

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

März 2022

Suche nach Halt und Orientierung.



Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

wir alle sind bewegt von den Geschehnissen in der Ukraine. Viele Menschen machen sich Sorgen um die weitere Entwicklung im Krisengebiet, in Europa und in der Welt. Der Russland-

Ukraine-Krieg ändert die geopolitischen und ökonomischen Rahmenbedingungen insbesondere für Europa grundlegend. Die Handelsunterbrechungen und die gestiegenen Energiepreise aufgrund der Wirtschaftssanktionen werden die Konjunkturerholung bremsen. Die Inflationsraten werden wegen der höheren Energiepreise kurzzeitig weiter ansteigen, bevor sie im späteren Jahresverlauf wieder sinken sollten. Bis dato reagieren die Risikomärkte auf die neuen Nachrichten zwar mit Kursverlusten, indes ohne Panik. Sollte der Krieg räumlich begrenzt bleiben, dann können sie – trotz der vielfältigen Belastungen – weiterhin auf eine robuste Weltwirtschaft vertrauen.

Das wirtschaftliche Risikoszenario liegt allerdings in einer weiteren und länger andauernden Eskalation mit nochmals schärferen Sanktionen zwischen dem Westen und Russland. Insbesondere ein abruptes Aussetzen von Rohstofflieferungen (Erdgas, Rohöl und Industriemetalle) könnte in Westeuropa eine kurzzeitige Rezession auslösen. Dies dürfte für die Kapitalmärkte eine nochmals verstärkte Flucht in die Sicherheit bedeuten: u.a. weitere Kursrückgänge an den Aktienmärkten, sinkende Bund-Renditen, steigender Goldpreis.

Zugleich rücken mittel- und langfristige Unwägbarkeiten in den Fokus, die aus den substanziell veränderten Rahmenbedingungen resultieren. Denn sofern es zu keinem Regimewechsel in Russland kommt, werden die Sanktionen wohl für lange Zeit erhalten bleiben. Wie gelingt es Europa, die Energieversorgung künftig ohne russisches Gas sicherzustellen? Wohl mit höheren Kosten. Wie gelingt es den Unternehmen, mit dem zweiten ökonomi-

schen Angebotsschock nach der Corona-Pandemie umzugehen und die Lieferketten zu sichern? Wohl mit mehr regionaler Produktion und höherer Lagerhaltung. Wie kann nationale Sicherheit künftig gewährleistet werden? Wohl mit spürbar höheren Verteidigungsausgaben.

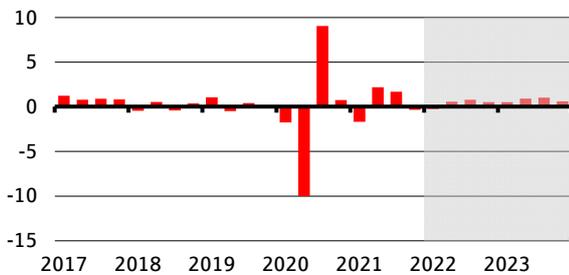
Die Geldpolitik gerät in das Dilemma, noch höheren Inflationsraten eigentlich mit Leitzinsanhebungen entgegenzutreten zu müssen, wodurch jedoch die angeschlagene Konjunktur noch weiter geschwächt würde. Angesichts der großen Unsicherheit und der Risiken dürften die Notenbanken die Konjunktursorgen höher gewichten und ihre Zinswende moderater gestalten. Auch ihre Toleranz hinsichtlich höherer Staatsausgaben dürfte zunächst etwas größer sein als in Friedenszeiten. Für die Anleger bedeutet dies zuallererst, bei ihrer Suche nach Halt und Orientierung Ruhe zu bewahren. In diesen aufwühlenden Zeiten ist Panik ein schlechter Ratgeber. Und auf Basis der Erfahrungen aus früheren Krisen gehen wir davon aus, dass ein Großteil der Risikoprämien im Lauf der kommenden Monate am Markt wieder ausgepreist werden wird. Dies tun wir auch in der Hoffnung, dass in Europa wieder Frieden einkehrt.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

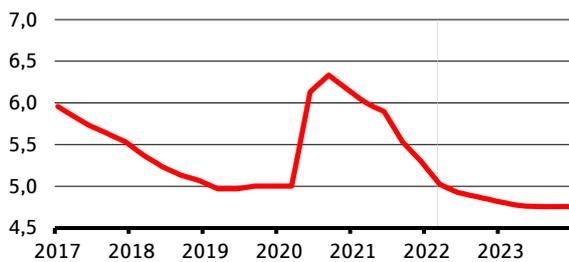
Konjunktur Deutschland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



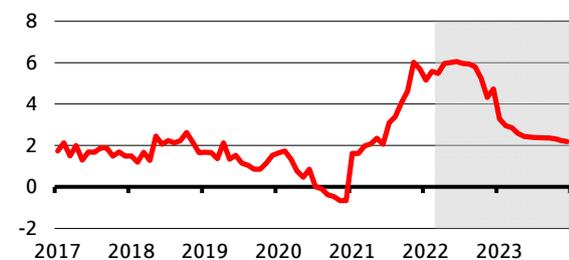
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

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.)	2,9	1,7	2,7
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,7	4,9	4,8
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	3,2	5,5	2,5
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
	Dez 21	Jan 22	Feb 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	5,7	5,1	5,5
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,2	5,1	5,0
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	57,4	59,8	58,5
ifo Geschäftsklima (Punkte)	94,8	96,0	98,9

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

Im Fokus

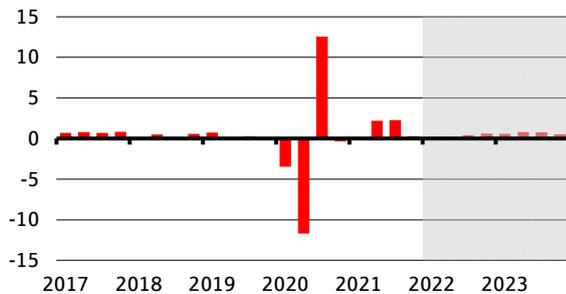
Noch ist von dem Krieg zwischen Russland und der Ukraine in den Konjunkturindikatoren nichts zu spüren. Das liegt daran, dass diese nur mit Verzögerung publiziert werden bzw. dass bei den zeitnah verfügbaren Umfragen der Krieg noch nicht ausgebrochen war. So stiegen die Indikatoren in den letzten vier Wochen mehrheitlich an. Die Stimmung der Unternehmen verbesserte sich, und selbst unser wöchentlicher Konjunkturindikator nahm kräftig zu. Einzige Indikatoren zu den Lieferketten zeigten nach der Besserung im Vormonat wieder eine deutliche Verschlechterung. Das Lieferkettenproblem ist nach wie vor ungelöst, und wir schlittern aus einer schwierigen Ausgangslage in das Sanktionsregime gegen Russland, das die Lieferketten zusätzlich stressen wird.

Perspektiven

Das Winterhalbjahr 2021/2022 war ohnehin schon herausfordernd: anhaltende Lieferkettenprobleme, hohe Energiepreise und – wieder einmal – die Corona-Pandemie. So wurde die Konjunktur abermals von der Angebots- und von der Nachfrageseite in die Zange genommen. Nun kommt die erschütternde Aggression Russlands gegenüber der Ukraine hinzu. Kurzfristig lasten steigende Energie- und Rohstoffpreise, Sanktionen und Gegenmaßnahmen sowie die Unsicherheit auf der Konjunktur. Doch auch langfristig wird sich einiges ändern. Es ist eine Zeitenwende, die alte Gewissheiten zunichtemacht. Es droht ein neuer kalter Krieg. Besonders herb ist der Schlag für die Klimatransformation. Nach der Atomenergie bricht nun mit Erdgas die zweite Brückentechnologie zur Klimaneutralität weg. Lieferketten in den Bereichen Energie und Rohstoffe müssen neu aufgestellt werden. Und auf Deutschland kommen zu all den fiskalischen Herausforderungen noch dauerhaft steigende Ausgaben für die äußere Sicherheit hinzu. Nun rächt sich, dass über mehrere Legislaturperioden hinweg Herausforderungen nicht angegangen wurden: Die Infrastruktur ist in einem schlechten Zustand, die Digitalisierung kaum vorangekommen, die demographische Herausforderung ignoriert worden. Auf Dauer droht eine Verringerung des deutschen Potenzialwachstums, d.h. die normale „Reisegeschwindigkeit“ der Volkswirtschaft sinkt.

