möglich als zuvor erwartet. Denn in Euroland ist die Inflation im Januar überraschend weiter angestiegen (auf 5,1 %), und an den Arbeitsmärkten zeichnet sich zunehmender Lohndruck ab. Damit drohen nun auch der EZB mittelfristig aufwärtsgerichtete Inflationsrisiken, auf die sie ab Ende 2022 mit höheren Leitzinsen reagieren dürfte. Der Euro bekommt dadurch eine neue Unterstützung und kann dem Leitzinserhöhungszyklus der Fed, den wir ab März nochmals straffer erwarten, besser trotzen.

Perspektiven

Nachdem der US-Dollar im Jahr 2021 viele Argumente auf seiner Seite hatte (umfangreiche US-Konjunkturpakete, starke Wachstumsdynamik, hawkische Zentralbank) und damit insbesondere gegen Jahresende seine Stärke ausbaute, stehen die Zeichen gut für einen wieder stärkeren Euro ab dem Jahr 2022. Der Zinsvorteil bleibt dem US-Dollar zwar erhalten: Ab März erwarten wir einen straffen Leitzinserhöhungszyklus der Fed, der an den Finanzmärkten bereits weitestgehend eingepreist ist. Aber auch für die EZB rückt die Leitzinswende näher, die den US-Zinsvorsprung reduzieren wird. Denn nach den Deflationssorgen, die vor der Corona-Pandemie in Euroland vorherrschten, zeichnen sich nun auch in unserem Währungsraum mittelfristig Inflationsrisiken ab, auf die die EZB mit mehreren Leitzinserhöhungen ab Ende dieses Jahres reagieren dürfte. Dieses Euro-stützende Argument wird ergänzt um sich aufhellende Wachstumsperspektiven Eurolands ab dem Sommerhalbjahr (Beruhigung der Corona-Lage, nachlassende Lieferengpässe, Wachstumsimpulse durch den Next-Generation-Wiederaufbaufonds der EU für Corona-geschädigte Regionen). Vor diesem Hintergrund erwarten wir mittelfristig einen Anstieg des EUR-USD-Wechselkurses, wenngleich die Zinsdifferenz zu den USA diese Entwicklung dämpfen dürfte.

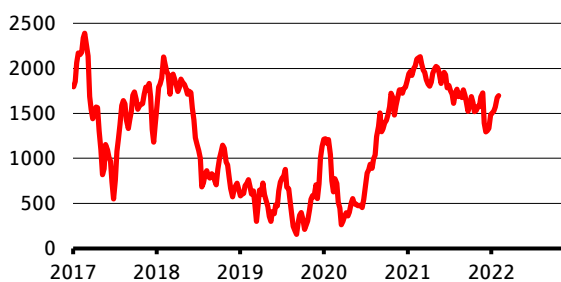
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2017 = 100)



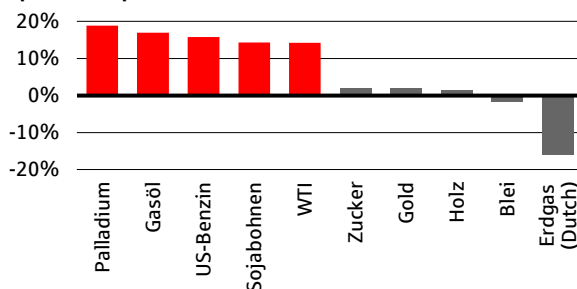
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	09.02.2022	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	36,4	12,2	53,3
BCOM Industriemet.	187,4	7,7	35,5
BCOM Edelmetalle	219,7	2,5	-4,3
BCOM Agrar	67,2	7,9	31,0

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

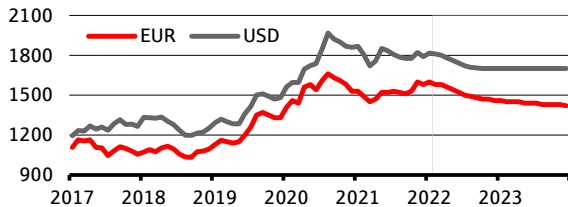
Die Muster aus dem Vormonat setzten sich bei den Rohstoffpreisen fort. Die Phase teurer Energie hält an. Die Rohölpreise steigen weiter kräftig. Der europäische Erdgaspreis (Dutch TTF) gab zwar nach, aber Erdgas kostet in Europa noch immer fast viermal so viel wie vor einem Jahr. Die persistente Inflation stützt trotz steigender Anleiherenditen die Edelmetalle, am stärksten war der Preisanstieg hier zuletzt bei Palladium ausgeprägt. Durch den Trend zu Lockerungen bei den Corona-bedingten Beschränkungen lassen die Sorgen vor weiteren Verwerfungen bei der Liefer-, Transport- und Produktionssituation bei den Industriemetallen nach, die teils kräftige Nachfrage sorgt für Preisanstiege. Auch hier wiederholen sich die Muster: Die Preise für Nickel und Aluminium stiegen am stärksten an, Blei war am unteren Ende der Skala zu finden. Es mehren sich die Anzeichen dafür, dass die Weltkonjunktur der aktuellen Corona-Welle gut standhält und die Rohstoffnachfrage global stark bleibt. Dies stützt die Rohstoffpreise.

