

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

Dezember 2022

Zinsen: Höher für längere Zeit.



Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

das Jahr 2022 hat unerwartete und schmerz-
hafte Kursverluste bei den meisten Wertpa-
pieranlagen gebracht. Aber immerhin, das
Schlimmste bezüglich der Reaktionen der

Kapitalmärkte auf die aggressiven Zinserhöhungen der
Notenbanken liegt wohl hinter uns. In den vergangenen
Wochen herrschte an den Finanzmärkten die Meinung
vor, dass bald Schluss sein würde mit der geldpolitischen
Straffung. Ja, man ging sogar davon aus, dass die Inflati-
onsberuhigung in absehbarer Zeit Leitzinssenkungen
ermöglichen könnte. Die Aktien- und Rentenmärkte zeig-
ten sich von ihrer freundlichen Seite.

Diese Einschätzung können wir nicht uneingeschränkt
teilen. Ob wir in den kommenden beiden Jahren an den
Wertpapiermärkten Freude haben werden, hängt maß-
geblich von der erfolgreichen Verringerung der aktuell
noch viel zu hohen Inflationsraten ab. Die Notenbanken
haben hier das Heft des Handelns in die Hand genommen
und unmissverständlich klargemacht, dass sie alles tun
werden, damit die Inflationsraten in den Bereich der No-
tenbankziele zurückkehren.

In diesem Umfeld gibt es viele Unwägbarkeiten. Die ho-
hen Inflationsraten sowie die gestiegenen Zinsen sind
Quellen großer Unsicherheit bei den privaten Haushalten
und bei den Unternehmen. Die Konsumgewohnheiten
und der Energieverbrauch stehen unter Beobachtung,
und die Geschäftsmodelle mancher Unternehmen werden
von links auf rechts gedreht.

Die notwendige und positiv zu wertende Veränderungs-
bereitschaft könnte allerdings von der Finanz- und der
Lohnpolitik ausgebremst werden, wenn diese die Belas-
tungen durch die hohen Energiepreise im Besonderen
und die hohen Inflationsraten im Allgemeinen zu sehr
abfedern. Was auf den ersten Blick sehr verständlich und

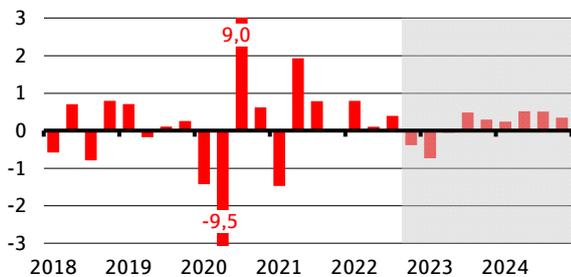
sinnvoll erscheint, läuft auf einen Konflikt mit den Noten-
banken hinaus. Denn die staatliche Stützung der Kauf-
kraft der privaten Haushalte wirkt letztlich preisstärkend,
und zwar auf breiter Basis. Auch die Europäische Zentral-
bank wird in den kommenden Monaten verstärkt darauf
hinweisen müssen, dass die rückläufige Gesamtinflat-
ionsrate dank nachlassender Energiepreise erfreulich ist,
aber nicht ausreicht, um die restriktive Geldpolitik bald
wieder aufzugeben. Kurzum, je harziger der binnenwirt-
schaftliche Inflationsprozess bleibt, umso weiter steigen
die Leitzinsen und umso länger bleiben sie bremsend.
Die Volatilität an den Kapitalmärkten wird ungewöhnlich
hoch bleiben, denn das Risiko wirtschaftspolitischer
Fehler in diesen turbulenten Zeiten ist nennenswert.
Immerhin bieten Rentenpapiere schon jetzt wieder aus-
kömmliche Kupons, und die Aktienmärkte sind von Über-
bewertungen weitgehend befreit.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

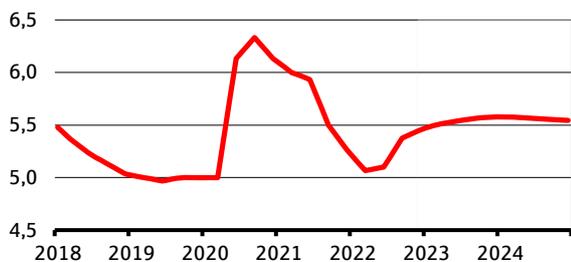
Konjunktur Deutschland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



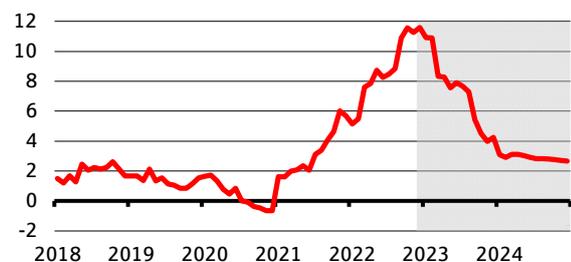
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% ,saisonbereinigt, nationale Definition)



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,8	-0,7	1,4
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,2	5,5	5,6
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,8	7,2	2,9
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,3	-2,8	-1,5
Schuldenstand des Staates*	68,4	66,7	65,1
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	5,0	6,3
	Sep 22	Okt 22	Nov 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	10,9	11,6	11,3
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,5	5,5	5,6
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	47,8	45,1	46,2
ifo Geschäftsklima (Punkte)	84,3	84,5	86,3

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

Im Fokus

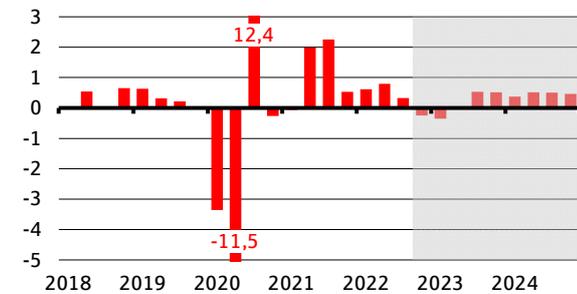
Die Konjunktur beginnt – wider Erwarten – nur allmählich zu schwächeln. Die Bauwirtschaft befindet sich zwar seit geraumer Zeit im Sinkflug – ihre Aufträge sanken seit März um fast 30 %. Auch der Einzelhandel verzeichnet seit dem Kriegsausbruch in der Ukraine rückläufige Umsätze. Doch der Rest der Wirtschaft hielt sich bislang wacker. So wurden die anderen Dienstleister bis zuletzt noch von Nachholeffekten nach dem Lockdown-Ende beflügelt, und in der Industrie geht es im Wesentlichen nur in den energieintensiven Branchen nach unten. Alles in allem zeigt sich das vierte Quartal bislang – gemessen an den Belastungen – immer noch erfreulich widerstandsfähig.

Perspektiven

Es ist schon sehr lange her, dass die Inflation zuletzt das wirtschaftliche Problem Nummer Eins war. Nun verlieren die Konsumenten wieder reale Kaufkraft und zugleich ihre Kauflust, und die Unternehmen büßen die Fähigkeit und die notwendige Zuversicht ein, Investitionen zu tätigen. Doch auch langfristig wird sich einiges ändern. Es ist eine Zeitenwende im Gange, die alte Gewissheiten zunichtemacht. Es droht ein neuer kalter Krieg, der vermehrte Rüstungsausgaben erzwingt. Besonders herb ist der Schlag für die Klimatransformation. Nach der Atomenergie bricht nun mit Erdgas die zweite Brückentechnologie zur Klimaneutralität weg. Lieferketten in den Bereichen Energie und Rohstoffe müssen neu aufgestellt werden. Gleichzeitig wird mit den geopolitischen Spannungen in anderen Teilen der Welt die Frage nach der Neuausrichtung der Lieferketten immer dringlicher. Als ob das nicht schon genug wäre, beginnt nun auch noch die Alterung der Gesellschaft, zu Problemen zu führen. Es rächt sich, dass über mehrere Legislaturperioden hinweg Herausforderungen nicht angegangen wurden: Die Infrastruktur ist in einem schlechten Zustand, die Digitalisierung kaum vorangekommen, die demografische Herausforderung ignoriert worden. Die Folge ist eine Verringerung des deutschen Potenzialwachstums, d.h. die langfristig normale „Reisegeschwindigkeit“ der Volkswirtschaft sinkt. Nach aktuellen Schätzungen liegt dieses inzwischen bei rund ¾ % und damit nur noch halb so hoch wie 2017.

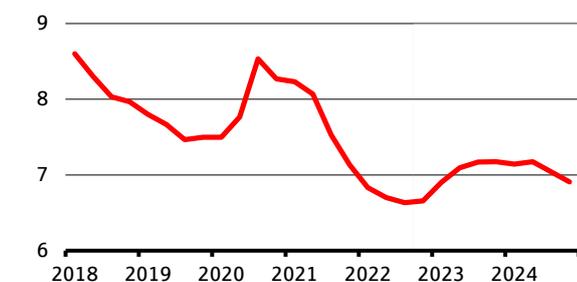
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



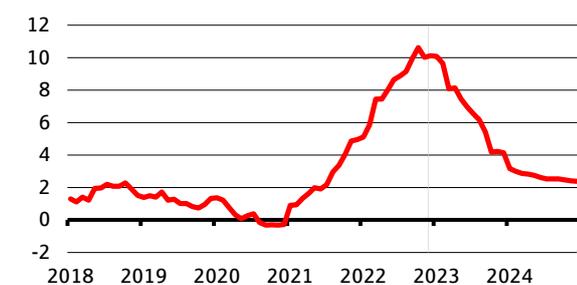
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, EU-Definition)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Euroland	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	3,3	0,1	1,9
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,5	6,7	2,7
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,9	-3,4	-2,9
Schuldenstand des Staates*	93,7	92,5	93,7
Leistungsbilanzsaldo*	1,0	1,6	2,3
	Sep 22	Okt 22	Nov 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	9,9	10,6	10,0
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,6	6,5	
Economic Sentiment (Punkte)	93,7	92,7	93,7

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

Im Fokus

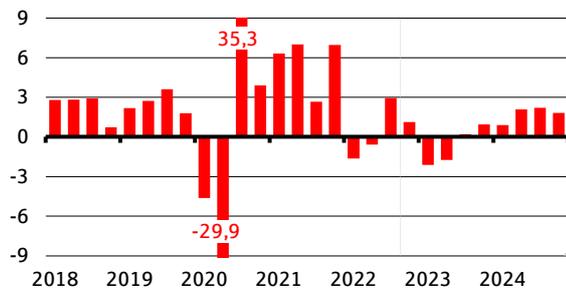
Die Konjunktur im Euroraum hat sich wie erwartet im dritten Quartal verlangsamt. Diese Entwicklung dürfte sich im laufenden Quartal fortsetzen. Die Frühindikatoren deuten sogar eine leichte Schrumpfung der Wirtschaft an. Insbesondere leidet die Kaufkraft der privaten Haushalte unter den hohen Inflationsraten. Im November lag die Inflationsrate im Euroraum bei 10,0 %. Den europäischen Arbeitsmarkt hat die wirtschaftliche Eintrübung noch nicht erreicht. Die Arbeitslosenquote im Euroraum ist im Oktober auf 6,5 % zurückgegangen. Dies ist der tiefste Stand seit Beginn der Währungsunion. Unter den vier großen EWU-Ländern sind die Unterschiede beträchtlich. Die Arbeitslosenquoten liegen zwischen 3,0 % in Deutschland und 12,5 % in Spanien. Frankreich (7,1 %) und Italien (7,8 %) reihen sich dazwischen ein.