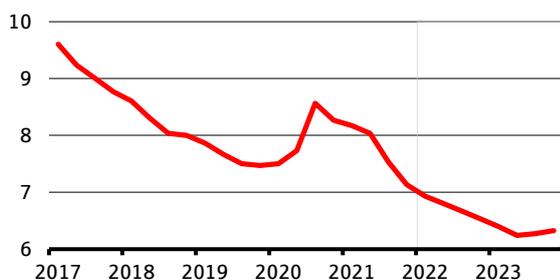
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



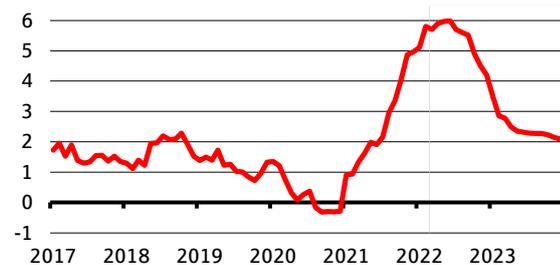
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

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	2,2	2,4
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,6	5,4	2,5
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
	Dez 21	Jan 22	Feb 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	5,0	5,1	5,8
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	7,0		
Economic Sentiment (Punkte)	113,8	112,7	114,0

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

Im Fokus

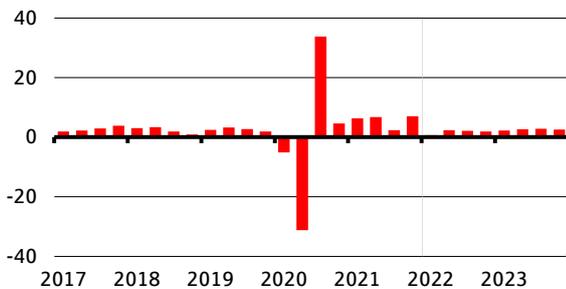
Die wichtigsten Frühindikatoren haben zuletzt eine Verbesserung der konjunkturellen Lage angedeutet. Dies ist mit dem Krieg in der Ukraine hinfällig geworden. Die Wirtschaft in Euroland dürfte in diesem Jahr deutlich weniger als bislang angenommen wachsen. Unter den vier großen Ländern der Europäischen Währungsunion sind Deutschland und Italien von dem Dämpfer überproportional hart getroffen. Während bei der Konjunktur mit Abschlagen gerechnet werden muss, deuten sich bei der Inflation Aufschläge an. Die EWU-Inflationsrate betrug im Februar bereits 5,8 %. Der zusätzliche Energiepreisdruck und weiter anhaltende Lieferkettenprobleme dürften für das Gesamtjahr 2022 zu einer Inflationsrate über 5,0 % führen.

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. Durch den Krieg in der Ukraine ist allerdings mit einer deutlichen, aber vorübergehenden Belastung der europäischen Konjunktur zu rechnen, und der Corona-Aufholprozess wird stark verlangsamt. Von den großen EWU-Mitgliedern sind Deutschland und Italien von den wirtschaftlichen Folgen des Russland-Ukraine-Kriegs am stärksten betroffen. Die europäische Geld- und Fiskalpolitik bilden einen wachstumsfreundlichen Rahmen. Die Aufräumarbeiten nach der Weltfinanzkrise und der Schuldenkrise waren noch nicht abgeschlossen, als die Corona-Krise begann und der Krieg in der Ukraine 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 %.

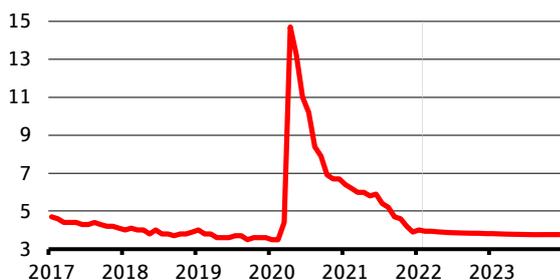
Konjunktur USA

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



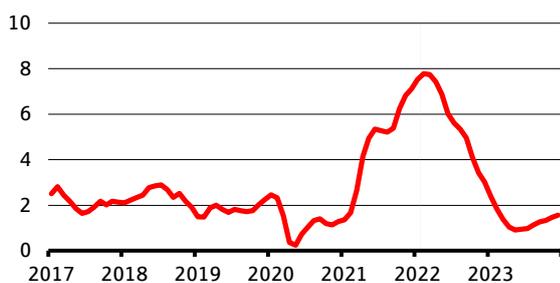
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

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	3,0	2,3
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	4,7	5,8	1,4
Finanzierungssaldo des Staates*	-11,8	-6,0	-5,0
Schuldenstand des Staates*	123,7	121,6	122,9
Leistungsbilanzsaldo*	-3,6	-4,0	-4,0
	Dez 21	Jan 22	Feb 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	7,0	7,5	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,9	4,0	
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	58,8	57,6	58,6
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	115,2	111,1	110,5

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

Im Fokus

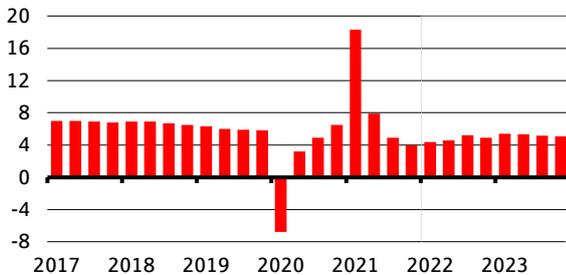
Die Verbraucherpreise sind im Januar deutlich kräftiger als von uns erwartet angestiegen. Die Zusammensetzung lässt darauf schließen, dass insbesondere im Bereich Nahrungsmittel, aber auch bei den Mieten, die Preise in den kommenden Monaten stärker anziehen werden als bislang von uns unterstellt. Hinzu kommen die global höheren Energiepreise. Für den privaten Konsum wurde aufgrund von Problemen bei der Saisonbereinigung für den Januar ein deutliches Plus gegenüber dem Vormonat ausgewiesen. Dies ging zu Lasten der Sparquote, die nun deutlich unterhalb des Vorkrisenniveaus liegt. Insofern belastet die höhere Inflation umso mehr den Ausblick für den Konsum und damit für die Gesamtwirtschaft.

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 es 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 der privaten Haushalte, der Unternehmen wie auch der Kapitalmarktteilnehmer. Erschwert wird die Konjunkturprognose 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.

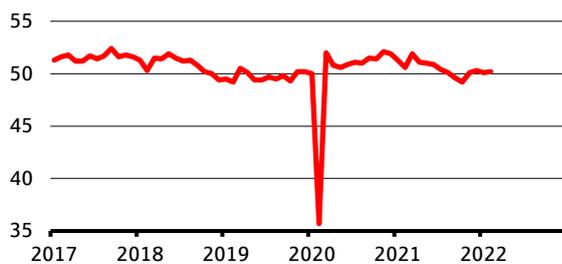
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



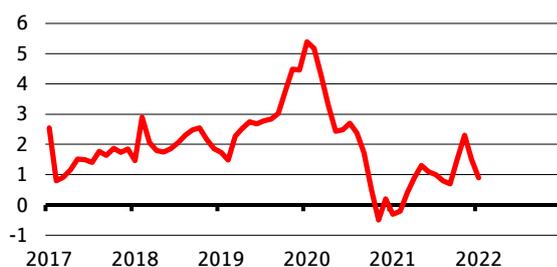
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

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
	Dez 21	Jan 22	Feb 22
Inflation (% ggü. Vorjahr)	1,5	0,9	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	4,3		
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	50,3	50,1	50,2

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

Im Fokus

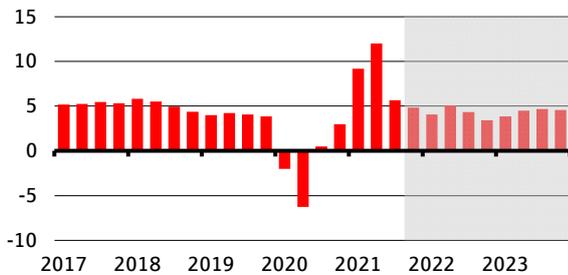
China hat den Angriff Russlands auf die Ukraine nicht öffentlich verurteilt und keine Sanktionen gegen Russland verhängt. Die direkten wirtschaftlichen Folgen werden in China daher deutlich geringer sein als in Europa. Die chinesische Wirtschaft hat ihre Schwäche aber auch im Februar nicht überwunden. Die Einkaufsmanagerindizes sind zwar leicht gestiegen, doch sie bleiben auf niedrigem Niveau. Insbesondere am Immobiliensektor ist die Unsicherheit weiterhin hoch, nachdem weitere Immobilienentwickler Liquiditätsprobleme bekannt gegeben haben. Die Regierung setzt vor allem auf höhere Infrastrukturinvestitionen, um die Konjunktur zu stärken. Zudem wurden die Banken angewiesen, den Immobiliensektor ausreichend mit Krediten zu versorgen. Bereits im Januar war insgesamt eine kräftige Kreditentwicklung zu verzeichnen. Die Geldpolitik wird weiter gelockert werden.

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 Belastungsfaktoren wie 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 dies spricht 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.

