

## 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 2023

### Was (über)sehen die Aktienmärkte?



Liebe Anlegerinnen  
und Anleger,

an den Börsen herrscht überraschend gute Stimmung. Bereits im vierten Quartal 2022 holten die Aktienindizes von ihren zwischenzeitlichen erheblichen Einbußen wieder einiges auf. Und der Start ins Jahr 2023 darf zweifelsfrei als gelungen bezeichnet werden. Die Weltwirtschaft offenbart eine erstaunlich hohe Resilienz gegenüber den enormen Inflationsraten sowie dem straffen Zinserhöhungszyklus der Notenbanken. So wurden in den letzten Wochen sogar schon wieder Konjunkturprognosen nach oben revidiert. Sollten einzelne Volkswirtschaften überhaupt offiziell in eine Rezession fallen, dann dürfte diese recht mild verlaufen. Überdies sind zwei Sorgen für das laufende Jahr entfallen: Zum einen hat die milde Witterung in diesem Winter das Risiko einer Gasmangellage in Europa genommen. Zum anderen hat in China die Abkehr von der Null-Covid-Strategie die Perspektiven für die Lieferketten spürbar aufgeheilt.

So weit, so gut. Die Aktienmärkte haben eine ordentliche Berichtssaison hinter sich gebracht, die zumindest nicht hinderlich war. Doch erscheinen uns die makroökonomischen Perspektiven nur moderat zu sein und für die nächsten Quartale kaum nennenswerte Gewinnsteigerungen bei den Unternehmen zuzulassen. Es ist davon auszugehen, dass sich die bremsenden Wirkungen der Geldpolitik noch weiter zeigen werden. Auch wenn nicht mehr viele Zinsschritte nach oben anstehen, sind doch Hoffnungen auf rasche Zinssenkungen sehr gewagt. Die Notenbanken vermitteln derzeit bewusst den Eindruck, dass sie die Leitzinsen noch für längere Zeit auf einem höheren Niveau – und zwar im bremsenden Bereich – halten wollen. Der Kampf gegen die hohen Inflationsraten soll um jeden Preis gewonnen werden, damit die Inflationserwartungen bei den Zielen der Notenbanken

verankert bleiben. Zweifel an der geldpolitischen Stabilitätskultur sollen im Keim erstickt werden.

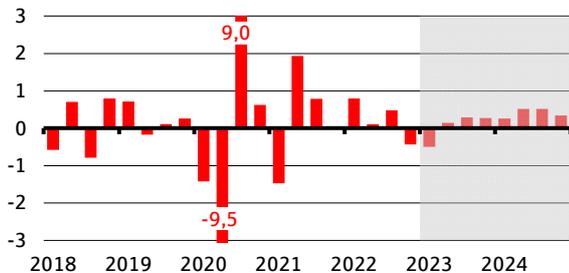
Anders als die Aktienmärkte haben die Rentenmärkte auf dieses Szenario spürbar reagiert, sodass jüngst wieder höhere Renditen für festverzinsliche Wertpapiere zu verzeichnen waren. Vor allem im kürzeren Laufzeitbereich legten die Renditen zu und unterstrichen die Inversion der Zinsstrukturkurve. Dies passt zu aktuellen Äußerungen von Fed-Chef Powell, dass die Notenbank zur Not eine echte Rezession der US-Volkswirtschaft in Kauf nehmen würde. Es dürfte freilich gelingen, bei einer moderaten konjunkturellen Erholung im Jahresverlauf nachlassende Inflationsraten zu erzielen. Vor diesem Hintergrund sind erste Leitzinssenkungen im kommenden Jahr absehbar. In der Konsequenz spricht dies für attraktive Rentenmärkte bei leichten Renditerückgängen und nachgebenden Zinsaufschlägen für Anleihen mit geringerer Bonität. Die Aktienmärkte haben bereits Vorschusslorbeeren verteilt. Hier steht aller Voraussicht nach jedoch eine gute Dividendensaison an. In jedem Fall werden die Märkte in diesen geld- und geopolitisch spannenden Zeiten ungewöhnlich schwankungsanfällig bleiben.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