Perspektiven

Der Krieg in der Ukraine und der russische Gas-Lieferstopp seit Anfang September 2021 haben den Wendepunkt für die europäische Wirtschaft eingeleitet. Es ist mit einer deutlichen, wenngleich vorübergehenden Belastung der europäischen Konjunktur zu rechnen, die noch bis weit in das Jahr 2023 hinein andauern wird. Von den großen EWU-Mitgliedern sind Deutschland und Italien von den wirtschaftlichen Folgen des Russland-Ukraine-Kriegs am stärksten betroffen. Die Europäische Zentralbank kann angesichts der Inflationsentwicklung nicht unterstützend eingreifen. Es deutet alles darauf hin, dass die Inflationsrate erst Mitte 2024 wieder den Zielwert der EZB von 2 % erreichen wird. Zudem bleiben die mittelfristigen Inflationsrisiken vergleichsweise hoch. Die europäische Fiskalpolitik hingegen bildet einen wachstumsfreundlichen Rahmen. Die Aufräumarbeiten nach der Weltfinanzkrise und der Schuldenkrise waren noch nicht abgeschlossen, als die Corona-Krise begann und kurz danach der Krieg in der Ukraine ausbrach. Die hohen Inflationsraten führen zwar kurzfristig zu einem dämpfenden Effekt auf die Schuldenentwicklung. Dennoch bleibt der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen noch weit.

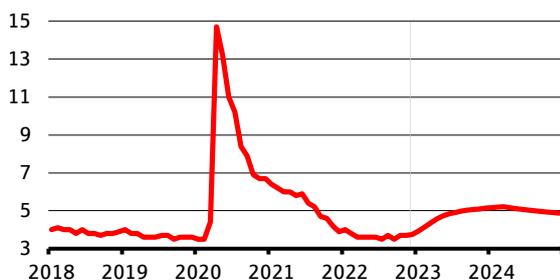
Konjunktur USA

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



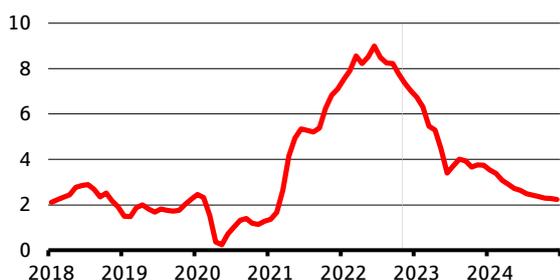
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

USA	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorj.)	1,9	-0,3	1,1
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,1	4,5	8,1
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,0	-4,0	-4,0
Schuldenstand des Staates*	120,5	120,1	119,9
Leistungsbilanzsaldo*	-4,0	-3,5	-3,5
	Sep 22	Okt 22	Nov 22
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,2	7,7	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,5	3,7	3,7
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	50,9	50,2	49,0
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	107,8	102,2	100,2

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

Im Fokus

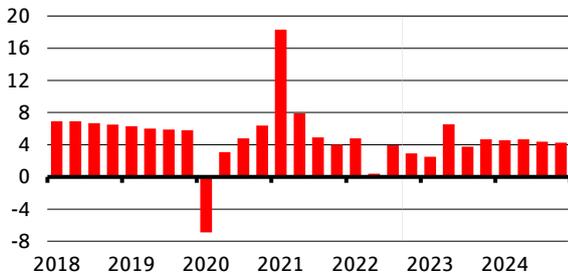
Das inoffizielle monatliche Bruttoinlandsprodukt ist im Oktober um 0,3 % gegenüber dem Vormonat angestiegen. Dies war etwas stärker als von uns erwartet. Der Arbeitsmarktbericht für November war erneut kräftig, und Anzeichen für eine baldige konjunkturelle Abschwächung gibt es nur wenige. Die Zentralbank ist weiterhin dabei, die geldpolitischen Zügel anzuziehen. Diese Straffung sollte im Lauf der kommenden Quartale ihre bremsende Wirkung auf die Konjunktur entfalten. Die überraschend schwachen Preisdaten für Oktober wurden insbesondere an den Kapitalmärkten mit Erleichterung aufgenommen. Allerdings hat die Inflation nur in den geldpolitisch weniger bedeutsamen Bereichen abgenommen.

Perspektiven

Die US-Notenbank Fed hat Ende 2022 ihre Geldpolitik weit in den restriktiven Bereich gebracht. Grund dafür sind die Inflationsraten, die deutlich über dem Zielbereich der Fed liegen. Zwar sind hierfür auch angebotsbedingte Preisanstiege verantwortlich. Diese lassen sich geldpolitisch kaum beeinflussen. Aber seit Ende 2021 hält sich auch die nachfragebedingte Inflation auf einem viel zu hohen Niveau. In Kombination mit dem zu hohen Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt wären die mittelfristigen Inflationsrisiken ohne restriktive Geldpolitik exorbitant hoch, weil die langfristigen Inflationserwartungen ihre Verankerung beim Inflationsziel der Fed in Höhe von 2 % verlieren könnten. Die Fed nimmt daher eine Rezession 2023 billigend in Kauf, um hierdurch den Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt sowie die nachfragebedingte Inflation zu verringern. Dieser Prozess kann sich als sehr zäh erweisen, sodass eine Senkung der Leitzinsen 2023 wenig wahrscheinlich ist. Vermutlich werden die mittelfristigen Inflationsrisiken erst 2024 so weit abgenommen haben, dass die Fed moderate Leitzinssenkungen vornehmen kann. Aus konjunktureller Sicht bedeutet dies, dass unmittelbar nach einer – wenn auch kurzen – Anpassungsrezession die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts untypisch niedrig ausfallen werden.

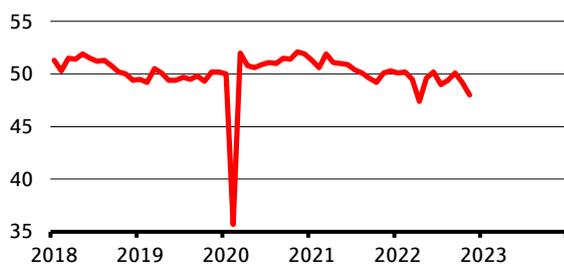
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



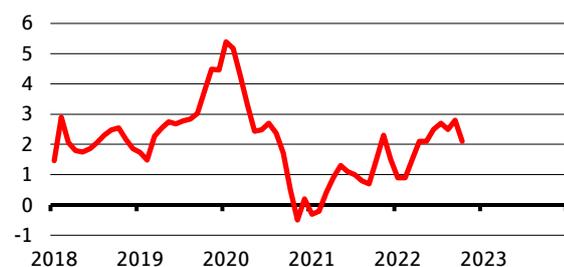
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

China	2022P	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	2,9	4,4	4,5
Finanzierungssaldo*	-8,9	-7,2	-7,5
Schuldenstandsquote*	76,9	84,1	89,8
Leistungsbilanzsaldo*	2,5	2,2	1,9
	Sep 22	Okt 22	Nov 22
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2,8	2,1	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	6,3	5,0	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	50,1	49,2	48,0

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

Im Fokus

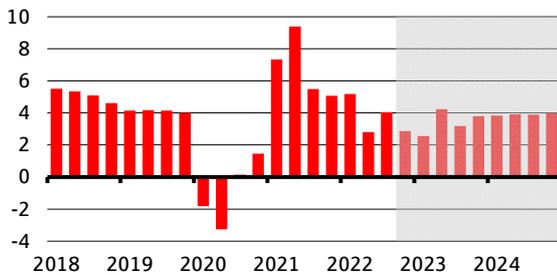
Nach landesweiten Protesten gegen die strenge Null-Covid-Strategie hat die Regierung einen Kurswechsel vollzogen. Sie betont nun, dass die vorherrschende Omikron-Variante weniger gefährlich sei als frühere Varianten, und dass die gestiegene Impfquote eine Lockerung der Politik möglich mache. In stark betroffenen Gebieten werden aber weiterhin Lockdowns verhängt werden. Auch die Krise am Immobilienmarkt soll nun entschlossener angegangen werden. So erhalten Immobilienentwickler, die solide Finanzen ausweisen können, nun wieder leichter Zugang zu Krediten, was die Bauaktivität in den kommenden Monaten stabilisieren dürfte. Aufgrund der umfassenden Lockdowns haben wir die BIP-Prognose für das vierte Quartal jedoch gesenkt, was auch für 2022 (von 3,1 % auf 2,9 %) und 2023 (von 4,7 % auf 4,4 %) zu einer Revision der BIP-Prognose führt.