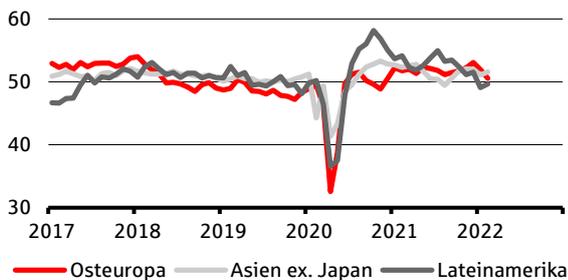
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



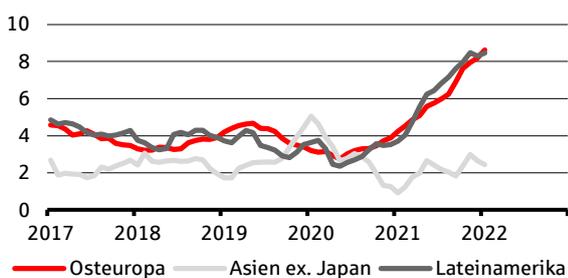
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	2021P	2022P	2023P
Brasilien	4,8	0,3	1,8
Russland	4,7	-5,5	-1,5
Indien	8,3	7,6	6,1
China	8,1	4,8	5,2
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2021P	2022P	2023P
Brasilien	8,3	7,6	4,4
Russland	6,5	22,2	30,0
Indien	5,1	5,4	4,9
China	0,9	2,2	2,7

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

Der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine hat zu umfassenden Wirtschaftssanktionen des Westens gegen Russland geführt. Der russische Rubel hat daraufhin deutlich abgewertet, es wurden Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, und dem russischen Staat droht die Zahlungsunfähigkeit. Viele Auslandsunternehmen werden sich aus dem Russland-Geschäft zurückziehen. Die wirtschaftlichen Folgen des Krieges werden vor allem in Europa zu spüren sein. Über höhere Energiepreise werden aber auch in anderen Teilen der Welt die Inflationsraten nach oben getrieben. In Lateinamerika dürften die Zentralbanken auf die gestiegenen Inflationsgefahren eher mit weiteren Zinsanhebungen reagieren, während in Asien zunächst die Sorgen um den Wachstumsausblick zu einer zögerlichen geldpolitischen Haltung führen dürften.

Perspektiven

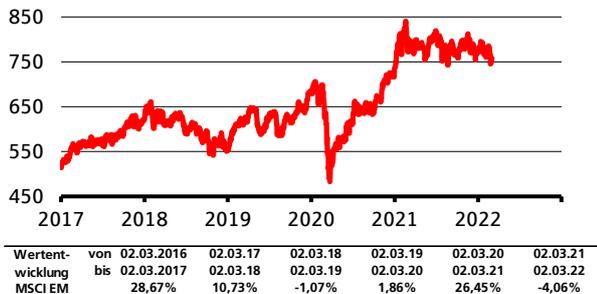
Die Sanktionen stürzen Russland in eine schwere Rezession, und die wirtschaftliche Isolation Russlands erschwert vor allem für die westlichen Länder den Zugang zu russischen Rohstoffen. Sollten die Sanktionen auch vollständig auf den Energiesektor ausgeweitet werden, drohte vor allem in Europa eine Energieknappheit. Die pandemiebedingten Konjunkturrisiken haben dagegen weltweit abgenommen, auch wenn das Auftreten neuer Varianten sehr wahrscheinlich ist. Eine Rückkehr zur „Normalität“ ist insbesondere für die weltweite Reisebranche noch nicht absehbar. Der Inflationsausblick ist 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

Dem russischen Staat droht als Folge der Sanktionen die Zahlungsunfähigkeit. Sollte es infolge des Krieges weltweit zu einer Aufrüstung kommen, könnte dies die geopolitischen Spannungen gerade in Asien verschärfen.

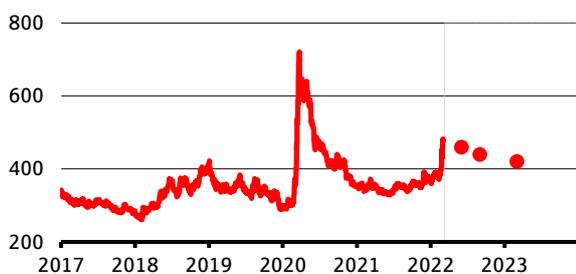
Em. Markets-Märkte

Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



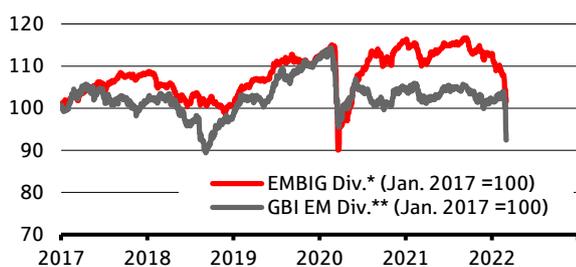
Quellen: MSCI, DekaBank

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)	02.03.2022	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	758	-1,6	-2,4	-4,1
EMBIG Div* Performanceind.	447	-7,9	-10,1	-9,7
GBI EM Div** Perform.-ind.	231	-10,5	-9,1	-10,0
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	489	0,5	-0,4	-1,1
MSCI World Total Return	466	-2,7	-5,5	18,9
Prognose DekaBank				
		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	477	460	440	420

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.

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

Im Fokus

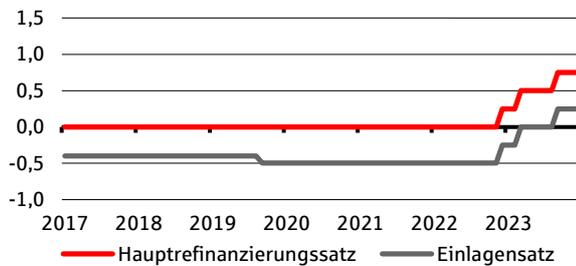
Der Angriff Russlands auf die Ukraine und die in Reaktion hierauf verhängten Sanktionen des Westens gegen Russland haben zu einem massiven Kurseinbruch an den russischen Finanzmärkten geführt. Auch ukrainische und belarussische Titel verloren deutlich. Die Entwicklung der einzelnen Schwellenländeranlageklassen ist vor allem vom Indexgewicht Russlands vor der Invasion getrieben. So liegen EM-Lokalwährungsanleihen seit Jahresbeginn rund 10 % im Minus, obwohl es außer in Russland bei kaum einem Land zu nennenswerten Verlusten gekommen ist. Bei EM-Hartwährungsanleihen war das Gewicht Russlands geringer, doch die erhöhte Risikoaversion hat andere Emittenten stärker getroffen als bei Lokalwährungsanleihen. EM-Aktien wiederum sind von asiatischen Titeln dominiert, die bislang eher wenig getroffen sind. Da sich russische Anleihen bereits auf Ausfallniveau bewegen, ist das weitere direkte Verlustrisiko gering. Wenn klarer wird, dass die Weltwirtschaft die infolge der Russlandsanktionen erhöhten Rohstoffpreise verkraften kann, dürften sich die Kurse außerhalb Russlands wieder etwas erholen. Zunächst dominiert jedoch die Angst vor einer weiteren Eskalation.

Perspektiven

Die russische Aggression und die Sanktionen des Westens dürften dazu führen, dass die Energiepreise auf absehbare Zeit höher liegen werden, als dies bislang unterstellt worden ist. Auch andere Rohstoffpreise stehen unter Aufwärtsdruck, und es drohen Ausfälle bei Getreidelieferungen aus der Ukraine und ggf. Russland. Die Krise erhöht die Inflationsrisiken und trübt gleichzeitig den Wachstumsausblick ein. Die Regionen werden unterschiedlich stark getroffen sein, sodass auch die Zentralbanken Inflations- und Wachstumsrisiken unterschiedlich gewichten werden. Wir erwarten nicht, dass der Krieg zu einer breiten Flucht aus Schwellenländeranlagen führt, doch die Risikowahrnehmung für geopolitische Spannungen ist gestiegen und dürfte die Kapitalflüsse in Emerging Markets tendenziell belasten. Positiv ist festzuhalten, dass kaum eine Regierung den Angriff Russlands unterstützt. China hat den Einmarsch zwar nicht klar verurteilt, ruft aber zu Verhandlungen auf und zeigt keine Anzeichen, in dieser Frage mit Russland einen Block gegen den Westen bilden zu wollen. Bleibt Russland weitgehend isoliert, erscheint das Risiko weiterer militärischer Aggressionen Russlands über die Ukraine hinaus oder neuer Kriege in anderen Regionen begrenzt.

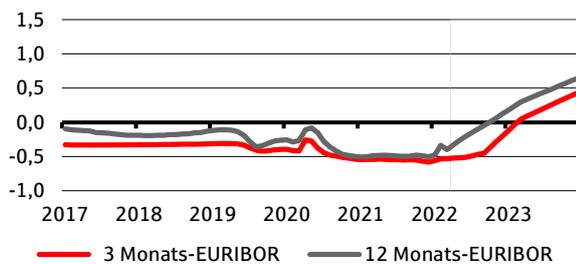
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



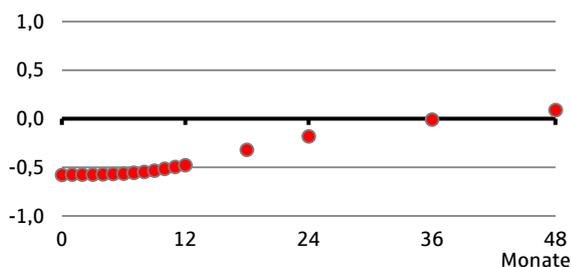
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

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.)	02.03.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	0,00	0,00	0,00
3 Monats-EURIBOR	-0,53	-0,55	-0,54
12 Monats-EURIBOR	-0,40	-0,43	-0,49
EURIBOR-Future, Dez. 2022	-0,12	-0,17	-0,50
EURIBOR-Future, Dez. 2023	0,51	0,38	-0,40
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	-0,51	-0,45	0,05
12 Monats-EURIBOR	-0,20	-0,05	0,30