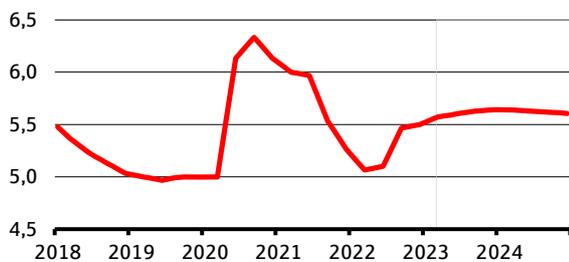
# Konjunktur Deutschland

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



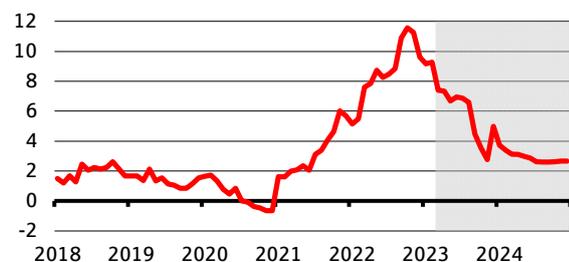
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,8	-0,4	1,4
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,3	5,6	5,6
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,7	6,3	2,9
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,3	-2,8	-1,5
Schuldenstand des Staates*	67,4	65,4	64,1
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	5,0	6,3
	Dez 22	Jan 23	Feb 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	9,6	9,2	9,3
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,5	5,5	5,5
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	47,1	47,3	46,3
ifo Geschäftsklima (Punkte)	88,6	90,1	91,1

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

## Im Fokus

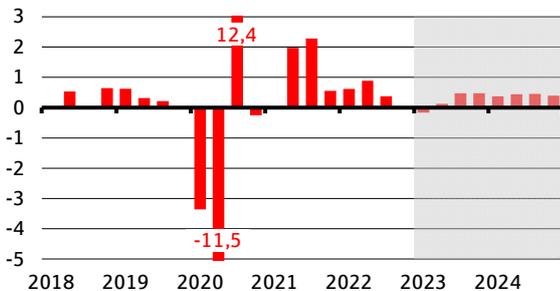
Die Dezemberindikatoren waren so schwach, dass sich das Statistische Bundesamt genötigt sah, die ursprünglich als Stagnation angekündigte Wachstumszahl für das vierte Quartal 2022 zum zweiten Mal in kürzester Zeit auf -0,4 % im Vorquartalsvergleich nach unten zu korrigieren. Der Start in das neue Jahr brachte bislang keine grundlegende Wende. Zwar legten die ifo Geschäftserwartungen zu, doch das ist bis jetzt nur ein Auspreisen einer sehr schweren Rezession. Wir erwarten auch im ersten Quartal 2023 eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts, doch die Rezession wird trotz der vielfältigen Widrigkeiten mild bleiben, nicht zuletzt wegen der zahlreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen.

## Perspektiven

Erstmals seit sehr langer Zeit ist die Inflation wieder das wirtschaftliche Problem Nummer Eins geworden. Nun verlieren die Konsumenten in substantiellem Ausmaß 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 aus dem Russland-Ukraine-Krieg resultierende Schlag für die 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, führt nun auch die Alterung der Gesellschaft langsam zu Problemen. Es rächt sich, dass über mehrere Legislaturperioden hinweg Herausforderungen nicht angegangen wurden: Die Infrastruktur ist in einem schlechten Zustand, die Digitalisierung kaum vorangekommen, die demografische Herausforderung ignoriert worden. Die Folge ist eine Verringerung des deutschen Potenzialwachstums, d.h. der langfristig normalen „Reisegeschwindigkeit“ der Volkswirtschaft. Laut aktuellen Schätzungen liegt das Potenzialwachstum hierzulande inzwischen bei rund ¾ % und ist damit nur noch halb so hoch wie 2017.