Perspektiven

Die Corona-Krise wird im Prognosezeitraum mithilfe der Impfstoffe weitgehend überwunden, die Weltwirtschaft kehrt auf ihren langfristigen Wachstumspfad zurück. Bei den Rohstoffpreisen wird sich die starke Aufwärtsdynamik aus den Jahren 2020/21 allerdings nicht fortsetzen. Denn bei vielen Rohstoffnotierungen wurden die Vor-Corona-Niveaus bereits weit übertroffen, was vor allem den Pandemie-bedingten Lieferketten-, Transport- und Logistikverwerfungen und weniger einer echten Angebotsknappheit bei den betreffenden Rohstoffen geschuldet war. Die Entspannung bei den Problemen wird dazu führen, dass die Rohstoffpreise sich von den erreichten Niveaus aus deutlich moderater entwickeln werden. Konjunktursensitive Bereiche wie Industriemetalle und Energierohstoffe können – aus Anlegersicht – vom anhaltenden weltwirtschaftlichen Wachstum profitieren. Der Umbau hin zu mehr nachhaltigem Wirtschaften dürfte zudem die Energiepreise strukturell erhöhen. Die Edelmetalle werden im Prognosezeitraum nicht mehr die starke Unterstützung durch die Geldpolitik erfahren wie in den vergangenen Jahren. 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

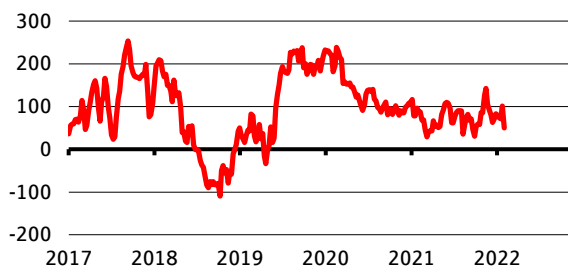
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	31.01.16 31.01.17	31.01.17 31.01.18	31.01.18 31.01.19	31.01.19 31.01.20	31.01.20 31.01.21	31.01.21 31.01.22
Gold in Euro		8,85%	-3,77%	6,87%	23,92%	6,61%	5,08%
Gold in USD		8,26%	10,79%	-1,44%	19,94%	16,70%	-2,83%

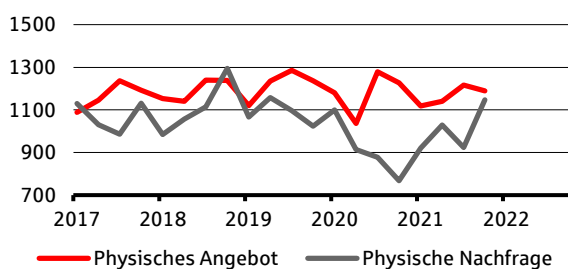
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	09.02.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1604,48	1583	1516
Gold (USD je Feinunze)	1835,20	1797	1835
Silber (EUR je Feinunze)	20,41	20	23
Silber (USD je Feinunze)	23,34	22	27
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Gold (EUR je Feinunze)	1540	1490	1450
Gold (USD je Feinunze)	1760	1710	1700

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

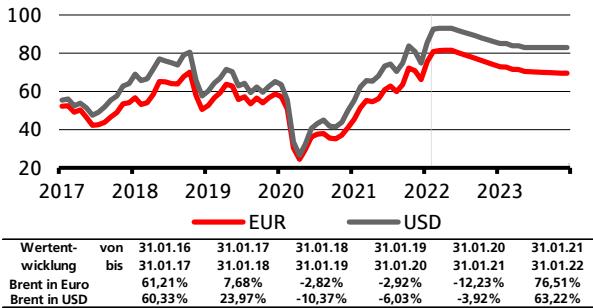
Die Zinswende ist da: Die US-Notenbank Fed steht kurz vor der ersten Leitzinsanhebung in diesem Zyklus, und die überraschend hohen und hartnäckigen Inflationsraten lassen auch die Europäische Zentralbank nicht mehr kalt. Entsprechend steigen global die Anleiherenditen an. So bewegt sich der Goldpreis im Spannungsfeld zwischen dem preistreibenden Inflationsumfeld einerseits und den preisdämpfenden Zinsanstiegen andererseits. Die ersten Leitzinsschritte der US-Fed dürften den Goldpreis kaum mehr belasten, denn die Goldmarktteilnehmer rechnen bereits mit Zinsanstiegen. Die perspektivisch höheren Zinsen sind schon weitgehend in der Goldnotierung berücksichtigt. Zugleich gehen wir davon aus, dass die Inflation nicht aus dem Ruder läuft und infolgedessen im Prognosezeitraum auch keine nennenswerten und nachhaltige Verteuerung von Gold stattfinden wird.