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

Im Fokus

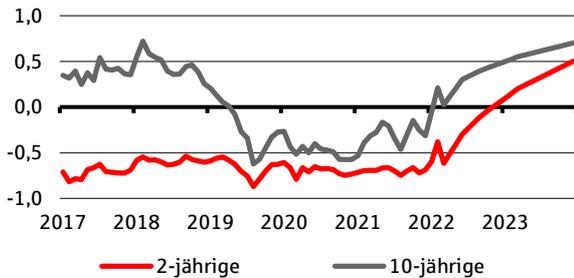
Der Kriegsausbruch in der Ukraine und die Sanktionen gegen Russland dürften die Inflation kurzfristig weiter ansteigen lassen, zugleich aber auch die wirtschaftliche Erholung bremsen. Der geldpolitische Spagat der EZB wird dadurch noch schwieriger. Bei ihrer Sitzung am 10. März dürfte sie an ihrer grundsätzlichen Absicht festhalten, den monetären Stimulus schrittweise zu reduzieren, den Zeitplan hierfür aber von den weiteren Geschehnissen abhängig machen. Geldmarkt-Futures zufolge gehen Marktteilnehmer weiterhin von mittelfristig bevorstehenden Leitzinserhöhungen aus, erwarten nun aber ein langsames Tempo der Zinsschritte. Dies steht weitgehend in Einklang mit unseren leicht nach unten revidierten Prognosen. Noch stärker als bisher dürfte die EZB ihre Bereitschaft unterstreichen, Störungen der geldpolitischen Transmission entgegenzuwirken. Angesichts der bislang eher ruhigen Reaktionen auf den Geld- und Rentenmärkten erwarten wir kurzfristig jedoch keine Maßnahmen, die das Ausmaß an Überschussliquidität beeinflussen würden.

Perspektiven

Es lässt sich noch nicht genau abschätzen, welche mittelfristigen Auswirkungen der Krieg in der Ukraine und die wirtschaftlichen Spannungen mit Russland auf das Inflationsgeschehen im Euroraum haben werden. Auf der einen Seite dürften steigende Energiepreise und eine Verschärfung der Lieferketten-Problematik die Inflation kurzfristig weiter ansteigen lassen. Auf der anderen Seite sollte ein schwächeres Wirtschaftswachstum die Gefahr reduzieren, dass sich die hohe Teuerung über einen längeren Zeitraum verfestigt. Vor dem Hintergrund dieser Unsicherheiten dürfte die EZB umso mehr die Flexibilität und Datenabhängigkeit ihres zukünftigen Kurses unterstreichen. Sie dürfte an der beabsichtigten Reihenfolge festhalten, zunächst die Nettoanleihekäufe des APP auslaufen zu lassen und erst danach mit Leitzinserhöhungen zu beginnen, sich dabei aber nicht im Voraus auf einen bestimmten Zeitplan festlegen. Hiervon zu trennen sind potenzielle Maßnahmen zur Unterstützung der geldpolitischen Transmission, wie insbesondere neue langfristige Refinanzierungsgeschäfte für Banken. Da die Geldmärkte bislang keine Anzeichen von Stress aufweisen und die Kreditvergabe zuletzt relativ kräftig war, gehen wir kurzfristig nicht von derartigen Maßnahmen aus. Auf längere Sicht bleiben sie aber eine Politikoption. Sie würden dem zu erwartenden Abschmelzen der Überschussreserven entgegenwirken und hätten somit einen dämpfenden Einfluss auf die Geldmarktsätze.

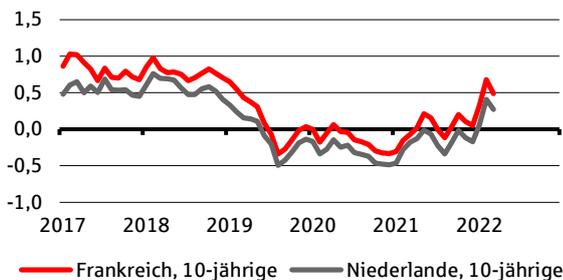
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



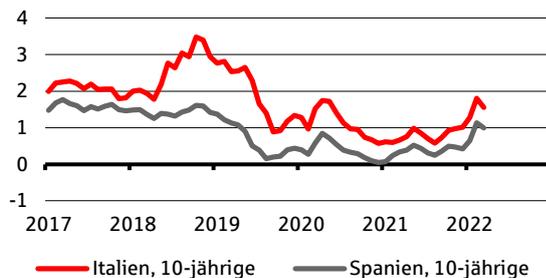
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Renditen (% p.a.)	02.03.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	-0,62	-0,46	-0,69
Deutschland 10J	0,03	0,04	-0,35
Frankreich 10J	0,48	0,45	-0,11
Italien 10J	1,55	1,43	0,68
Spanien 10J	1,00	0,78	0,32
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	-0,30	-0,10	0,20
Deutschland 10J	0,30	0,40	0,55

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

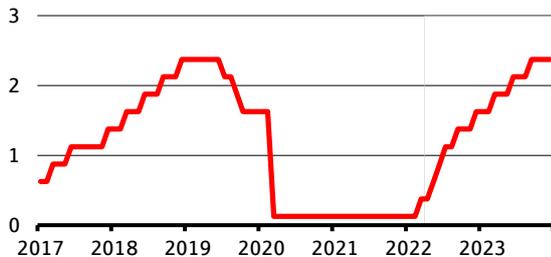
Nach Ausbruch des Krieges in der Ukraine haben Marktteilnehmer ihre Erwartungen über eine bevorstehende Straffung der Geldpolitik reduziert, was die Renditen vor allem kurzlaufender Bundesanleihen deutlich nach unten gedrückt hat. Zudem führt die erhöhte Unsicherheit zu einer Flucht in Qualität, sodass trotz gestiegener Inflationserwartungen die Renditen auch langlaufender Bundesanleihen zurückgegangen sind. Unseres Erachtens sollten die Renditen in den kommenden Monaten wieder etwas ansteigen, sofern die EZB ihre Absicht einer schrittweisen Normalisierung ihrer Geldpolitik nicht vollständig auf Eis legt. Die Ankündigung einer höheren Staatsverschuldung, insbesondere für die Verteidigung und die Sicherung der Energieversorgung, dürfte das lange Ende der Bundkurve dagegen erst mittelfristig und in überschaubarem Ausmaß belasten.

Perspektiven

Die aus dem Krieg in der Ukraine resultierenden Spannungen mit Russland dürften die Inflation zumindest kurzfristig weiter anheizen, das Wirtschaftswachstum bremsen und für einige Zeit zu einer erhöhten makroökonomischen Unsicherheit führen. Wie sich diese teils divergierenden Einflüsse auf die Staatsanleihemärkte auswirken, hängt zu einem großen Teil davon ab, inwieweit die EZB Änderungen an ihrem bislang antizipierten Kurs vornehmen wird. Bleibt ein schwerwiegender wirtschaftlicher Einbruch aus, dürfte sie unseres Erachtens an der grundsätzlichen Absicht einer schrittweisen Normalisierung ihrer Geldpolitik festhalten, den Ausstieg aber langsamer vorantreiben und dabei weit in die Zukunft reichende Festlegungen vermeiden. Dies sollte in den kommenden Monaten zu wieder etwas höheren Renditen von Bundesanleihen führen. Demgegenüber dürften sich die Aussicht auf eine zunehmende Staatsverschuldung und die erhöhten Inflationserwartungen erst dann am langen Ende der Bundkurve niederschlagen, wenn die makroökonomische Unsicherheit spürbar zurückgegangen ist. Staatsanleihen der Peripherieländer, die in den vergangenen Monaten unter der sich abzeichnenden Reduktion der EZB-Anleihekäufe gelitten hatten, profitierten unmittelbar von den veränderten geldpolitischen Perspektiven. Diese Unterstützung dürfte zumindest zum Teil bestehen bleiben. Zwar gehen wir vorerst nicht davon aus, dass die EZB zusätzliche Staatsanleihekäufe ankündigt wird. In einem stark risikobeladenen Umfeld dürfte sie jedoch ihren Willen unterstreichen, Störungen der geldpolitischen Transmission entgegenzuwirken.