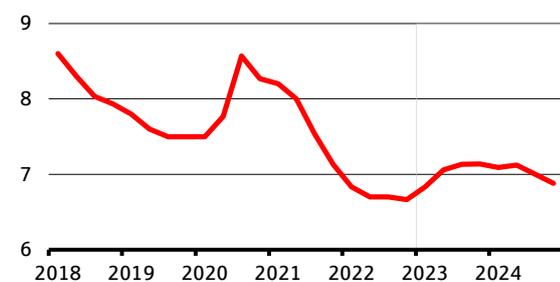
# Konjunktur Euroland

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



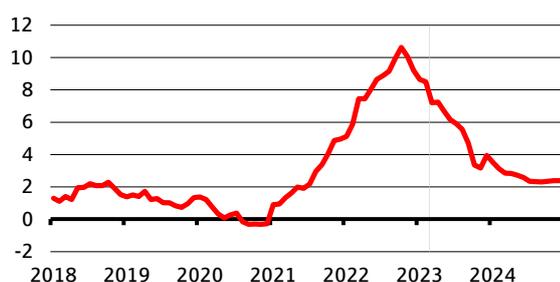
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

**Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt, EU-Definition)**



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Euroland	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	3,5	0,6	1,7
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,4	5,9	2,6
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
	Dez 22	Jan 23	Feb 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	9,2	8,6	8,5
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,7	6,7	
Economic Sentiment (Punkte)	97,1	99,8	99,7

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

## Im Fokus

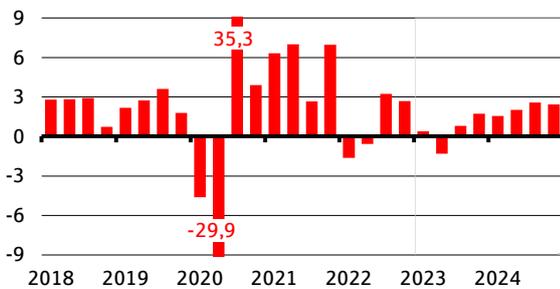
Die Schwäche der europäischen Wirtschaft aus dem zweiten Halbjahr 2022 dürfte auch im ersten Quartal 2023 angehalten haben. Die Stimmungsindikatoren der Unternehmen deuten immerhin eine leichte Belebung an, mehr aber auch nicht. Die hohe Inflationsentwicklung bleibt ein gewichtiger Belastungsfaktor, und dementsprechend ist das Konsumentenvertrauen nach wie vor sehr schlecht in Euroland. Die Inflationsrate ist im Februar nur geringfügig auf 8,5 % zurückgegangen. In den vier großen EWU-Ländern lagen die Inflationsraten im Bereich von 6,1 % in Spanien bis 9,9 % in Italien. Dazwischen befanden sich die Inflationsraten aus Deutschland (9,3 %) und Frankreich (7,2 %).

## 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 Abschwächung 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 (EZB) kann angesichts der Inflationsentwicklung nicht unterstützend eingreifen. Es deutet alles darauf hin, dass die Inflationsrate erst nach 2024 wieder den Zielwert der EZB von 2 % erreichen wird. Zudem bleiben die mittelfristigen Inflationsrisiken vergleichsweise hoch. Die europäische Fiskalpolitik 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 der EWU-Staaten. Dennoch bleibt der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen noch weit.

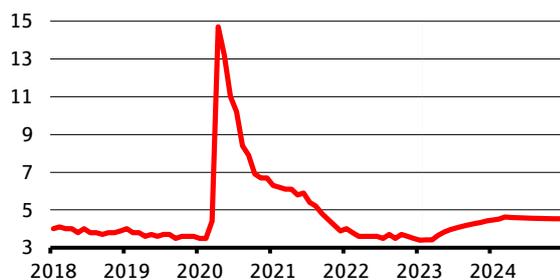
## Konjunktur USA

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



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

USA	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorj.)	2,1	0,9	1,6
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	4,3	2,4
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,0	-4,5	-4,5
Schuldenstand des Staates*	120,7	120,2	120,0
Leistungsbilanzsaldo*	-3,7	-3,0	-3,0
	Dez 22	Jan 23	Feb 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	6,5	6,4	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,5	3,4	
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	48,4	47,4	47,7
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	109,0	106,0	102,9