Perspektiven

Die chinesische Wirtschaft sieht sich einer Reihe von Belastungsfaktoren ausgesetzt: Die Sorge vor einer Überlastung des Gesundheitssystems dürfte noch über den Winter hinaus immer wieder Lockdowns notwendig machen. Selbst im Falle einer verstärkten Impfkampagne bleibt die vollständige Öffnung der Wirtschaft schwierig. Der Immobilienmarkt leidet unter der Unsicherheit über die wirtschaftliche Solidität vieler Bauentwickler, die Banken und potenzieller Käufer vorsichtig agieren lässt. Hinzu kommt ein struktureller Rückgang der Wohnungsnachfrage aufgrund der veränderten Demografie. Der Rückgang der Erwerbsbevölkerung wird für viele Jahre auf der wirtschaftlichen Entwicklung lasten und es ist nicht abzusehen, dass dem durch eine verstärkte Einwanderung gegengewirkt werden soll. Der schwache Ausblick für die Weltwirtschaft spricht dafür, dass sich der Exportsektor bis auf weiteres wenig dynamisch entwickeln wird. Schließlich bemühen sich die USA, den Fortschritt Chinas zumindest im Bereich der Hochtechnologie zu bremsen, und generell zeichnet sich ab, dass das politische Klima für die Wirtschaftsbeziehungen zwischen China und dem Westen eher schlechter als besser wird. Die Taiwan-Frage könnte in diesem Verhältnis zu einer Eskalation führen, sollte China den wirtschaftlichen oder gar militärischen Druck auf Taiwan stark erhöhen, um eine Wiedervereinigung zu forcieren. Trotz all dieser Hemmnisse hat die chinesische Wirtschaft noch ausreichend Potenzial, seine Produktivität zu steigern, sodass BIP-Wachstumsraten von rund 4 % erreichbar sind. Niedrige Inlandszinsen und der unsichere Wirtschaftsausblick sprechen eher für einen schwächeren Renminbi.

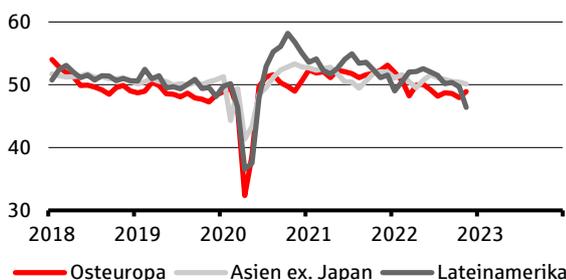
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



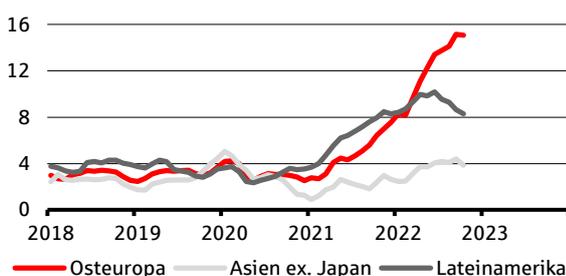
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

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

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

Die hohe Inflation, eine restriktive Geldpolitik sowie die Schwäche des globalen Handels lasten in allen Regionen auf der wirtschaftlichen Entwicklung. In China wird das vierte Quartal erneut von Lockdowns belastet, doch immerhin hat die Regierung ein Abgehen von der sehr strengen Linie angekündigt. Die Inflationsraten liegen in den meisten Ländern deutlich über den Zentralbankzielen. Doch nur in Asien, wo die Zinsen später als in anderen Regionen angehoben wurden, wird die Geldpolitik noch immer in der Breite gestrafft. Im Laufe des ersten Quartals dürften auch die letzten Schwellenländer den Zinsanhebungszyklus beenden. In Brasilien hat der neu gewählte Präsident Lula da Silva mit der Ankündigung einer expansiven Ausgabenpolitik die Finanzmärkte versichert.

Perspektiven

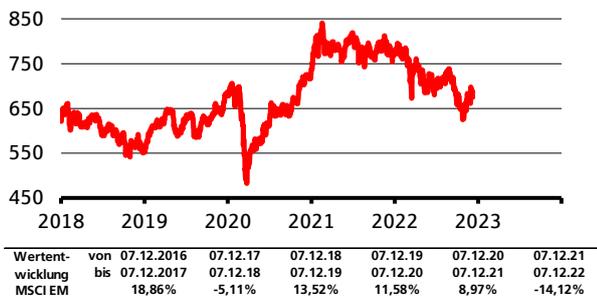
Die restriktive Geldpolitik und die Schwäche des Welt Handels dürften dazu führen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern in den kommenden Quartalen unterdurchschnittlich entwickelt. In Asien dürften die Wirtschaftswachstumsraten dabei erneut deutlich höher liegen als in anderen Regionen. Da die großen Zentralbanken nach unserer Erwartung ihre Geldpolitik erst 2024 lockern werden, bleibt auch der Spielraum für Zentralbanken der Schwellenländer beschränkt. Hohe Finanzierungskosten und gestiegene Schuldenstände dürften in der Fiskalpolitik einen vorsichtigen Kurs zur Folge haben. Im Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine erscheint ein Verhandlungsfrieden bis auf Weiteres kaum erreichbar. Damit dürfte Europa zumindest bis Frühjahr 2024 unter hohen Energiepreisen leiden. Das Verhältnis zwischen China und dem Westen ist angespannt und eine Verbesserung ist nicht absehbar. Die meisten Schwellenländer werden jedoch darauf bedacht sein, in beide Richtungen gute Beziehungen zu pflegen. Dies würde allerdings immer schwerer werden, sollte China den wirtschaftlichen oder gar militärischen Druck auf Taiwan deutlich verstärken, um eine Wiedervereinigung zu forcieren. Zunächst wird jedoch in Asien die regionale Zusammenarbeit noch vertieft werden.

Risiken

Der globale Zinsanstieg bringt vor allem schwache Bonitäten unter Druck.

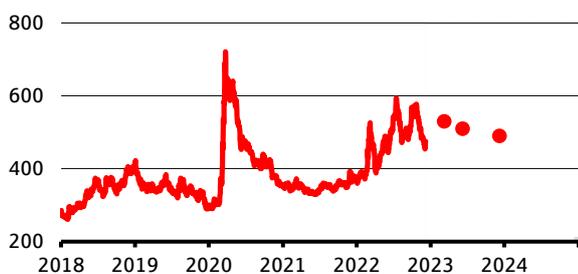
Em. Markets-Märkte

Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



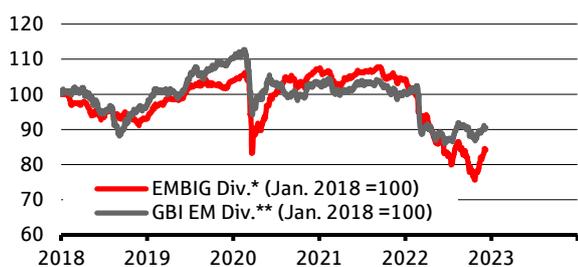
Quellen: MSCI, DekaBank

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)	07.12.2022	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	675	1,9	-13,1	-14,1
EMBIG Div* Performanceind.	401	7,0	-19,4	-19,5
GBI EM Div** Perform.-ind.	229	1,6	-9,7	-9,9
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	444	2,1	-9,6	-10,5
MSCI World Total Return	448	-0,1	-9,3	-8,8
Prognose DekaBank		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	475	530	510	490

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.

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

Im Fokus

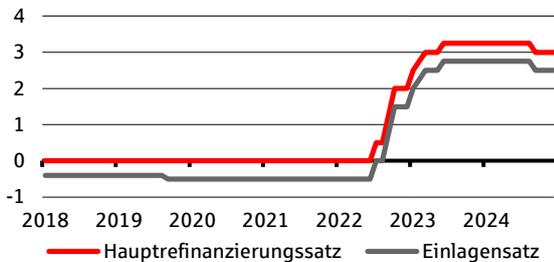
Erste Anzeichen eines abnehmenden Preisdrucks für US-Konsumgüter haben zu einem massiven Rückgang der US-Renditen geführt. Diese gute Stimmung führte zu sinkenden Risikoaufschlägen für EM-Hartwährungsanleihen, die damit in den vergangenen Wochen zu den besten Anlageklassen weltweit gehörten. EM-Lokalwährungsanleihen konnten sich aufgrund des Gegenwinds durch den starken Euro deutlich weniger gut erholen, obwohl auch hier die Renditen gefallen sind. EM-Aktien profitierten von der Hoffnung auf eine baldige Lockerung der strengen Null-Covid-Politik in China und Maßnahmen der chinesischen Regierung zur Stützung des Immobilienmarkts. Kurzfristig besteht aus unserer Sicht an den Kapitalmärkten eher Rückschlagpotenzial, weil der Markt die bestehenden Inflationsrisiken stark ausgepreist hat. Auf Sicht von zwölf Monaten dürften sowohl Hartwährungs- als auch Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern jedoch eine gute Performance erzielen, weil die Zinswende konkreter werden sollte. EM-Aktien dürften es schwerer haben, weil die Lockerung der chinesischen Corona-Politik nicht reibungslos verlaufen wird.

Perspektiven

Mit Blick auf die kommenden Monate dürfte der geldpolitische Ausblick für die US-Notenbank der entscheidende Einflussfaktor sein. Wir erwarten, dass die Fed ihren Zinsanhebungszyklus im Februar 2023 beenden und im März 2024 die Zinsen erstmals wieder senken wird. Damit würde sie die Märkte nicht negativ überraschen, doch die Straffung in Kombination mit einer weiteren Eintrübung des globalen Konjunkturbilds spricht auf Sicht von drei Monaten für niedrigere Kurse an den Aktien- und Rentenmärkten. Im weiteren Verlauf der Jahre 2023 und 2024 dürften das hohe Renditeniveau und die Aussicht auf eine geldpolitische Lockerung bei gleichzeitig allmählicher Erholung der Konjunktur für ein konstruktives Umfeld für Aktien und Renten sorgen. Der Angriffskrieg in der Ukraine ist in der Wahrnehmung der Kapitalmärkte etwas in den Hintergrund getreten, doch es besteht das Risiko, dass Russland im Falle weiterer hoher Gebietsverluste neue Eskalationsstrategien wählt, um den Druck auf die Ukraine zu erhöhen. Das Verhältnis Chinas zum Westen ist nachhaltig beschädigt und es dürfte in den kommenden Jahren eher um Schadensbegrenzung gehen. Eine Zuspitzung der Auseinandersetzung um die Taiwan-Frage ist nicht Teil unseres Hauptszenarios, muss aber als Risikofaktor in Betracht gezogen werden.