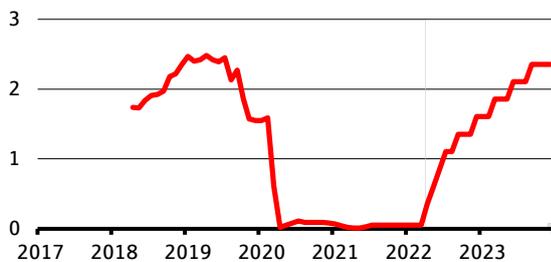
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



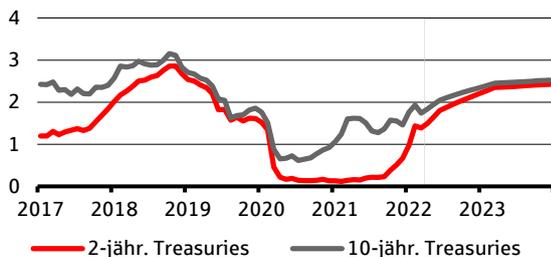
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

USA: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Zinsen / Renditen (% p.a.)	02.03.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25
Overnight-Zinsen (SOFR)	0,05	0,05	0,04
Renditen 2-j. Treasuries	1,51	1,15	0,12
Renditen 10-j. Treasuries	1,88	1,78	1,39
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	0,75-1,00	1,25-1,50	1,75-2,00
Overnight-Zinsen (SOFR)	0,86	1,36	1,86
Renditen 2-j. Treasuries	1,80	2,00	2,35
Renditen 10-j. Treasuries	2,05	2,20	2,45

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

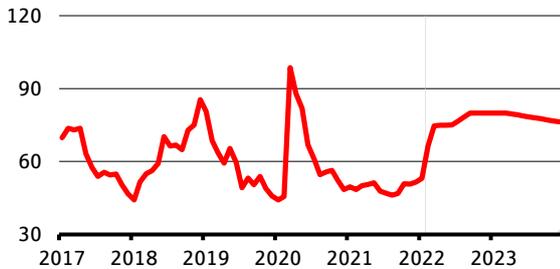
Der Krieg in der Ukraine hat sich an den US-Rentenmärkten erst mit Verspätung niedergeschlagen. So wurden zwar beispielsweise die Erwartungen einer ersten Zinsanhebung um 50 Basispunkte beim Fed-Zinsentscheid im März vollständig ausgepreist. Auch die übliche „Flucht in sichere Anlagen“ konnte beobachtet werden und sorgte für niedrigere Renditen im längeren Laufzeitenbereich. Eine panikartige Reaktion blieb hingegen aus. Der zeitnahe Ausblick, insbesondere im Hinblick auf das Ausmaß der geldpolitischen Straffung in der ersten Jahreshälfte, hängt weiterhin maßgeblich von der Inflations- sowie von der Arbeitsmarktentwicklung ab.

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.

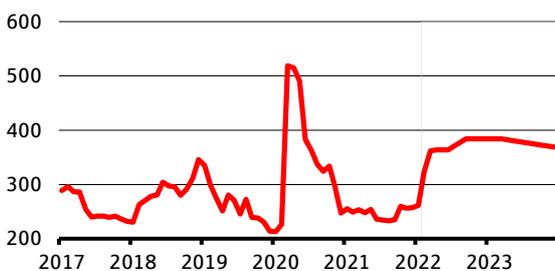
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



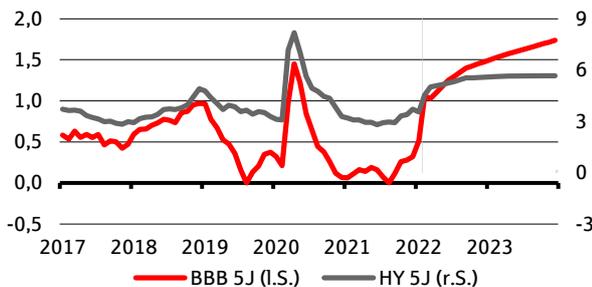
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates BBB 5J (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	02.03.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	75	57	48
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	364	281	249
Corporates BBB 5J (%)	1,03	0,71	0,14
Corporates HY 5J (%)	5,02	3,91	3,09

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

Der massive Schwenk der Kapitalmärkte zur Risikoaversion hat den Kreditmärkten zugesetzt. Diese befanden sich ohnehin gerade im Abwärtstrend, nachdem klargeworden war, dass die EZB sich beschleunigt aus den Wertpapierkaufprogrammen verabschieden wird. Zum allgemeinen Renditeanstieg addierte sich somit noch die Ausweitung der Risikoaufschläge in Erwartung nachlassender EZB-Nettokäufe. Mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine haben sich die Spreads nochmals ein Stück ausgeweitet, allerdings ist die Spread-Ausweitung angesichts der Bedrohungslage bisher nicht sonderlich hoch ausgefallen. Direkt von Sanktionen betroffen sind u.a. manche Unternehmen der Öl- und Gasförderung, die sich von Beteiligungen in Russland trennen müssen. Auf dem nun erhöhten Renditeniveau gibt es aber wieder erstes Kaufinteresse.

Perspektiven

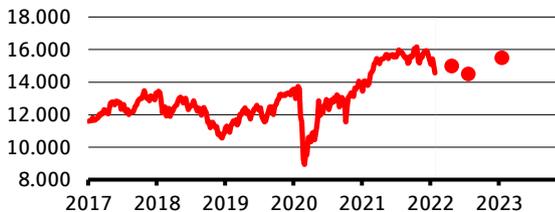
An den Kreditmärkten findet eine Neubewertung statt. Die stark erhöhte Risikoaversion legt sich negativ auf die Spreads und es ist noch nicht abzusehen, wie lange und wie stark diese Belastung anhalten wird. Unabhängig davon fallen mit der quasi-Ankündigung der Leitzinswende durch die EZB auf Sicht zwei wichtige Unterstützungsfaktoren für die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen weg. Zum einen hatte das extrem niedrige Zinsniveau den Unternehmen bisher 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 sitzen viele Unternehmen auf prall gefüllten Auftragsbüchern und es hat sich gezeigt, dass Firmen durch geschickte Steuerung hin zu Produkten mit höheren Margen, Produktionsanpassungen und Umstrukturierungen in der Lage sind, mit weniger Umsatz höhere Gewinne zu erzielen.

Anmerkung

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

Aktienmarkt Deutschland

DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung DAX	von bis	02.03.16	02.03.17	02.03.18	02.03.19	02.03.20	02.03.21	02.03.22
		23,35%	-1,21%	-2,62%	2,21%	18,40%		-0,28%

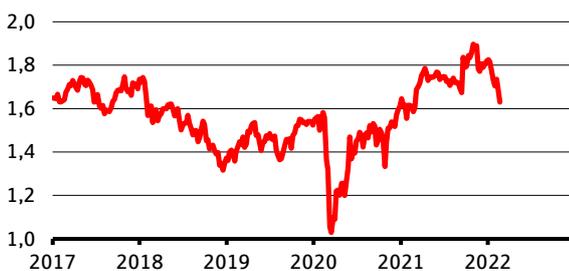
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	02.03.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	14.000	15.614	14.040
DAX (Veränd. in % seit ...)		-10,33	-0,28
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	15.000	14.500	15.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
DAX aktuell	12,74	1,63	3,18
DAX Ø (10 Jahre roll.)	12,86	1,52	3,28

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

Im Fokus

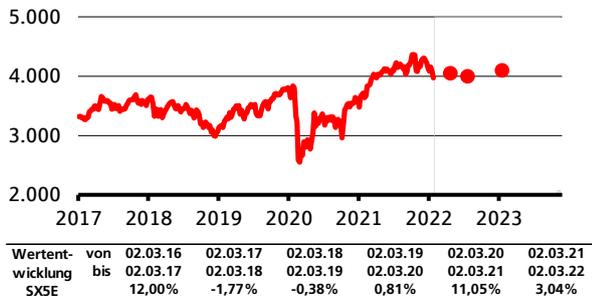
Der Aktienmarkt war gerade dabei, sich von den Corona-Belastungen zu befreien und an ein verändertes Zinsumfeld zu gewöhnen, als er von der Russland-Ukraine-Krise getroffen wurde. Mit der Stimmung sind die Kurse eingebrochen. In dieser Situation gilt es aber, die fundamentalen Ankerpunkte nicht aus den Augen zu verlieren. Der DAX war vor der Krise nicht teuer bewertet und ist mit der jetzt zu Recht angestiegenen Risikoprämie noch günstiger geworden. Die globalen Wachstumsperspektiven sind zwar gebremst und einer höheren Unsicherheit unterworfen, aber ausreichend stabil, um einen moderaten Anstieg in den Unternehmensgewinnen zu gewährleisten. Dies schützt angesichts der unsicheren geopolitischen Entwicklung zwar nicht vor kurzfristig hohen Kursauschlägen und temporären Kursrücksetzern, weshalb mit erhöhter Vorsicht agiert werden sollte. Es begrenzt aber das Abwärtsrisiko und bildet gleichzeitig eine solide Basis für Kursanstiege sobald sich die Situation beruhigt.

Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft wird spürbar vom Russland-Ukraine-Krieg getroffen. Steigende Rohstoffpreise und die Unsicherheit über die Auswirkungen von Sanktionen und Gegensanktionen belasten den Wachstumsausblick. Das gilt auch für die Unternehmen, allerdings in etwas abgeschwächter Form. Denn global sind die Auswirkungen der Krise weniger stark als in Deutschland zu spüren. Der Konflikt dürfte die Aufwärtsdynamik der Unternehmensgewinne leicht abbremsen, aber nicht umkehren. Aufgrund der globalen Ausrichtung der deutschen Unternehmen ist der Gewinntrend solide abgesichert. Die EZB wird in diesem veränderten Umfeld die Unterstützungsmaßnahmen der Corona-Krise zwar zurückfahren, die Leitzinsen jedoch trotz der höheren Inflationsraten nur moderat anheben. Den Aktienmärkten wird die Unterstützung der Notenbank also nicht abrupt entzogen. Die Kursbewegungen am deutschen Aktienmarkt bleiben stark von der geopolitischen Entwicklung geprägt, und Anleger müssen sich auf deutlich erhöhte Kursschwankungen einstellen. Mittelfristig helfen dem Aktienmarkt aber seine günstige Bewertungsausgangslage und die zwar reduzierten, aber dennoch ausreichend stabilen globalen Wachstumsperspektiven. Somit gilt es angesichts der aktuellen Krise nicht in Panik zu verfallen, sondern die mittelfristigen Perspektiven im Auge zu behalten und in Aktien investiert zu bleiben bzw. Positionen sukzessive weiter aufzubauen.