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

### Im Fokus

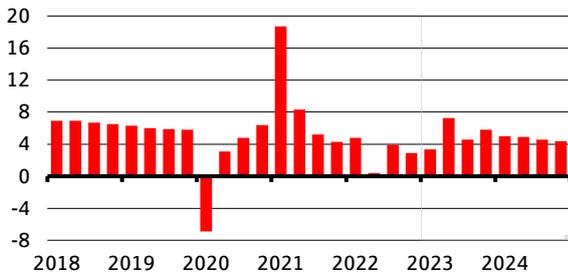
Nach den vorliegenden Informationen war der Monat Januar in mehrerer Hinsicht ein Ausnahmemonat. Dies betraf vor allem den Arbeitsmarkt, aber auch die verfügbaren Einkommen, den privaten Konsum und möglicherweise die Preisentwicklung. Neben den ungewöhnlich günstigen Witterungsverhältnissen sowie Nachhol- und Vorzieheffekten beim privaten Konsum sorgten staatliche Einmalzahlungen für einen deutlichen Schub sowohl bei der Nachfrage als auch bei den Preisen. Aufgrund dieser besonderen Datenlage und der daraus resultierenden Unsicherheit kann weiterhin nicht ausgeschlossen werden, dass die US-Wirtschaft zeitnah in eine – wenn auch milde – Rezession rutschen wird.

### Perspektiven

Die US-Notenbank Fed hat auch Anfang 2023 ihr Leitzinsintervall weiter in den restriktiven Bereich angehoben. Grund dafür sind die Inflationsraten, die deutlich über dem Zielbereich der Fed liegen. Zwar sind hierfür vor allem angebotsbedingte Faktoren verantwortlich. Diese lassen sich geldpolitisch kaum beeinflussen. Aber seit Ende 2021 hält sich auch die nachfragebedingte Inflation auf einem zu hohen Niveau. In Kombination mit dem zu hohen Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt wären die mittelfristigen Inflationsrisiken ohne 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. Immerhin ist die Inflation seit Herbst vergangenen Jahres auf dem Rückmarsch, sodass 2023 vermutlich die mittelfristigen Inflationsrisiken weiter abnehmen werden und im Frühjahr 2024 eine Senkung der Leitzinsen erfolgen kann. Aufgrund der Erwartung einer nur milden Rezession dürfte die Zentralbank geldpolitisch nicht so schnell wieder in den expansiven Bereich zurückkehren können. Dies bedeutet, dass der anschließende Aufschwung verhältnismäßig geringe Wachstumsraten aufweisen wird.

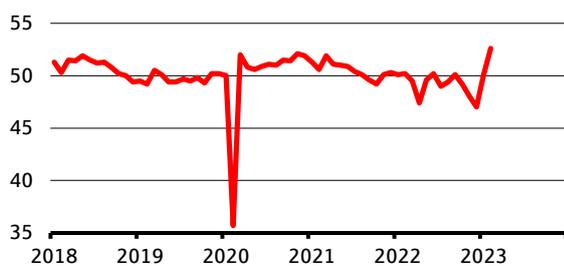
## Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



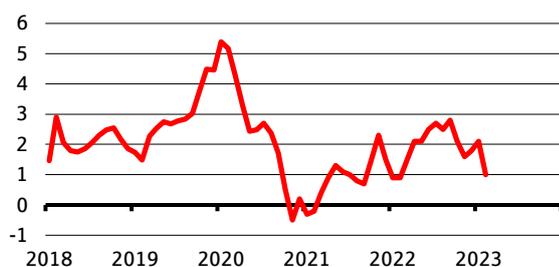
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

China	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	3,0	5,3	4,7
Finanzierungssaldo*	-8,9	-7,2	-7,5
Schuldenstandsquote*	76,9	84,1	89,8
Leistungsbilanzsaldo*	2,2	1,9	2,2
	Dez 22	Jan 23	Feb 23
Inflation (% ggü. Vorjahr)	1,8	2,1	1,0
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	1,3		
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	47,0	50,1	52,6

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Quellen: EIU, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