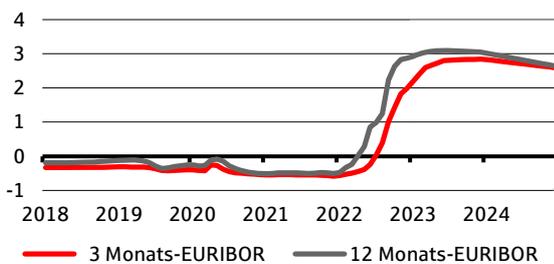
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



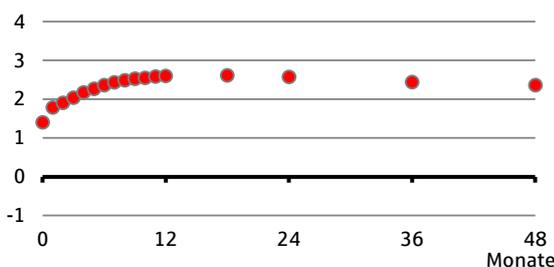
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

EURIBOR-Sätze (% p.a.)



Quellen: European Money Markets Institute, Prog. DekaBank

€STR-Swapkurve (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Euroland: Zinsen (% p.a.)		07.12.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)		2,00	2,00	0,00
3 Monats-EURIBOR		1,98	1,74	-0,57
12 Monats-EURIBOR		2,86	2,82	-0,50
EURIBOR-Future, Dez. 2023		2,86	3,24	-0,08
EURIBOR-Future, Dez. 2024		2,45	2,98	0,03
Prognose DekaBank (% p.a.)		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)		3,00	3,25	3,25
3 Monats-EURIBOR		2,60	2,80	2,85
12 Monats-EURIBOR		3,05	3,10	3,05

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

Im Fokus

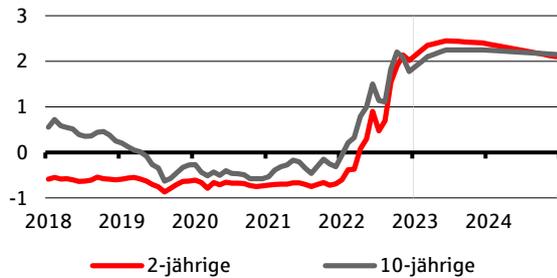
Im Vorfeld ihrer Sitzung am 15. Dezember äußerten sich Mitglieder des EZB-Rats uneinheitlich. Während einige für eine fortan langsamere Straffung der Geldpolitik plädierten, hielten andere dies angesichts der immer noch nach oben gerichteten Inflationsrisiken für verfrüht. In einem Kompromiss dürften sich die Notenbanker auf eine Anhebung der Leitzinsen um 50 Basispunkte einigen und weitere, datenabhängige Erhöhungen in Aussicht stellen. Bei im nächsten Jahr immer noch hohen, aber rückläufigen Inflationsraten rechnen wir mit drei Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten. Darüber hinaus wird die EZB auf ihrer Dezember-Sitzung Leitlinien für den beabsichtigten Bilanzabbau bekanntgeben. Allerdings sollte sich dieser eher auf die Renten- als auf die Geldmärkte auswirken. Die Rückzahlung der Langfristtender TLTRO-III und nicht ersetzte Fälligkeiten im Wertpapierkaufprogramm APP werden die Überschussreserven am Geldmarkt zwar deutlich sinken lassen. Dennoch bleiben diese noch für längere Zeit hoch genug, um die €STR- und EURIBOR-Sätze an den EZB-Einlagensatz zu koppeln.

Perspektiven

Angesichts der sehr hohen Inflation sind sich die Mitglieder des EZB-Rats grundsätzlich einig, die Geldpolitik weiter straffen zu müssen. Allerdings hat sich noch kein Konsens unter den Notenbankern herausgebildet, welches Leitzinsniveau erforderlich ist, um die Teuerung in angemessener Zeit auf zwei Prozent zu begrenzen. Strittig ist dabei zum einen, in welchem Ausmaß die zu erwartende Rezession zur Dämpfung der Inflation beitragen wird. Zum anderen wird kontrovers diskutiert, inwieweit die Inflationserwartungen der breiten Öffentlichkeit nach oben abdriften und dem Preisauftrieb dadurch zusätzliche Nahrung geben könnten. Auch wenn die Inflation ihren Zenit bald überschritten haben sollte dürfte die Unsicherheit vorerst hoch bleiben, was Kompromisse über den geldpolitischen Kurs erfordert. Nach den schnellen Leitzinserhöhungen der vergangenen Monate dürfte die EZB die Straffung in kleineren Schritten fortsetzen, bis sie von einem ausreichend schnellen Rückgang der Inflation überzeugt ist. Der Reduktion ihrer Bilanz kommt dabei eine eher flankierende Rolle zu, um die Transmission höherer Leitzinsen in die Realwirtschaft sicherzustellen. Die Rückzahlung der Langfristtender TLTRO-III und eine langsame Reduktion der Wertpapierbestände des Asset Purchase Programme (APP) dürften die hohen Überschussreserven der Banken bis auf Weiteres nicht stark genug abnehmen lassen, um einen signifikanten Effekt auf die Geldmarktsätze hervorzurufen.

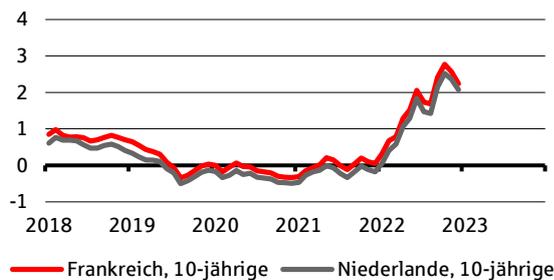
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



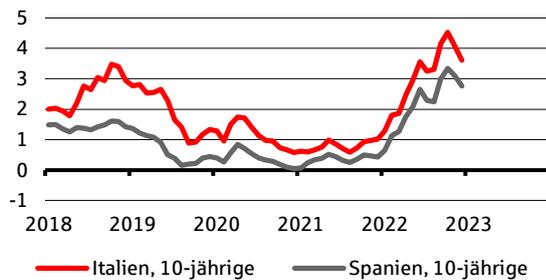
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Renditen (% p.a.)	07.12.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	2,00	2,21	-0,70
Deutschland 10J	1,78	2,34	-0,38
Frankreich 10J	2,24	2,86	-0,02
Italien 10J	3,61	4,49	0,92
Spanien 10J	2,76	3,39	0,33
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	2,35	2,45	2,40
Deutschland 10J	2,10	2,25	2,25

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

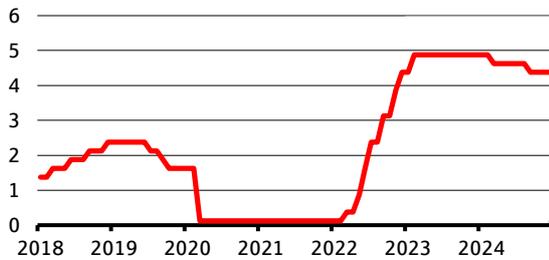
Bei leicht rückläufigen Renditen ist die Bundkurve in den vergangenen Wochen zunehmend invers geworden. Vordergründig folgte sie damit der Entwicklung auf den US-Staatsanleihemärkten. Der eigentliche Grund ist unseres Erachtens jedoch, dass die straffere Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks mehr und mehr Wirkung entfaltet. Marktteilnehmer haben daraufhin ihre Erwartungen sowohl über den Hochpunkt als auch über den langfristigen Durchschnitt der zukünftigen Leitzinsen nach unten korrigiert. Auch wenn wir keine stärkeren Leitzinserhöhungen erwarten als derzeit eingepreist, rechnen wir dennoch mit etwas höheren Renditen von Bundesanleihen. Die wichtigsten Triebfedern hierfür sind eine hartnäckige Inflation, nachlassende konjunkturelle Abwärtsrisiken sowie hohe Staatsanleiheemissionen bei gleichzeitigem Bilanzabbau der EZB.

Perspektiven

Die Staatsanleihemärkte der Eurozone sind derzeit großen Belastungen ausgesetzt: Die langfristigen Inflationserwartungen sind zumindest leicht erhöht, für die kommenden Jahre ist mit anhaltend hohen Neuemissionen zu rechnen und die EZB beabsichtigt einen Abbau ihrer Wertpapierbestände. Dass sich der Anstieg der Renditen von Bundesanleihen dennoch nicht weiter fortgesetzt hat, bringt ein großes Vertrauen in die Geldpolitik zum Ausdruck. Marktteilnehmer erwarten zeitnah weitere Leitzinserhöhungen. Sie gehen aber auch davon aus, dass die Geldpolitik dann restriktiv genug sein wird, um die Inflation zu begrenzen. Sie rechnen daher langfristig mit niedrigeren Leitzinsen als in der näheren Zukunft, was zu einer inversen Bundkurve führt. Wir stimmen dem grundsätzlich zu, erwarten aber zwischenzeitlich etwas höhere Renditen von Bundesanleihen. Denn bei einer nur langsam nachlassenden Inflation dürfte es einige Zeit dauern, bis Aussicht auf erste Leitzinssenkungen besteht. Der inverse Verlauf der Bundkurve am ultralangen Ende bringt zum Ausdruck, dass auf dem aktuellen Renditeniveau eine elastische Nachfrage nach langlaufenden Staatsanleihen existiert. Dies sollte den von den Neuemissionen ausgehenden Aufwärtsdruck in Grenzen halten. Der Bilanzabbau der EZB dürfte sich sowohl in den Laufzeitprämien am langen Ende als auch in den Spreads der Peripherieländer niederschlagen. Während ersteres seitens der EZB explizit erwünscht ist, will sie letzteres vermeiden. Ihre Sorge vor finanzieller Fragmentierung dürfte sie daher zu einer eher langsamen Reduktion ihrer Wertpapierbestände bewegen.