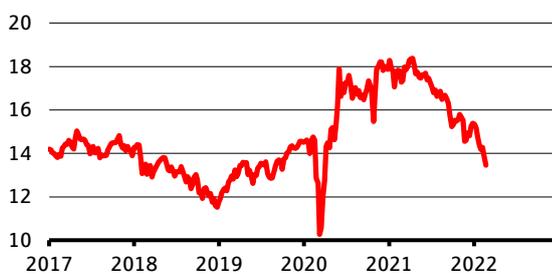
Aktienmarkt Euroland

EuroSTOXX 50 (Indexpunkte)



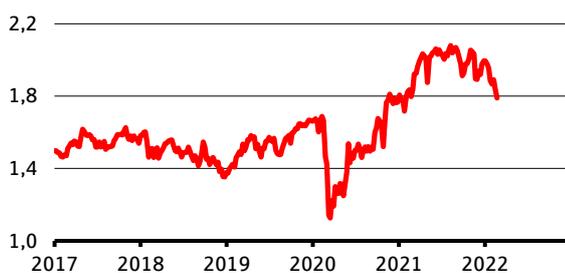
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	02.03.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EuroStoxx 50 (Indexp.)	3.821	4.222	3.708
EuroStoxx 50 (Veränd. in % seit ...)		-9,5	3,0
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EuroStoxx 50 (Indexp.)	4.050	4.000	4.100
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EuroStoxx 50 aktuell	13,5	1,8	3,3
EuroStoxx 50 Durchschnitt 15 Jahre	13,6	1,5	3,8

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

Im Fokus

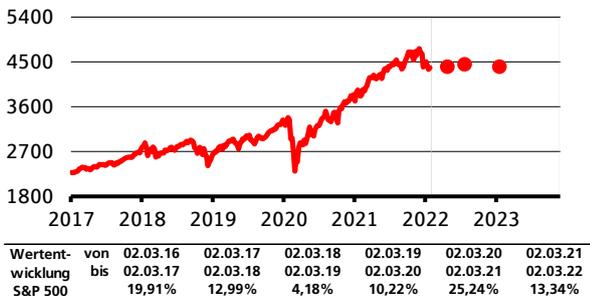
Kaum hatten die Euroland-Aktienmärkte die höheren Zinsen verdaut, eskalierte die Situation in der Ukraine, Russland startete seine militärische Invasion. Das führte zu deutlichen Kursverlusten und höheren Risikoprämien aufgrund der bestehenden Unsicherheit. Die Probleme mit den bereits angespannten Lieferketten und den bestehenden Materialengpässen dürften weiter zunehmen, vor allem bei Rohstoffen. Unter den großen Aktienregionen ist die Eurozone aufgrund der geografischen Nähe und der wirtschaftlichen Verbindungen besonders von dem Konflikt betroffen. Die Unternehmensberichtssaison überzeugte hingegen, konnte aber nicht wirklich unterstützen. Die Märkte müssen nun mit den größeren geopolitischen Risiken, aber auch den erhöhten Inflationsgefahren und den daraus resultierenden Folgen für die Geldpolitik klarkommen. Kurzfristig ist die Unsicherheit entsprechend groß, eine weitere Abwärtsbewegung ist denkbar, defensive Branchen und Qualitätsaktien bleiben gesucht. Auf Sicht von einigen Monaten dürfte etwas Unsicherheit entweichen und die Kurse damit tendenziell höher stehen, da die Märkte die Zukunft diskontieren.

Perspektiven

Das Goldilocks-Umfeld ist Geschichte: Krieg in Europa und Inflationsrisiken sorgen für erhöhte Schwankungen an den Aktienmärkten der Eurozone. Der Ukraine-Krieg hat eine Vielzahl von Auswirkungen, kurz- wie langfristig. Lieferketten und Rohstoffversorgung sowie ggf. wegfallende Exportmärkte sind einige davon. Zudem verschärft sich der Inflationsdruck und führt für die großen Zentralbanken zu einem Dilemma. Euroland-Aktien sind historisch betrachtet auf einem durchschnittlichen Bewertungsniveau. Die tiefen absoluten wie realen Zinsen sprechen für eine höhere Bewertung, hingegen belasten die geopolitischen Risiken. Die russische Invasion dürfte viele Analysten zu Abwärtsrevisionen für Wachstum und Gewinne veranlassen, die der Markt aber wohl bereits weitgehend eingepreist hat. Attraktiv sind im Niedrigzinsumfeld weiterhin die Dividendenrenditen. In Summe können Schwächephasen als Kaufgelegenheiten wahrgenommen werden, solange es nicht zu einer drastischen Eintrübung der Aussichten kommt. Hauptrisiken sind eine nochmalige Eskalation im Ukraine-Krieg, Impfstoffresistente 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.

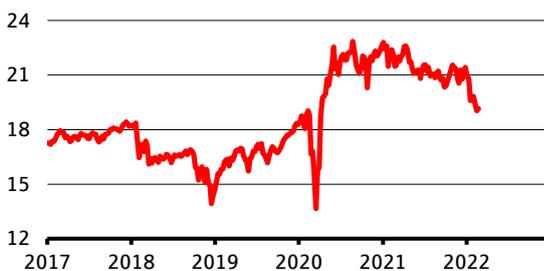
Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



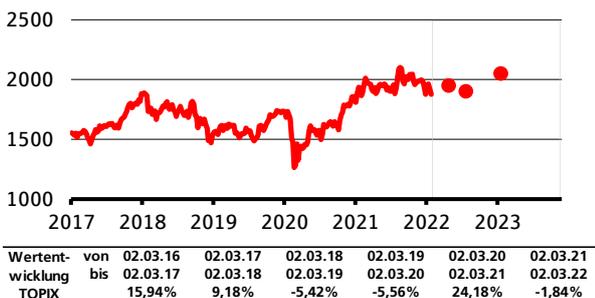
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	02.03.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	4.387	4.589	3.870
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		-4,4	13,3
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	4.400	4.450	4.400
TOPIX (Indexp.)	1.950	1.900	2.050
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	19,2	3,9	1,6
TOPIX	12,4	1,1	2,6

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

USA

Seit der Jahreswende stehen US-Aktien unter Abgabedruck. Erst belastete der durch Inflations- und Lohndruck ausgelöste dynamische Renditeanstieg, dann die russische Invasion in die Ukraine. Die Unternehmensberichtsaison für das vierte Quartal war zwar in der Summe gut, konnte den Kursen in der Breite aber keine erkennbaren Impulse geben und belastete bei einigen prominenten Aktien spürbar. Kurzfristig ist die Marktentwicklung sehr unsicher. Zwar gibt es bereits eine deutliche Bereinigung bei Positionierung und Sentiment, aber eine weitere Eskalation des Russland-Ukraine-Krieges könnte zu einer weiteren Abwärtsbewegung führen. Auf Sicht einiger Monate spricht allerdings mehr für eine Stabilisierung und höhere Kurse.

Japan

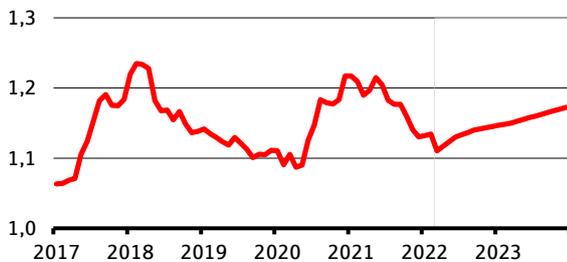
Seit einem Jahr befindet sich der Topix in einer relativ engen Handelsspanne. Der Index ist von den geopolitischen Risiken weniger stark betroffen als die Eurozone, Rohstoffpreise sowie Rendite- und Währungsentwicklung sind aber wichtige Faktoren. Mittelfristig sollten die moderate Bewertung, die strukturelle Verbesserung der Corporate Governance und Hoffnung auf nachhaltige Reformen die Kurse unterstützen.

Perspektiven

Die Erholung der US-Wirtschaft ist inzwischen weit fortgeschritten, der Inflationsdruck greifbar. Daher hat die US-Notenbank ihre Wertpapierkäufe reduziert und eine Reihe von Zinserhöhungen ab März signalisiert. In einem derartigen Umfeld sinkt oft die Bewertung von Aktien, vor allem von Wachstumstiteln. Hinzu kommen nun die geopolitischen Risiken, welche auch die Material- und Logistikengpässe verschärfen dürften. Die Aussichten für US-Aktien erscheinen dennoch moderat positiv, weil der Wirtschaftsaufschwung – wenngleich mit geringerem Tempo – anhalten sollte. Entsprechend dürften die Unternehmensgewinne weiter steigen. Die Schwankungen an den Märkten dürften 2022 ausgeprägter sein als 2021.