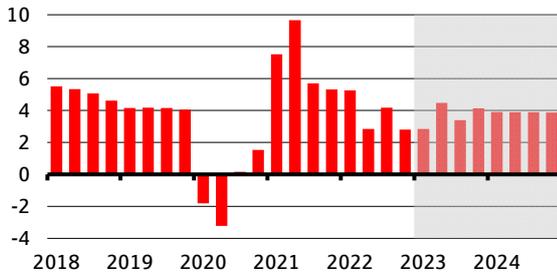
Die Aufhebung der Corona-Restriktionen in Verbindung mit dem Ende der Betriebsstilllegungen während des chinesischen Neujahrsfestes hat im Februar zu einer deutlichen wirtschaftlichen Belebung geführt. Dies stützt unsere Annahme eines starken ersten Quartals. Für den weiteren Jahresverlauf erwarten wir allerdings einen Rückgang der Dynamik. Diese Einschätzung teilt offenbar auch die chinesische Führung, denn sie legte das Wirtschaftswachstumsziel für 2023 auf konservative „rund 5 %“ fest. In seiner Rede auf dem Nationalen Volkskongress kündigte der scheidende Ministerpräsident Li Keqiang keine konkreten Maßnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft an. Die außenpolitischen Beziehungen bleiben angespannt. Die USA sehen Anzeichen, dass China Waffenlieferungen an Russland erwägt. Wir halten solche Lieferungen allerdings für eher unwahrscheinlich, weil sie Sanktionen des Westens zur Folge hätten.

### Perspektiven

Die chinesische Wirtschaft wird noch einige Monate von der Aufhebung der Corona-Restriktionen gestützt werden. Von der Lockerung wird vor allem der Dienstleistungssektor profitieren. Der Immobilienmarkt leidet dagegen weiterhin unter der Unsicherheit über die wirtschaftliche Solidität vieler Bauentwickler, die Banken und potenzielle Käufer vorsichtig agieren lässt. Hinzu kommt ein struktureller Rückgang der Wohnungsnachfrage aufgrund der veränderten Demografie. 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. Auch Waffenlieferungen Chinas an Russland hätten Sanktionen des Westens zur Folge. Trotz all dieser Hemmnisse hat die chinesische Wirtschaft noch ausreichend Potenzial, seine Produktivität zu steigern, sodass BIP-Wachstumsraten von gut 4 % erreichbar sind. Niedrige Inlandszinsen und der unsichere Wirtschaftsausblick sprechen für eine Abwertung des Renminbis.

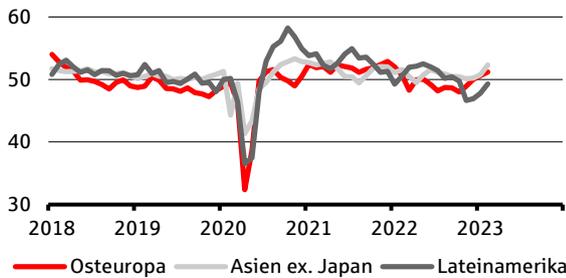
## Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



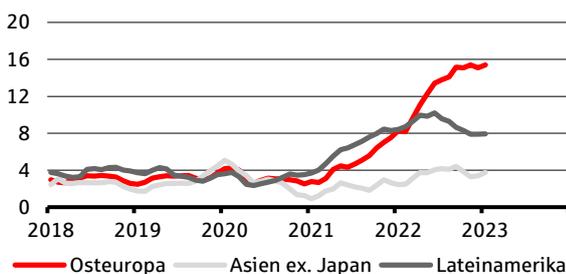
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

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

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

Nachdem sich die Wirtschaft im Schlussquartal des Vorjahres in den meisten Schwellenländern schwach entwickelt hatte, sind zu Beginn des neuen Jahres vor allem in Asien Anzeichen einer besseren Entwicklung zu beobachten. China profitiert von der Abschaffung der Corona-Restriktionen. Der Inflationsdruck hat in Lateinamerika früher als in anderen Regionen abgenommen, doch auch hier werden die Zentralbankziele noch verfehlt. Der Leitzinsanhebungszyklus ist den meisten Schwellenländern beendet, erste Senkungen sind allerdings angesichts hoher Inflationsraten noch nicht absehbar. Der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine wird mit unverminderter Härte weitergeführt. Vorwürfe der USA gegen China, dass das Land Waffenlieferungen an Russland erwäge, haben das außenpolitische Klima zusätzlich belastet.