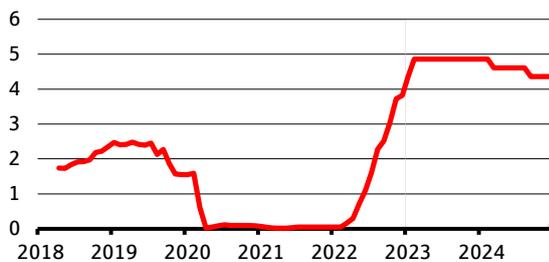
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



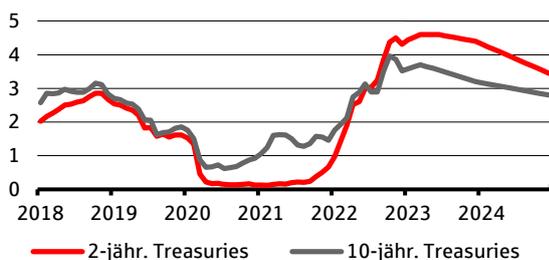
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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.)	07.12.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	3,75-4,00	3,75-4,00	0,00-0,25
Overnight-Zinsen (SOFR)	3,80	3,78	0,05
Renditen 2-j. Treasuries	4,26	4,72	0,69
Renditen 10-j. Treasuries	3,42	4,21	1,47
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	4,75-5,00	4,75-5,00	4,75-5,00
Overnight-Zinsen (SOFR)	4,86	4,86	4,86
Renditen 2-j. Treasuries	4,60	4,60	4,40
Renditen 10-j. Treasuries	3,70	3,55	3,20

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

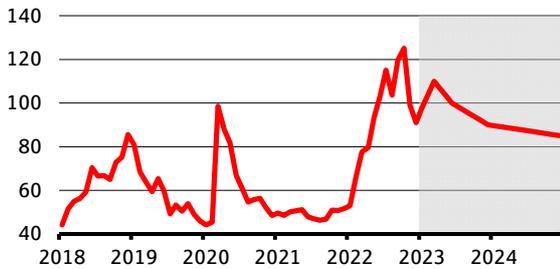
Die Bekanntgabe der US-Verbraucherpreise für Oktober sorgte Mitte November für Erleichterung am US-Rentenmarkt. Über alle Laufzeiten hinweg sanken die Renditen deutlich. Der schwächer als erwartete Preisanstieg trug zu der Einschätzung bei, dass die Fed bei den Meetings im Dezember sowie im Februar nur Erhöhungen um 50 Basispunkte beschließen wird. Darüber hinaus erwarten die Kapitalmärkte bereits für 2023 die erste Leitzinssenkung. Aus unserer Sicht ist dieser Optimismus übertrieben. Denn es war bislang nur die angebotsbedingte Preisentwicklung, die zum Inflationsrückgang beitrug. Die geldpolitisch relevante nachfragebedingte Inflation ist seit Ende 2021 unverändert zu hoch. Zudem liefert auch der Arbeitsmarkt keine Hinweise für einen Rückgang des Auslastungsgrads.

Perspektiven

Das Jahr 2022 war für den US-Rentenmarkt einschneidend. Denn erstmals seit mehreren Jahrzehnten gab es offensichtliche Inflationsrisiken, für die eine geldpolitisch deutliche Reaktion notwendig war. Die Fed hat sehr massiv das Leitzintervall in den restriktiven Bereich angehoben und mit der Bilanzreduzierung begonnen. Dies hatte zur Folge, dass die Renditen über alle Laufzeiten hinweg sehr deutlich anstiegen. 2023 steht nun die Frage nach der Leitzinswende im Vordergrund. Zwar wird gemeinhin mit einer deutlichen wirtschaftlichen Abschwächung, wenn nicht sogar mit einer Rezession gerechnet. Aber erst wenn der Arbeitsmarkt einen niedrigeren Auslastungsgrad aufweist und sich die nachfragebedingte Inflation auf ein niedrigeres Niveau zurückentwickelt, kann die Fed auf Sicht der kommenden drei bis fünf Jahre mit einer Inflationsrate im Bereich von 2 % rechnen. Im Zweifel wird sie hierfür den Restriktionsgrad eher länger als kürzer hochhalten. Denn neben den aktuellen Inflations-sorgen gibt es auch Gründe für eine höhere Inflation im mittel- und langfristigen Ausblick, allen voran die Demografie und die Deglobalisierung. Insgesamt dürften daher die Inflations-sorgen auch nach einer Zielerreichung nicht vollständig wieder verschwinden. Dieses Umfeld kann zu einer höheren Volatilität an den US-Rentenmarkt führen als in vergangenen Jahren.

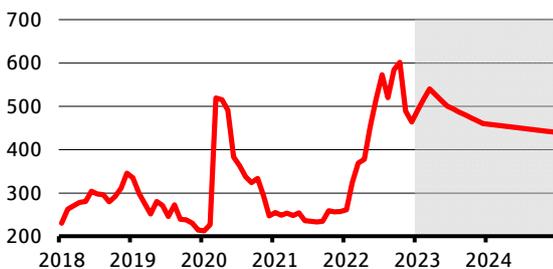
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



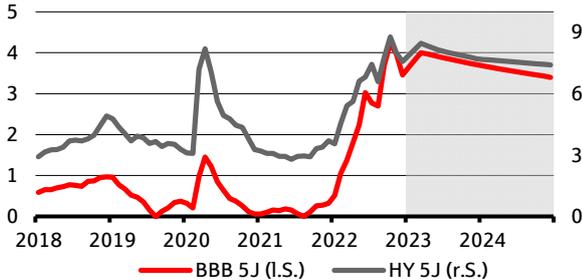
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates BBB 5J (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	07.12.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	92	109	54
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	466	522	266
Corporates BBB 5J (%)	3,46	4,29	0,29
Corporates HY 5J (%)	7,57	8,48	3,40

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

Seit Anfang Oktober haben Unternehmensanleihen eine bemerkenswerte Erholungsrally hingelegt. Konjunkturdaten und vor allem Stimmungsindikatoren schüren die Hoffnung, dass die abzusehende Rezession leichter ausfallen könnte als befürchtet. Auch scheinen die Notenbanken von ihrem sehr hawkischen Pfad auf mildere Bremsmanöver umgeschwenkt zu sein. Nach zuvor übertrieben negativen Erwartungen wird nun bereits auf eine moderate Erholung ab dem kommenden Frühjahr gesetzt. Aber die schlechten Nachrichten kommen erst noch. Die Geschäftsaussichten vieler europäischer Firmen für das Winterhalbjahr werden teils kräftig nach unten korrigiert, ebenso viele Analystenschätzungen. Dennoch scheinen an den Kreditmärkten bereits die meisten negativen Nachrichten eingepreist worden zu sein.

Perspektiven

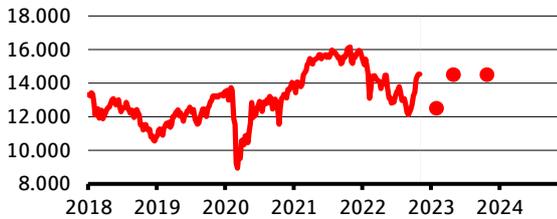
An den Kreditmärkten wurde nach übertrieben großen Sorgen im Herbst 2022 zum Jahresende hin ein deutlich milderer Konjunkturrückgang als zuvor befürchtet eingepreist. Während Deutschland stärker als andere EU-Länder unter Lieferengpässen und hohen Energiekosten leidet, dürfte Euroland insgesamt nur am Rande einer Rezession kratzen und sich in der zweiten Jahreshälfte und dann weiter in 2024 zunehmend erholen, wenn auch nur moderat. Für die großen Unternehmen hellen sich damit Umsatz- und Gewinnperspektiven schon wieder auf. Dennoch ist bis dahin mit enttäuschenden Geschäftsberichten zu rechnen, die immer mal wieder Spreadausweitungen mit sich bringen dürften. Allerdings bieten die inzwischen kräftig erhöhten absoluten Renditen von Unternehmensanleihen einen ordentlichen Puffer, um entsprechende Rückschläge abfedern zu können. Für Investoren wirken Corporates somit wieder hinreichend attraktiv.

Anmerkung

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

Aktienmarkt Deutschland

DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung DAX	von bis	07.12.16	07.12.17	07.12.18	07.12.19	07.12.20	07.12.21
		18,74%	-17,30%	22,05%	0,79%	19,16%	-9,82%

Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	07.12.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	14.261	13.534	15.814
DAX (Veränd. in % seit ...)		5,38	-9,82
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	12.500	14.500	14.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
DAX aktuell	11,59	1,48	3,47
DAX Ø (10 Jahre roll.)	12,94	1,54	3,25

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

Im Fokus

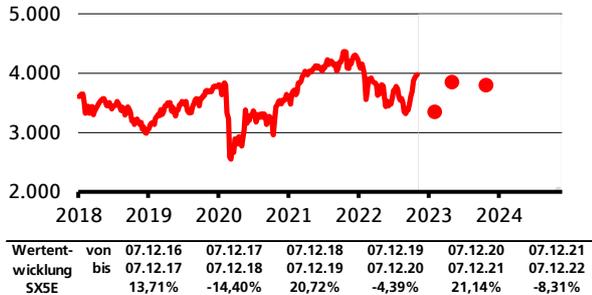
Die Erholungsbewegung am deutschen Aktienmarkt seit Ende September ist getragen von der Hoffnung, dass die Inflationsraten ihren Hochpunkt überschritten haben und die Geldpolitik nicht stärker als erwartet die Zinsen anheben muss. Gleichzeitig verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im zurückliegenden Quartal weniger stark, und die Rezession in den kommenden Monaten dürfte milder ausfallen als zunächst angenommen. Auch die Unternehmensstimmung hat sich nicht weiter verschlechtert, was eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau, zugleich aber keine zügige Erholung signalisiert. Letzteres wurde zuletzt aber zunehmend am Markt eingepreist. Daher sollte über den Jahreswechsel 2022/23 mit höhere Schwankungen und Kursrücksetzern gerechnet werden, die aber nicht unter die Tiefstände von 2022 führen. Diese Phase gilt es, durch einen regelmäßigen Einstieg zu nutzen, um an der im Jahr 2023 erwarteten nachhaltigeren Aufholbewegung zu partizipieren.

Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft ist besonders hart vom Russland-Ukraine-Krieg getroffen. Steigende Rohstoffpreise und vor allem die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Energieversorgung belasten den Wachstumsausblick deutlich. Eine Rezession im Winterhalbjahr ist unvermeidlich. Das wird auch die Unternehmen in Deutschland in Mitleidenschaft ziehen. Vor allem kleinere und mittelständische Betriebe, die lokal produzieren und absetzen, sind stark betroffen. Multinationale Konzerne spüren die wirtschaftliche Schwäche zwar ebenfalls, können diese aber durch ihre breitere Aufstellung besser ausgleichen. Die Aufwärtsdynamik der Unternehmensgewinne wird abgebremst, grundsätzlich aber ist der Gewinntrend aufgrund der stabil erwarteten Weltwirtschaft mittelfristig solide abgesichert. Die EZB hat ihre Politikausrichtung deutlich verändert. Das Anleihekaufprogramm ist beendet, und die Leitzinsen werden in großen Schritten nach oben genommen. Allerdings ist dies mittlerweile in den Kapitalmärkten eingepreist. Die Kursbewegungen am deutschen Aktienmarkt bleiben in den kommenden Monaten stark von der geopolitischen Entwicklung geprägt, und es ist mit spürbaren Kurschwankungen zu rechnen. Gerade in diesen Phasen gilt es schrittweise, beispielsweise über Sparpläne, regelmäßig zu investieren. Vor allem die moderate Bewertung wird helfen, weitere Kursrückschläge zu begrenzen. Gleichzeitig stellt die Bewertung eine gute Ausgangsbasis für eine Stabilisierung und eine mittelfristige Aufwärtsbewegung der Kurse dar.

Aktienmarkt Euroland

EuroSTOXX 50 (Indexpunkte)



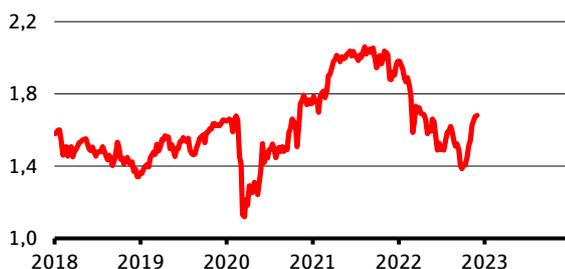
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EuroSTOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	07.12.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EuroStoxx 50 (Indexp.)	3.921	3.709	4.276
EuroStoxx 50 (Veränd. in % seit ...)		5,7	-8,3
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EuroStoxx 50 (Indexp.)	3.350	3.850	3.800
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EuroStoxx 50 aktuell	11,9	1,7	3,6
EuroStoxx 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,7	1,5	3,7

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

Im Fokus

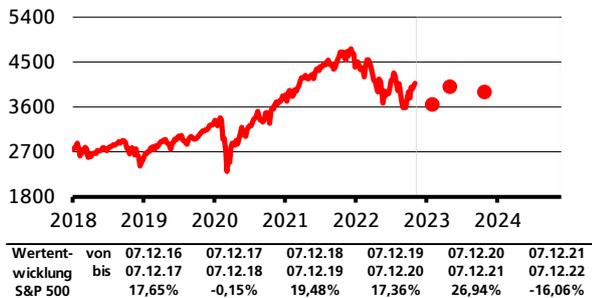
Euroland-Aktien setzten ihre Erholung fort und konnten in gut zwei Monaten rund 20 % zulegen. Die Anleger setzen darauf, dass die Phase des maximalen Inflationsdrucks und der größten Zinserhöhungsschritte von Fed und EZB weitgehend abgeschlossen ist. Die passable Unternehmensberichtssaison und die Entspannung bei den Energiepreisen waren weitere wichtige Faktoren. Tatsächlich gab es in den letzten Wochen in den USA wie auch in der Eurozone ermutigende Signale von den Inflationsindikatoren. Aber dies sind nur erste Daten und noch kein klarer Trend. Zudem beginnt der Winter gerade erst, und damit dürften die Preise für Erdöl und vor allem Erdgas volatil bleiben. Aufgrund der weiterhin bestehenden wirtschaftlichen Risiken, der erwarteten Abwärtsrevisionen der Unternehmensgewinnsschätzungen für das Jahr 2023 sowie der Fortsetzung der EZB-Leitzins-erhöhungen bleibt das Risiko einer erneuten Korrektur der Aktienmärkte hoch. Die Unsicherheit begünstigt größere Kursschwankungen, sodass Anleger umsichtig agieren sollten.

Perspektiven

Krieg und Sorgen um die Energieversorgung in Europa, ausgeprägter Inflationsdruck sowie Rezessionsängste führen zu höheren Schwankungen an den Aktienmärkten der Eurozone. Der Russland-Ukraine-Krieg hat die Risiken für Lieferketten und Rohstoffversorgung wie auch den Inflationsdruck verschärft. Damit stehen die großen Zentralbanken vor einem Problem: Letztlich können sie die Märkte – im Gegensatz zum vergangenen Jahrzehnt – nicht weiter unterstützen, trotz der akuten Wachstumsrisiken. Euroland-Aktien sind historisch betrachtet zwar auf einem moderaten Bewertungsniveau, und auch die Dividendenrenditen sind interessant. Aber bei den aktuell hohen Risiken für Konjunktur und Gewinne können sich derartige Kennziffern schnell verschlechtern, und im Gegensatz zu den Vorjahren gibt es wieder Anlagealternativen. Hauptrisiken sind eine weitere Eskalation im Russland-Ukraine-Krieg und Probleme mit der Energieversorgung (z.B. Rationierung) sowie eine dauerhaft überraschend hohe Inflation, welche die Zentralbanken zu einer verschärften geldpolitischen Straffung zwingen würde. Käufe sollten in der jetzigen Phase vor allem in ausgeprägten Schwächeperioden erfolgen.

Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



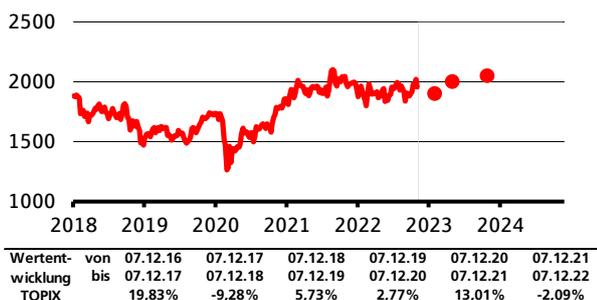
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	07.12.2022	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	3.934	3.807	4.687
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		3,3	-16,1
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	3.650	4.000	3.900
TOPIX (Indexp.)	1.900	2.000	2.050
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	17,7	3,6	1,7
TOPIX	12,2	1,1	2,7

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

USA

Die seit Mitte Oktober laufende Erholung des S&P 500 hält an, wenngleich die Dynamik zuletzt klar nachgelassen hat. Eine passable Quartalsberichtssaison sowie eine überraschend niedrige US-Inflation waren die wichtigsten Faktoren für diese Bewegung, die durch Positionierung und Sentiment noch entscheidend verstärkt wurden. Kurzfristig ist ein Nachlassen des Inflationsdrucks elementar, um der US-Notenbank Fed ein Ende des Leitzins-erhöhungszyklus spätestens im Frühjahr 2023 zu ermöglichen. Nach einer feiertagsbedingt vermutlich nachrichtenarmen Phase dürfte Anfang 2023 schnell die Quartalsberichtssaison in den Anlegerfokus rücken – und damit die Gewinnaussichten der Unternehmen. Aus unserer Sicht sind die Schätzungen für 2023 weiterhin zu hoch.

Japan

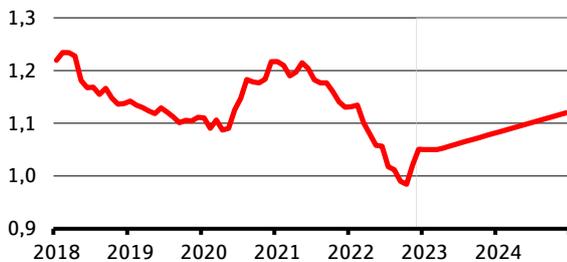
Japanische Aktien befinden sich seit Anfang 2021 in einer Seitwärtsbewegung. Seit März sind die hohen Schwankungen des Yen ein wichtiger, ausgleichender Faktor für die relativ stabile Entwicklung japanischer Aktienindizes. Hintergrund ist die weiterhin lockere Geldpolitik der BoJ, die perspektivisch weitere Risiken für das Vertrauen in den Yen und die Finanzmarktstabilität mit sich bringt. Den Markt stützen Aktienrückkäufe und eine moderate Bewertung.

Perspektiven

Trotz erster Anzeichen für einen etwas weniger starken Inflationsdruck muss die US-Notenbank angesichts des weiterhin engen Arbeitsmarkts die Zinsen immer weiter in den restriktiven Bereich anheben. Dadurch gewinnen die Rezessionsrisiken die Oberhand. Solange die Kerninflation nicht deutlich sinkt und somit ein Ende der straffen Geldpolitik absehbar ist, steigen die Risiken für die Aktienmärkte und die Stabilität der Finanzmärkte. Entsprechend vorsichtig sollten Anleger vorerst agieren, um dann bei einer Besserung der US-Inflationsaussichten oder in einem ausgeprägten Sell-off schrittweise, aber deutlich, ihre Aktienquoten erhöhen zu können. Bis der Ausblick klarer wird, dürften die Schwankungen an den Märkten hoch bleiben.