Perspektiven

Die Weltwirtschaft dürfte im Prognosezeitraum moderat weiter wachsen. Nicht zuletzt die stark gestiegenen Inflationsraten sorgen dafür, dass die großen Notenbanken nun den Kurswechsel einleiten. Erste Schritte in Richtung einer geldpolitischen Normalisierung werden gegangen. Sowohl die US-Notenbank Fed als auch die Europäische Zentralbank werden im Prognosezeitraum bis Ende 2023 ihre Nettoanleihekäufe einstellen und die Leitzinsen erhöhen. Einige Notenbanken in kleineren europäischen Ländern sowie in Schwellenländern reduzieren bereits ihren geldpolitischen Expansionsgrad und erhöhen die Leitzinsen. Das im Prognosezeitraum allgemein steigende Zinsniveau dürfte zwar am Goldmarkt nicht spurlos vorübergehen, doch wird der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik gut vorbereitet vonstattengehen. Zudem bleibt die Liquidität noch längere Zeit reichlich. Die risikolosen Zinsen, also die Opportunitätskosten der zinslosen Goldhaltung, bleiben im Prognosezeitraum tendenziell niedrig. Dies spricht für anhaltend hohe Goldpreise.

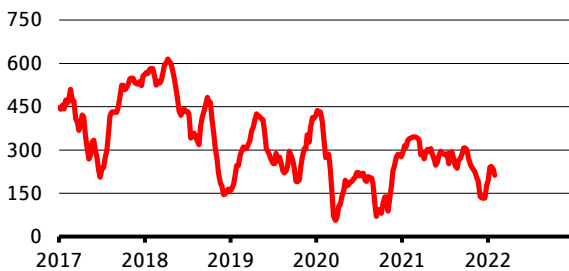
Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



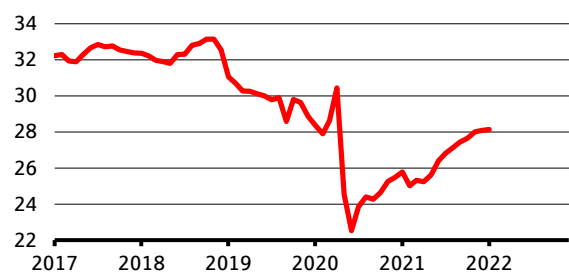
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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)	09.02.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	80,0	72,0	50,5
Brent (USD)	91,6	81,8	61,1
WTI (USD)	89,7	78,9	58,4
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	82	78	73
Brent (USD)	93	90	85
WTI (USD)	90	87	82

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

Derzeit kennen die Ölpreise nur eine Richtung, nämlich nach oben. Die weltweite Nachfrage zeigt keine Omikron-Bremsspuren, während das Angebot der Dynamik des Ölkonsums nicht nachkommt. Die OPEC+ hält zwar per Beschluss an ihrem Fahrplan der graduellen Produktionsausweitung um monatlich 0,4 Mio. Barrels pro Tag weiter fest, aber sie schafft es seit Monaten nicht mehr, diese zusätzliche Menge tatsächlich bereitzustellen. So hält sich die Knappheit am globalen Ölmarkt hartnäckiger als erwartet, die Lagerbestände schrumpfen weiter. Im Frühjahr kommt zwar etwas Öl aus den strategischen Reserven großer Konsumentenländer auf den Markt, dies dürfte zunächst aber nicht ausreichen, um die Preisdynamik umzukehren. Zumal die derzeit im Ölpreis enthaltene geopolitische Risikoprämie vorerst bestehen bleiben dürfte.