### Perspektiven

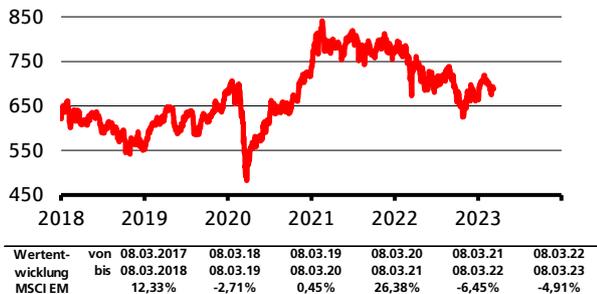
Die restriktive Geldpolitik und die Schwäche des Welt Handels dürften dazu führen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern in den kommenden Quartalen unterdurchschnittlich entwickelt. In Asien dürften die Wirtschaftswachstumsraten dabei erneut deutlich höher liegen als in anderen Regionen. Da 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. Russland könnte den Krieg in der Ukraine noch weiter eskalieren. Die Spannungen um Taiwan könnten deutlich zunehmen.

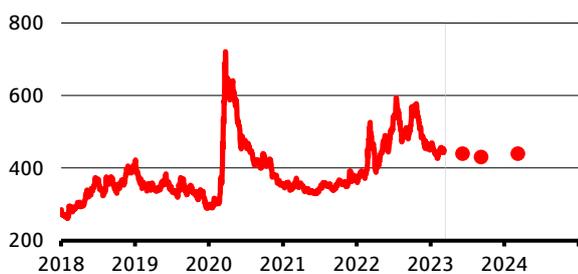
## Em. Markets-Märkte

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



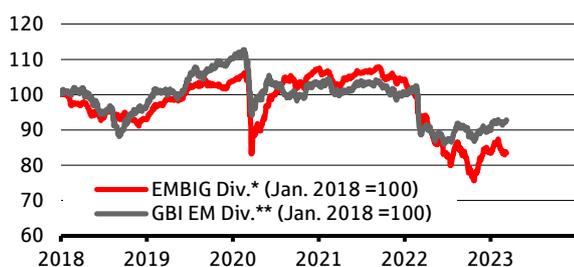
Quellen: MSCI, DekaBank

**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)	08.03.2023	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	688	-2,5	3,6	-4,9
EMBIG Div* Performanceind.	397	-2,4	0,1	-8,3
GBI EM Div** Perform.-ind.	235	0,5	3,3	4,3
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	425	-2,0	-1,8	-12,5
MSCI World Total Return	459	-0,9	6,2	2,6
<b>Prognose DekaBank</b>		<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	449	440	430	440

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

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

### Im Fokus

EM-Hartwährungsanleihen sind im Zuge steigender US-Renditen unter Druck geraten und haben einen Großteil ihrer Januar-Gewinne wieder abgegeben. EM-Lokalwährungsanleihen entwickelten sich in dem schwierigen Umfeld stabil, da sie von der guten Entwicklung vieler Schwellenländerwährungen profitierten. EM-Aktien gaben einen Teil ihrer Gewinne wieder ab, weil die zunehmenden Spannungen zwischen China und den USA gute chinesische Konjunkturdaten in den Hintergrund treten ließen. Die vergangenen Wochen haben deutlich gemacht, wie groß die Unsicherheit um den Inflationsausblick weiterhin ist. Vor diesem Hintergrund müssen weitere Rückschläge bei Anleihen und in der Folge auch bei Aktien einkalkuliert werden. Doch auf Sicht von zwölf Monaten erscheint das Chance-/Risiko-Profil von EM-Anleihen attraktiv, weil die hohen Renditen einen Puffer gegen Kursverluste bieten. Die Entwicklung von EM-Aktien ist aufgrund der regionalen Gewichtung der bedeutenden Indizes stärker anfällig für eine weitere Verschärfung der Spannungen zwischen China und den USA, weshalb hier zunächst eher Vorsicht angeraten erscheint.

### 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 Mai 2023 beenden und im März 2024 die Zinsen erstmals wieder senken wird. Da die Märkte mittlerweile für 2022 sogar noch drei Anhebungen einpreisen, erscheint das Risiko neuerlicher ausgeprägter Renditeanstiege begrenzt. Im laufenden und kommenden Jahr dürften das hohe Renditeniveau und die Aussicht auf eine geldpolitische Lockerung bei gleichzeitig allmählicher Erholung der Konjunktur für ein konstruktives Umfeld für Renten und Aktien 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 ebenso wie mögliche Waffenlieferungen Chinas an Russland als Risikofaktor in Betracht gezogen werden.