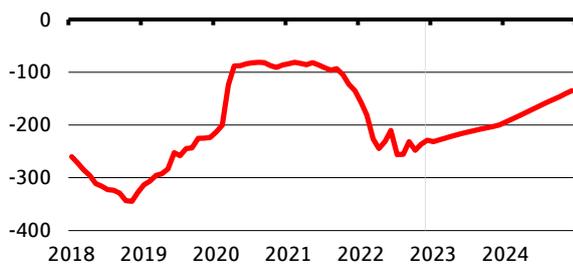
Währungen: EUR-USD

Wechselkurs EUR-USD



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

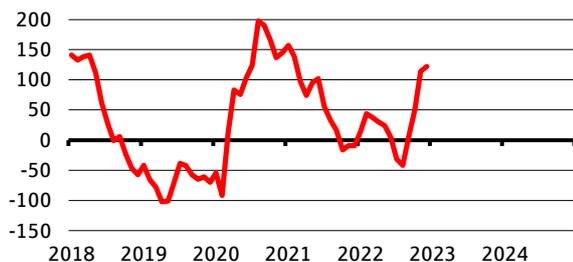
Zinsdifferenz* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



*Bundesanleihen minus Treasuries

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten*



* Euro-Futures; in Tsd. Kontrakten

Quellen: CFTC, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	07.12.2022	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,05	1,05	1,06	1,08
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-225	-225	-215	-200
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-163	-160	-130	-95
Leitzins EZB (%)	2,00	3,00	3,25	3,25
Leitzins Fed (%)	3,75-4,00	4,75-5,00	4,75-5,00	4,75-5,00
Konjunkturdaten		2022P	2023P	2024P
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		3,3	0,1	1,9
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		1,9	-0,3	1,1
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,5	6,7	2,7
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,1	4,5	2,7

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

Im Fokus

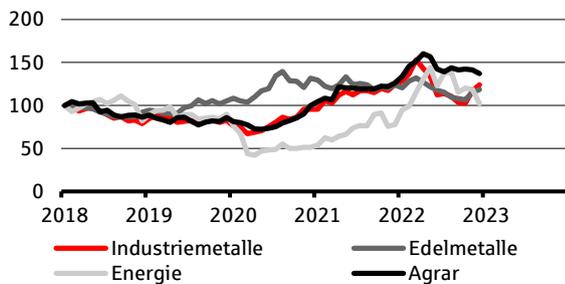
Der Euro hat von Anfang November bis Anfang Dezember um 7 % auf 1,05 EUR-USD aufgewertet. In diesem Zeitraum ist die Renditedifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen mit 2-jähriger Laufzeit deutlich gesunken, insbesondere getrieben vom Renditerückgang in den USA. Dieser ist auf die Markterwartung zurückzuführen, dass die US-Notenbank angesichts der fallenden Inflationsrate (vierter Rückgang in Folge auf 7,7 % im Oktober) nicht nur recht bald ihr Leitzinshoch von etwa 5 % erreichen wird, sondern danach den Leitzins auch wieder senken könnte. In Euroland sind solche Überlegungen noch weit entfernt: Das Inflationshoch ist noch nicht erreicht, die Leitzinserwartungen an die EZB sind derzeit nur aufwärtsgerichtet. Diese geldpolitische Perspektive unterstützt den Euro.

Perspektiven

Nach dem Zwanzigjahrestief von 0,96 EUR-USD im September 2022 dürfte der EUR-USD-Wechselkurs nun nach oben tendieren und der Euro seine Unterbewertung gegenüber dem US-Dollar langsam abbauen können. Die starke US-Dollar-Aufwertung seit Anfang 2021 (um 22 % von 1,23 EUR-USD auf 0,96 EUR-USD im September 2022) beruhte auf der dynamischen Erholung der US-Wirtschaft dank der umfangreichen US-Konjunkturpakete sowie auf dem Zinsvorsprung der USA aufgrund des straffen Leitzinserhöhungszyklus der Fed. Letztere hebt ihren Leitzins derzeit aber deutlich in den restriktiven Bereich an und nimmt damit eine Rezession in Kauf, um die Inflation mittelfristig zum Ziel von 2 % zurückzuführen. Dieser geldpolitische Kurs trübt den Glanz des US-Dollar. Der Euro dagegen profitiert von den großen Leitzinserhöhungen der EZB, die die Zinsdifferenz zu den USA verringern, sowie auch von den guten Nachrichten, dass Deutschland als größtes Euro-Land wohl eine Gasmanngelage vermeiden kann. Eurolands Wachstumsausblick hat sich dadurch verbessert. Mit diesen Vorgaben sollte der Euro aufwerten können, zunächst aber langsam, da die Realzinsen in den USA im Jahr 2023 aufgrund des stärkeren Inflationsrückgangs deutlich höher als in Euroland liegen dürften. Mehr Auftrieb für den Euro erwarten wir mit abnehmender Realzinsdifferenz ab Ende 2023.

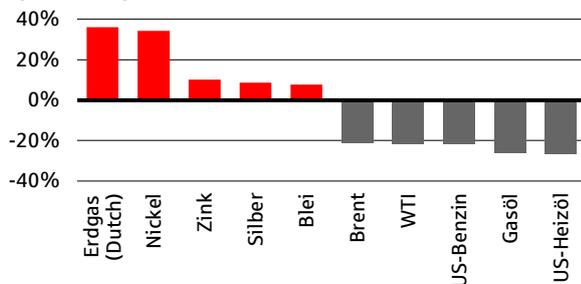
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2018 = 100)



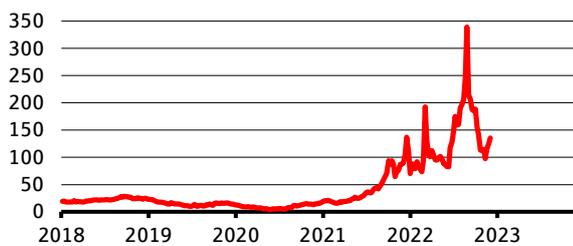
Quellen: Bloomberg, DekaBank

Tops und Flops der letzten vier Wochen*



* Veränderungsrate in %; Quellen: Bloomberg, DekaBank

Europäischer Gaspreis* (Dutch TTF)



* Einheit: EUR/MWh

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Rohstoffe	07.12.2022	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	40,5	-20,6	35,1
BCOM Industriemet.	172,1	13,7	5,0
BCOM Edelmetalle	209,9	6,8	-1,6
BCOM Agrar	65,9	-4,1	9,0

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

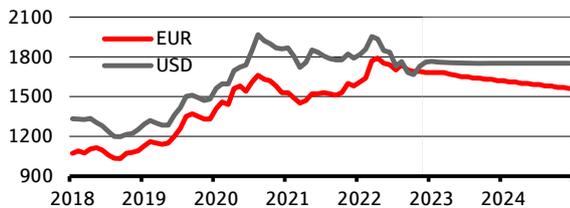
Trotz der Abschwächung des weltwirtschaftlichen Wachstums überwog an einigen Rohstoffmärkten zuletzt eine gewisse Erleichterung, die sich insbesondere im Anstieg der Metallpreise widerspiegelte. Dies hing bei den Industriemetallen damit zusammen, dass sich in China ein etwas lockerer Umgang mit Covid-Infektionen abzeichnet. Auch bei den Edelmetallen kam es zu Preisanstiegen, am stärksten bei Gold und Silber. Diese waren allerdings eher die Folge der fallenden US-Anleiherenditen. Palladium hingegen, welches vornehmlich im Automobilsektor für Katalysatoren in Benzinmotoren verwendet wird, litt unter den Konjunktursorgen. Erwartungsgemäß sorgten die kühleren Temperaturen in Deutschland und Europa für das Hochdrehen der Heizungen und damit zum Abbau der Erdgaslager. So drehte der Großhandelspreis für europäisches Erdgas im Zuge der erstarkten saisonalen Nachfrage nach oben. Der Erdgaspreis dürfte in den kommenden Wochen und Monaten weiter ansteigen. Dies gilt nicht unbedingt für die Rohstoffpreise allgemein. Vielmehr dürfte die ausgeprägte globale Wachstumsschwäche in diesem Winterhalbjahr nennenswerten Rohstoffpreisanstiegen in der Breite entgegenstehen.

Perspektiven

Das nachlassende Wachstum, die hohe Inflation, die geldpolitische Straffung sowie die europäische Energiekrise bleiben zunächst die dominierenden Themen. In den USA und Europa wird für das Winterhalbjahr 2022/23 mit einer Schrumpfung der Wirtschaftsleistung gerechnet. Das chinesische Wachstum dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit schwach bleiben. Das neue globale Gleichgewicht dürfte längerfristig stärkere regionale Produktionsmuster und eine langfristige wirtschaftliche Abkopplung Russlands vom Westen beinhalten. Die Weltwirtschaft wird sich in den kommenden Jahren auf einem flachen Wachstumspfad bewegen. Somit ist insgesamt mit einer nur moderaten Entwicklung der globalen Rohstoffnachfrage zu rechnen. Dies gilt insbesondere für konjunktursensible Rohstoffbereiche wie die Industriemetalle. Der Umbau hin zu mehr nachhaltigem Wirtschaften dürfte die Energiepreise strukturell erhöhen. Die Edelmetalle werden im Prognosezeitraum durch die Geldpolitik keine Unterstützung mehr erfahren, allerdings bleibt die geopolitische Risikoprämie wohl für eine längere Zeit erhöht. Grundsätzlich gilt es zu beachten, dass bei Rohstoffanlagen jederzeit starke Wertschwankungen auftreten können.