Perspektiven

Die vorhandenen Impfmöglichkeiten sowie eine Abschwächung der Gefährlichkeit des Coronavirus dürften dazu führen, dass die Pandemie keine weltwirtschaftliche Rezession mehr auslösen wird. Im Verlauf von 2022 wird sich die Weltwirtschaft von den bisherigen Coronakapriolen erholen, der globale Rohölkonsum wird sich wieder auf höherem Niveau normalisieren. Die freiwilligen Produktionskürzungen seitens der OPEC+ werden im Prognosezeitraum weiter zurückgenommen werden. Das zusätzlich nachgefragte Rohöl wird vornehmlich von der OPEC+ bereitgestellt werden, denn die Fracking-Industrie in den USA erfährt unter Präsident Biden keine politische Unterstützung mehr. Es wird erwartet, dass die US-Ölförderung auf einem hohen Niveau grob seitwärts laufen wird. Dies gibt den OPEC-Ländern – insbesondere, wenn sie mit anderen großen Produzenten wie Russland zusammenarbeiten – wieder mehr Marktmacht, über die eigenen Produktionsmengen die Ölpreise stärker zu beeinflussen. Perspektivisch spielt die globale Absichtserklärung, bis 2050 die Netto-Emissionen von Kohlendioxid auf Null zu senken, auch für den Rohölmarkt eine immer wichtigere Rolle. Investitionen in fossile Angebotskapazitäten werden reduziert. Allerdings ist fraglich, ob die Nachfrage in entsprechendem Tempo auf alternative Energiequellen umgestellt werden kann. Dies erhöht die Ölpreisrisiken mittelfristig auf der oberen Seite. Aus Sicht der Nachhaltigkeit hätten höhere Ölpreise eine wünschenswerte Lenkungswirkung, sofern in der Folge regenerative Alternativen zu fossilen Energieträgern stärker zum Zuge kämen. Langfristig wird Rohöl an Bedeutung für die Weltwirtschaft verlieren und dürfte damit im Preis nachgeben.

Szenarien

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Im Jahr 2022 dürften wichtige Weichen durch die Geld- und Wirtschaftspolitik gestellt werden.
- Notenbanken beginnen mit der Straffung ihrer Geldpolitik, um dauerhaft höhere Inflationsraten zu verhindern.
- Regierungen ergreifen Maßnahmen, um dem Klimawandel zu begegnen, die Überlastung der Sozialversicherungen mit Blick auf die Alterung der Bevölkerungen zu verhindern und die Digitalisierung voranzutreiben.
- Globales Wachstum bleibt kräftig, trotz der beginnenden Leitzinswende und trotz wiederkehrender regionaler bzw. saisonaler Corona-Infektionswellen.
- Euroland: Corona-Nachholeffekte und Schub von Geld- und Fiskalpolitik sorgen für überdurchschnittliches Wachstum.
- USA: Erholung am Arbeitsmarkt stützt privaten Konsum. Kräftige Anstiege bei Mieten und Hauspreisen belasten Privathaushalte.
- China: Verstärkte staatliche Regulierung geht zulasten des privaten Sektors. Wachstum pendelt sich bei knapp 5 % ein.
- Inflation: Inflationsraten gehen wieder zurück, geldpolitische Straffung kann daher in kontrolliertem Tempo vorangetrieben werden.
- Finanzmärkte: Aktienmärkte profitieren von globalem Wachstum und hoher Profitabilität der Unternehmen. Gesamtertragsersparungen für Rentenanlagen bleiben begrenzt, lediglich risikoreichere Segmente sind attraktiv.
- Zinsen: Zinsanstieg wird langsam verlaufen. Kaufkraft-erhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch bei breit gestreuter Wertpapieranlage, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen zu anhaltend höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer restriktiven Geldpolitik gezwungen, die das Wachstum ausbremst und im Extremfall sogar eine Rezession auslöst.
- Spürbare, lang anhaltende Wachstumsabschwächung in China, bspw. ausgelöst durch eine nationale Immobilienkrise.
- Russland-Ukraine-Konflikt eskaliert und führt zu wirtschaftlichen Sanktionen von Seiten des Westens, die das Wachstum belasten.
- Wirkung der Impfungen verpufft wegen resistenter Coronavirus-Mutationen. Langanhaltende globale Pandemie verursacht wiederkehrende großflächige Stillstände. Vertrauensverlust führt zu Abwärtsspirale an den Finanzmärkten.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst globale bzw. regionale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Emerging Markets-Finanzkrise bzw. in Euro-land einer erneuten Infragestellung der Währungsunion.

Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Corona-Pandemie ebbt dank zügiger Durchimpfung großer Teile der Weltbevölkerung schnell ab. Produktion und Konsum können wieder ungehindert wachsen.
- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz zunehmender Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne dauerhaft höhere Inflationsraten. Dank Verschuldungsabbau schreitet die Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- 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: 10.02.2022 (7 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

Überreicht durch:
Sparkasse Wolfach
Bahnhofstr. 4
77709 Wolfach
Tel.: (0 78 34) 972 - 0
www.sparkasse-wolfach.de