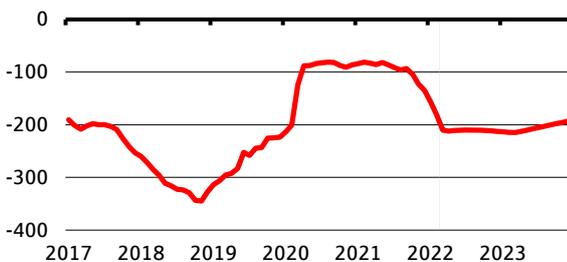
Währungen: EUR-USD

Wechselkurs EUR-USD



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

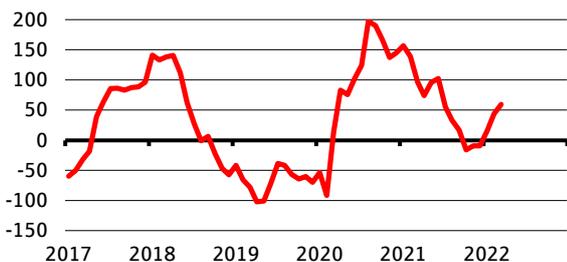
Zinsdifferenz* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



*Bundesanleihen minus Treasuries

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten*



* Euro-Futures; in Tsd. Kontrakten

Quellen: CFTC, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	02.03.2022	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,11	1,13	1,14	1,15
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-213	-210	-210	-215
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-185	-175	-180	-190
Leitzins EZB (%)	0,00	0,00	0,00	0,50
Leitzins Fed (%)	0,00-0,25	0,75-1,00	1,25-1,50	1,75-2,00
Konjunkturdaten		2021P	2022P	2023P
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		5,2	2,2	2,4
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		5,7	3,0	2,3
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		2,6	5,4	2,5
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		4,7	5,8	1,4

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

Im Fokus

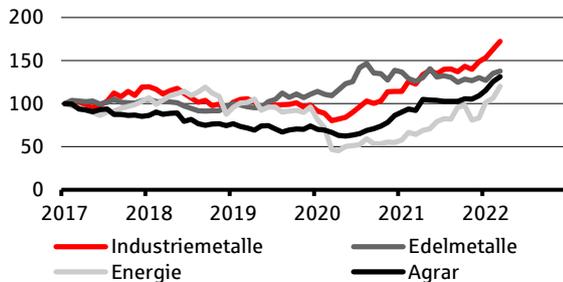
Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar infolge der scharfen Eskalation des Russland-Ukraine-Konflikts deutlich abgewertet. So rutschte der EUR-USD-Wechselkurs vom Jahreshoch von 1,14 EUR-USD Anfang Februar auf 1,11 EUR-USD Anfang März. Im aktuellen Krisenmodus fungiert der US-Dollar als Fluchtwährung. Die negativen wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Krieges wird Euro-land stärker als die USA zu spüren bekommen, wo wir nahezu keine Auswirkungen erwarten. Insofern dürfte die EZB ihre Leitzinserhöhungen ab Ende dieses Jahres langsamer vollziehen als zuvor von uns erwartet. Dagegen scheint der in Kürze beginnende, straffe Zinserhöhungszyklus der Fed nicht gefährdet. Diese Aussicht unterstützt zunächst den US-Dollar.

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 erstar-kenden Euro – erst recht nach der Euro-Abwertung infolge des Russland-Ukraine-Kriegs. 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 Euro-land vorherrschten, zeichnen sich nun auch hierzulande mittelfristig Inflationsrisiken ab, auf die die EZB ab Ende dieses Jahres mit Leitzinserhöhungen reagieren dürfte. Dieses Euro-stützende Argument wird ergänzt um sich aufhellende Wachstumsperspektiven Eurolands ab dem Sommerhalbjahr (Beruhigung im Russland-Ukraine-Krieg, 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.

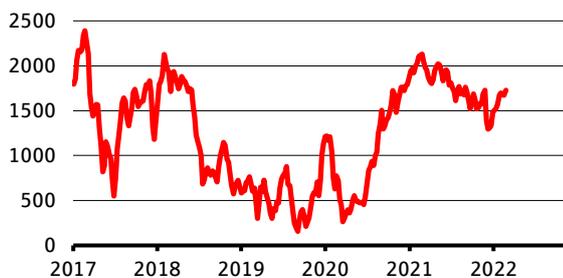
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2017 = 100)



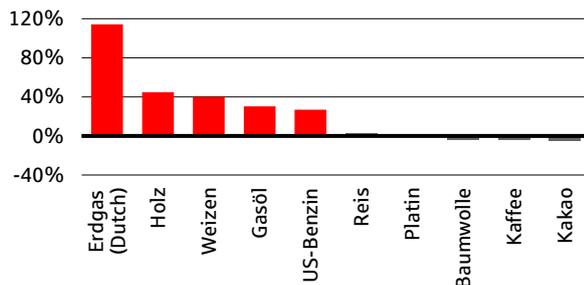
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	02.03.2022	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	44,5	13,2	82,3
BCOM Industriemet.	199,9	10,7	33,6
BCOM Edelmetalle	231,6	7,3	6,0
BCOM Agrar	73,0	12,4	40,0

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

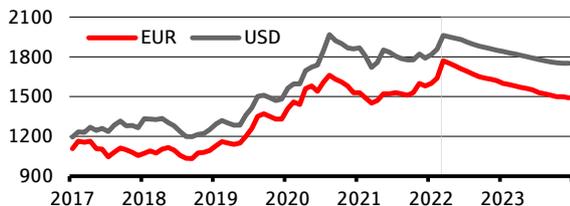
Der Ausbruch des Russland-Ukraine-Kriegs hat scharfe Preisanstiege insbesondere bei denjenigen Rohstoffen nach sich gezogen, bei denen Russland bzw. die Ukraine als Lieferanten bedeutend sind. Das sind insbesondere Erdgas, Rohöl, Kohle, Palladium, Aluminium, Nickel und Weizen. Für Deutschland erwächst eine besonders starke Abhängigkeit von Russland bei Erdgas mit mehr als der Hälfte der Erdgasimporte. Die Erdgaslager sind für die Jahreszeit unüblich schwach gefüllt, aber sie dürften zumindest für die restliche Dauer der Heizsaison ausreichen. Bei länger anhaltenden Lieferausfällen aus Russland können aber Versorgungsengpässe vor allem im nächsten Winter drohen. Auf absehbare Zeit ist mit einer deutlichen Verteuerung von europäischem Erdgas zu rechnen, die stärker und länger anhaltend sein dürfte als bei der europäischen Ölsorte Brent. Denn Ölimporte lassen sich im Vergleich zum vornehmlich Pipelinegebundenen Erdgas leichter regional umstellen. In Europa ist dauerhaft mit erhöhten Energiepreisen zu rechnen. Die wirtschaftliche Abschottung Russlands dürfte aber auch auf den Weltmarktpreis von beispielsweise Palladium anhaltende Auswirkungen haben, da mehr als ein Drittel der globalen Produktion aus Russland stammt.

Perspektiven

Die Corona-Krise wird im Prognosezeitraum weitgehend überwunden, die Weltwirtschaft kehrt auf ihren langfristigen Wachstumspfad zurück. Bei den Rohstoffpreisen dürfte sich die starke Aufwärtsdynamik aus den Jahren 2020/21 nicht unvermindert fortsetzen. Denn bei vielen Rohstoffnotierungen wurden die Vor-Corona-Niveaus bereits weit übertroffen, was vor allem den Pandemiebedingten Lieferketten-, Transport- und Logistikverwerfungen geschuldet war. Allerdings könnte die Entspannung dieser Probleme durch den Russland-Ukraine-Krieg bzw. durch die wirtschaftliche Abschottung Russlands erneut beeinträchtigt werden. Denn der Abbruch russischer Exporte könnte die Lieferketten wieder durcheinanderbringen. Dennoch ist eins klar: Die Einbeziehung des Energiesektors in die Sanktionen des Westens erhöht deren Schlagkraft enorm, zugleich aber auch den Druck auf die Abnehmerländer, ihre Energieversorgung umzustellen. Ohnehin dürfte der Umbau hin zu mehr nachhaltigem Wirtschaften die Energiepreise strukturell erhöhen. Die Edelmetalle werden im Prognosezeitraum nicht mehr die starke Unterstützung durch die Geldpolitik erfahren wie in den vergangenen Jahren, allerdings erhöht sich die geopolitische Risikoprämie wohl für eine längere Zeit. Die Preise für die konjunktursensiblen Industriemetalle werden weiterhin durch das globale Wachstum gestützt. 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

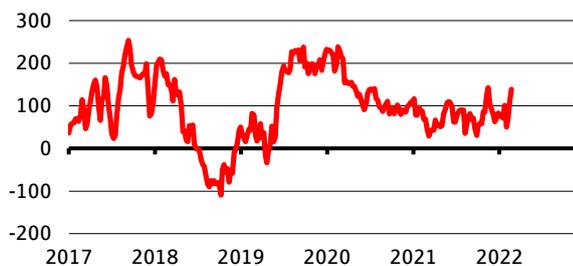
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	28.02.16	28.02.17	28.02.18	28.02.19	28.02.20	28.02.21	28.02.22
Gold in Euro		5,82%	-8,68%	7,12%	23,16%	0,49%	18,53%	
Gold in USD		2,75%	5,10%	-0,14%	19,04%	10,35%	9,94%	

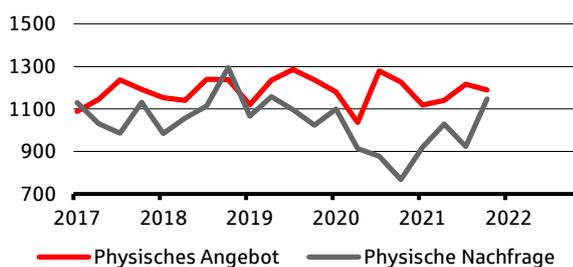
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten*