Rohstoffe: Gold

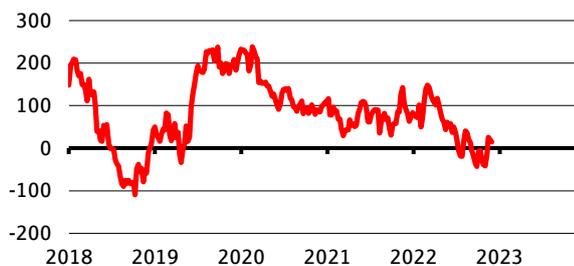
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	30.11.16	30.11.17	30.11.18	30.11.19	30.11.20	30.11.21	30.11.22
Gold in Euro			-3,07%	0,72%	23,37%	11,65%	5,56%	7,95%
Gold in USD			8,75%	-4,16%	20,11%	21,16%	-0,12%	-1,56%

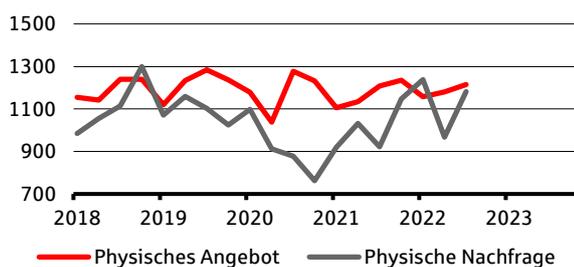
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	07.12.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1697,57	1677	1585
Gold (USD je Feinunze)	1785,50	1681	1783
Silber (EUR je Feinunze)	21,59	21	20
Silber (USD je Feinunze)	22,71	21	22
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Gold (EUR je Feinunze)	1680	1650	1620
Gold (USD je Feinunze)	1760	1750	1750

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

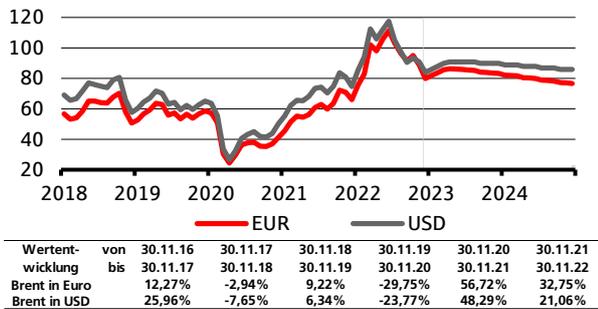
Der nennenswerte Rückgang der US-Treasury-Renditen ließ den Goldpreis in den vergangenen Wochen ansteigen. Die leichte Entspannung bei der US-Inflationsentwicklung stärkte die Erwartung, dass der Großteil der US-Leitzinserhöhungsschritte bereits vorbei sein könnte. Die Gold-ETF-Anleger ließen sich hiervon bislang jedoch nicht leiten. Sie setzen den Abbau ihrer Gold-ETF-Bestände global fort. Diese werden seit April 2022 kontinuierlich reduziert, befinden sich aber im Vergleich zu den Vor-Corona-Jahren auf nach wie vor hohem Niveau. Kein Wunder, denn zu den ohnehin bedeutenden geopolitischen Risiken kommt die Unsicherheit bezüglich der Neuordnung des Zins- und Inflationsumfelds hinzu. Unklar bleibt bislang auch, wie stark die weltwirtschaftliche Abschwächung bzw. Rezession im Winterhalbjahr 2022/23 ausfallen wird. Gold bleibt nicht zuletzt vor dem Hintergrund der vielfältigen Unwägbarkeiten ein fester Bestandteil einer ausgewogenen Geldanlagestrategie.

Perspektiven

Die hohen Inflationsraten sorgen dafür, dass die großen Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel spürbar straffen. Die US-Notenbank Fed und die EZB werden im Prognosezeitraum ihre Leitzinserhöhungen beenden, und das Zinsniveau wird voraussichtlich auf moderat höherem Niveau verharren. Der Großteil der geldpolitischen Straffung wurde bereits an den Märkten eingepreist. So sind im Prognosezeitraum seitens der Geldpolitik keine weiteren massiven Auswirkungen mehr auf den Goldpreis zu erwarten. Die Belastungen von dieser Seite werden auslaufen, aber zugleich erscheint eine Preisstütze in Form von starken Zinsrückgängen unwahrscheinlich. Die risikolosen Zinsen, also die Opportunitätskosten der zinslosen Goldhaltung, bleiben im Prognosezeitraum auf vergleichsweise moderaten Niveaus. Preisstützend wirkt, dass die geopolitische Risikoprämie, die der Krieg Russlands gegen die Ukraine nach sich zieht, längere Zeit erhalten bleibt. Aus alledem lässt sich kein stark ausgeprägter und eindeutiger Trend für den Goldpreis ableiten. Im Zuge der geopolitischen Anpassungen und der Rückkehr zum neuen, höheren Zinsniveau dürfte sich der Goldpreis in einem neuen Gleichgewicht einpendeln.

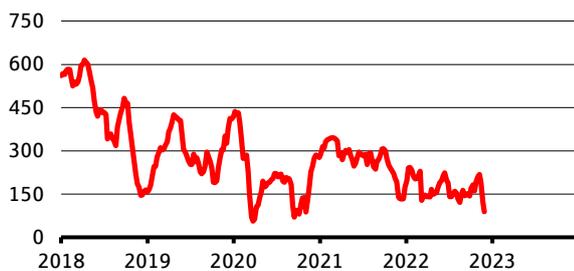
Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



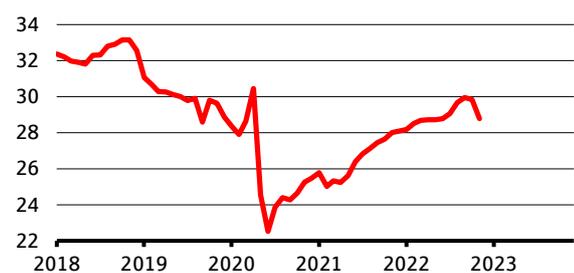
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung* der Spekulanten



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

OPEC Produktion (Mio. Barrels pro Tag)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Rohöl (Preis je Barrel)	07.12.2022	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	73,4	97,7	67,1
Brent (USD)	77,2	97,9	75,4
WTI (USD)	72,0	91,8	72,1
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	86	86	83
Brent (USD)	90	91	90
WTI (USD)	86	87	86

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

Die Ölpreise sind in den vergangenen Wochen unter Druck geraten. Auslöser hierfür waren vor allem die sich festigenden Rezessionserwartungen für die USA und Europa für die kommenden Quartale. Zudem belasteten die chinesischen Lockdown-Maßnahmen die Ölnachfrageerwartungen, wenngleich sich in China nunmehr ein vorsichtiger Corona-Strategiewechsel abzeichnet. Anfang Dezember trat das Ölembargo der EU für russische Lieferungen auf dem Seeweg in Kraft. Zudem haben die EU und die G7-Staaten gemeinsam einen Ölpreisdeckel für russisches Öl bei 60 US-Dollar je Barrel festgelegt. Von all diesen Maßnahmen sind zwar keine massiven Auswirkungen auf den Weltmarkt zu erwarten. Doch dürften gewisse Umlenkungen bei physischen Öllieferungen und geringfügige Preiseffekte die Folge sein. Alles in allem erscheint es jedoch fraglich, ob tatsächlich die gewünschten Auswirkungen eintreten werden.

Perspektiven

Die hohe Inflation und die dadurch ausgelöste geldpolitische Straffung der Notenbanken drohen zu einer konjunkturellen Bremse zu werden. In den USA belastet vor allem die Geldpolitik die Konjunktur, in Europa ist es vielmehr die Energiekrise. In der Folge werden diese beiden Wirtschaftsräume im Winterhalbjahr 2022/23 in eine Rezession rutschen, die deren Ölnachfrage dämpfen wird. Auch Chinas Wirtschaft wächst im Prognosezeitraum aufgrund anhaltender inländischer Probleme nur unterdurchschnittlich. Die Länder der OPEC+ werden als Reaktion auf die schwache Ölnachfrage ihre Rohölförderung weiter zurückfahren, um ein Überangebot am globalen Ölmarkt zu verhindern und um sich gegen weitere Preisrückgänge zu stemmen. Aufgrund der Sanktionen im Zuge des Angriffs Russlands auf die Ukraine wird Russland versuchen, seine Öllieferungen in Richtung Asien umzuleiten. Perspektivisch spielt die globale Absichtserklärung, bis 2050 die Netto-Emissionen von Kohlendioxid auf Null zu senken, für den Rohölmarkt eine wichtige Rolle. Investitionen in fossile Angebotskapazitäten werden reduziert. Allerdings ist fraglich, ob die Nachfrage in entsprechendem Tempo auf alternative Energiequellen umgestellt werden kann. Dies erhöht mittelfristig die Aufwärtsrisiken beim Ölpreis. Hinsichtlich der Nachhaltigkeit hätten höhere Ölpreise eine wünschenswerte Lenkungswirkung, sofern in der Folge regenerative Energieträger stärker zum Zuge kämen. Langfristig wird Rohöl an Bedeutung für die Weltwirtschaft verlieren und dürfte damit im Preis nachgeben.

Szenarien

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken werden Leitzinsen erhöhen, bis Rückgang der Inflationsraten hinreichend weit vorangeschritten und mithin gesichert ist. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft findet nach der Schwächephase im Winterhalbjahr 2022/23 zurück auf den Wachstumspfad.
- Wegen weiterhin zu hoher Inflation und wegen deutlich gestiegener Zinsen werden Geld- und Finanzpolitik bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher.
- Für Europa und die USA sind bis 2024 schwaches Wachstum und zu hohe Inflationsraten zu erwarten.
- In China begrenzen anhaltende Probleme mit Corona-Infektionswellen, verstärkte staatliche Regulierung und Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich zunächst seitwärts mit hohen Schwankungen. Mittelfristig profitieren sie von globalem Wachstum und dem Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell niedriger als Inflationsraten bleiben. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 30 %)

- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Kriegs mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen zu anhaltend höheren Inflationsraten. Notenbanken sehen sich dadurch zu einer extrem restriktiven Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst in Verbindung mit den spürbar gestiegenen Zinsen regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland einem erneuten Infragestellen der Währungsunion.
- Dauerhafte ausgeprägte Wachstumsschwäche in China.

Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 5 %)

- Einfrieren des Russland-Ukraine-Konflikts führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen zügig auf neutrale Niveaus zurücknehmen.
- 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: 08.12.2022 (7 Uhr)
Nächste Ausgabe: 13.01.2023

Herausgeber:

Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater:
Tel. (0 69) 71 47 - 23 81
E-Mail: ulrich.kater@deka.de

Impressum:

<https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

Disclaimer:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



DekaBank
Deutsche Girozentrale
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 0
Telefax: (0 69) 71 47 - 19
www.deka.de

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