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

Physisches Angebot und Nachfrage*



* in Tonnen; Quellen: World Gold Council, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Edelmetalle	02.03.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1731,33	1600	1435
Gold (USD je Feinunze)	1922,30	1809	1734
Silber (EUR je Feinunze)	22,68	20	22
Silber (USD je Feinunze)	25,18	23	27
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Gold (EUR je Feinunze)	1710	1650	1580
Gold (USD je Feinunze)	1930	1880	1820

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

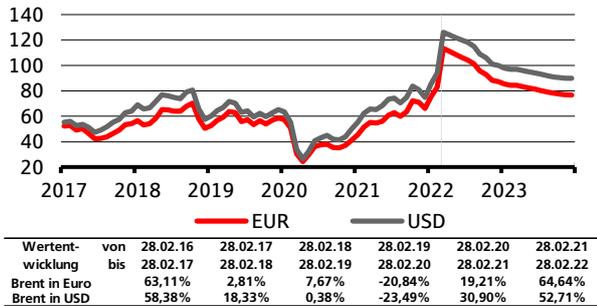
Es ist verständlich und keineswegs überraschend, dass Gold in Zeiten von militärischen Auseinandersetzungen und Krieg verstärkt gesucht wird. Darin spiegelt sich die klassische Funktion von Gold als sicherer Anlagehafen wider. Der Goldpreis übersprang die Marke von 1.900 US-Dollar je Feinunze, griff aber bislang nicht nach dem Allzeithoch vom August 2020 in Höhe von 2.050 US-Dollar. Die Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklung im Russland-Ukraine-Krieg ist groß. Dies dürfte zunächst den Goldpreis weiter nach oben treiben. Der Bruch zwischen Russland und dem Westen wird wohl bestehen bleiben. Daher dürfte der Goldpreis auch mittelfristig von einer etwas höheren Risikoprämie profitieren.

Perspektiven

Der Russland-Ukraine-Krieg wird vor allem in Europa sichtbare Spuren in der Wirtschaft hinterlassen. Die weltweite Konjunktorentwicklung dürfte hiervon weniger tangiert werden. Die stark gestiegenen Inflationsraten werden dafür sorgen, dass die großen Notenbanken den avisierten Kurswechsel weiter vorantreiben. 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. Das im Prognosezeitraum allgemein steigende Zinsniveau dürfte 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. Zudem wird die geopolitische Risikoprämie, die der Krieg in der Ukraine nach sich zieht, zunächst erhalten bleiben. Die ökonomischen Sanktionen werden zu Anpassungen führen, und die Weltwirtschaft wird sich in einem neuen Gleichgewicht einpendeln. Doch der Weg dorthin kann Jahre dauern.

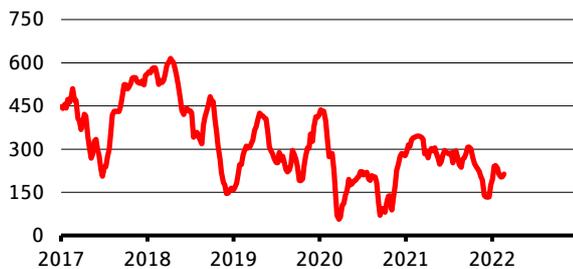
Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



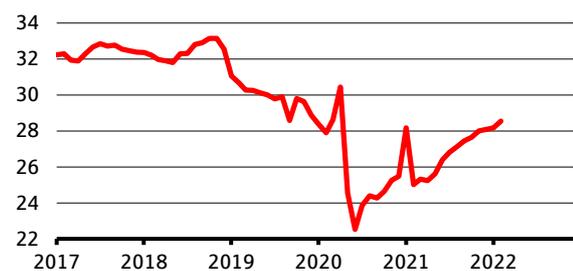
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung* der Spekulanten



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

OPEC Produktion (Mio. Barrels pro Tag)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Rohöl (Preis je Barrel)	02.03.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	101,7	79,1	51,9
Brent (USD)	112,9	89,5	62,7
WTI (USD)	110,6	88,3	59,8
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	106	96	84
Brent (USD)	120	109	97
WTI (USD)	116	105	93

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

Rohöl verteuerte sich im Zuge russischen Angriffs auf die Ukraine massiv. Russland ist mit 12 % des globalen Angebots ein wichtiger Ölproduzent. Insbesondere Europas Wirtschaft hängt am russischen Öl- und Gasexport. Weltweit hinkt das Ölangebot seit geraumer Zeit bereits der starken Nachfrage hinterher. Daher trifft die Unsicherheit bezüglich der Lieferausfälle aus Russland auf einen ohnehin schon unterversorgten Markt. Ein nennenswerter Einbruch der russischen Ölausfuhren würde deshalb eine weitere Verteuerung von Rohöl nach sich ziehen. Da der Ölmarkt jedoch global verflochten ist und einige Ölsorten weitgehend substituierbar sind, dürften die extremen Preisspitzen nur eine begrenzte Zeit anhalten und die Ölpreise anschließend wieder etwas nachgeben. Über den gesamten Prognosezeitraum hinweg dürfte sich jedoch eine beträchtliche Risikoprämie hartnäckig in der Ölnotierung festsetzen.

Perspektiven

Die Corona-Pandemie wird wohl keine weltwirtschaftliche Rezession mehr auslösen. Vielmehr wird sich die Weltwirtschaft im Verlauf von 2022 von den bisherigen Corona-Kapriolen erholen, der globale Rohölkonsum wird sich wieder auf höherem Niveau normalisieren. Die freiwilligen Produktionskürzungen seitens der OPEC werden im Prognosezeitraum weiter zurückgenommen. 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. Dies gibt den OPEC-Ländern wieder mehr Marktmacht, über die eigenen Produktionsmengen die Ölpreise stärker zu beeinflussen. Im Zuge des Angriffs Russlands auf die Ukraine ist die Zukunft russischer Öl-Exporte unklar. Wie viel Öl Russland weiterhin ausführen wird, hängt stark von den Sanktionen ab. Aber eins ist klar: Die Einbeziehung des Energiesektors in die Sanktionen des Westens erhöht deren Schlagkraft enorm, zugleich aber auch den Druck auf die Abnehmerländer, ihre Energieversorgung umzustellen. Perspektivisch spielt zudem die globale Absichtserklärung, bis 2050 die Netto-Emissionen von Kohlendioxid auf Null zu senken, 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 mittelfristig die Aufwärtsrisiken beim Ölpreis. Hinsichtlich der Nachhaltigkeit hätten höhere Ölpreise eine wünschenswerte Lenkungswirkung, sofern in der Folge regenerative Energieträger stärker zum Zuge kämen. Langfristig wird Rohöl an Bedeutung für die Weltwirtschaft verlieren und dürfte damit im Preis nachgeben.

Szenarien

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Globales Wachstum ist kräftig, wird aber durch geopolitische Entwicklung und geldpolitische Normalisierung gedämpft.
- Russland-Ukraine-Krieg bzw. die daraus resultierenden wirtschaftlichen Sanktionen führen vor allem in Europa zu verstärkten Lieferkettenproblemen und Rohstoffknappheit, insbesondere bei Energierohstoffen.
- Anhaltend hohe Energiepreise, Produktionsstopps und Verunsicherung bremsen spürbar die konjunkturelle Dynamik in Euroland. Erholung im Verlauf von 2023.
- US-Wirtschaft wächst robust. Steigende Zinsen und hohe Energiepreise führen zu etwas geringerem Wachstumstempo.
- Notenbanken beginnen mit der Straffung ihrer Geldpolitik, um dauerhaft höhere Inflationsraten zu verhindern, nehmen dabei jedoch auf die fragile Konjunktur Rücksicht.
- Staatliche Mehrausgaben für Verteidigung, Investitionen zur Klimawende und Digitalisierung lassen öffentliche Verschuldung weiter steigen.
- Verstärkte staatliche Regulierung in China geht zulasten des privaten Sektors. Wachstum pendelt sich bei knapp 5 % ein.
- Inflationsraten gehen nur mit Verzögerung wieder zurück und bleiben danach im Bereich der bzw. leicht oberhalb der Inflationsziele der Notenbanken.
- Aktienmärkte zunächst wegen Verunsicherung durch Krieg und kurzfristigem Wachstumsrückgang sehr schwankungsanfällig. Mittelfristig profitieren sie von globalem Wachstum und hoher Profitabilität der Unternehmen. Gesamtertrags Erwartungen für Rentenanlagen bleiben begrenzt, lediglich risikoreichere Segmente sind attraktiv.
- Zinsanstieg wird langsam verlaufen. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert nur noch bei breit gestreuter Wertpapieranlage, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Ausweitung des Russland-Ukraine-Kriegs auf weitere Länder. Vollständiger Ausfall Russlands als Teil der globalen Wirtschaft. Ost-West-Konfrontation verringert positive Wachstumswirkung der Globalisierung.
- 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.
- 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 Euroland einer erneuten Infragestellung der Währungsunion.

Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Einfrieren des Russland-Ukraine-Konflikts führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Corona-Pandemie ebbt 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: 03.03.2022 (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