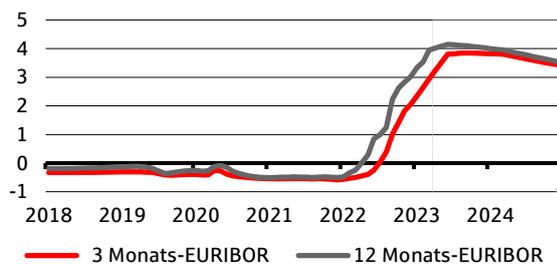
## Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



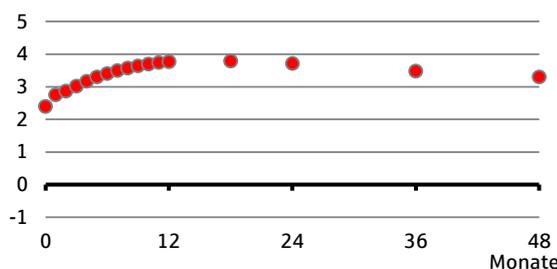
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

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.)	08.03.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	3,00	3,00	0,00
3 Monats-EURIBOR	2,94	2,61	-0,50
12 Monats-EURIBOR	3,94	3,45	-0,33
EURIBOR-Future, Dez. 2023	4,12	3,45	0,52
EURIBOR-Future, Dez. 2024	3,39	2,76	0,58
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,25	4,25	4,25
3 Monats-EURIBOR	3,80	3,85	3,80
12 Monats-EURIBOR	4,15	4,10	3,95

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

### Im Fokus

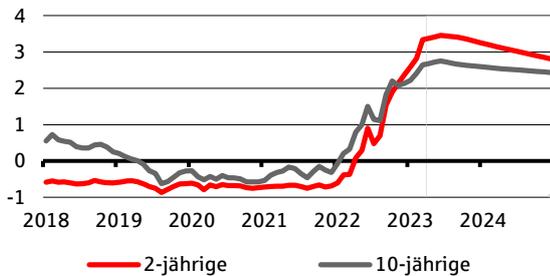
Für ihre Ratssitzung am 16. März hat die EZB eine erneute Anhebung der Leitzinsen um 50 Basispunkte angekündigt und ihr anschließendes Vorgehen als datenabhängig bezeichnet. Unseres Erachtens kommt dabei zwei Entwicklungen eine besondere Bedeutung zu: Erstens hat die Kerninflation im Februar weiter zugenommen. Zweitens deuten einige Stimmungsindikatoren trotz strengerer Finanzierungsbedingungen auf eine wieder anziehende konjunkturelle Dynamik hin. Wir gehen deshalb davon aus, dass die EZB die Straffung der Geldpolitik noch etwas weiter fortsetzen wird, mit Zinsschritten von nochmals 50 Basispunkten im Mai und 25 Basispunkten im Juni. Die umfangreichen Rückzahlungen der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III dürften sich vorerst nur wenig auf die Geldmarktsätze auswirken. Eine Mehrheit der EZB-Ratsmitglieder präferiert einen langsamen Abbau der Wertpapierbestände des APP. Die Überschussreserven dürften daher noch für einige Zeit hoch genug bleiben, um die €STR- und EURIBOR-Sätze an den Einlagensatz zu koppeln.

### Perspektiven

Der Rückgang der Inflation in den vergangenen Monaten ging in erster Linie von gesunkenen Energiepreisen aus. Zwar verbessert sich dadurch auch der mittelfristige Inflationsausblick. Dennoch ist noch für längere Zeit mit Raten deutlich über dem Inflationsziel von 2 % zu rechnen, vor allem aufgrund stark steigender Löhne. Da sich zudem die konjunkturellen Perspektiven zuletzt aufgehellt haben, besteht im EZB-Rat weitgehende Einigkeit, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch eine restriktive Geldpolitik zu drosseln. Die EZB dürfte den Einlagensatz bis zu ihrer Sitzung im Juni auf 3,75 % erhöhen und anschließend dort belassen, bis der allgemeine Trend von Löhnen und Preisen erkennbar nachgelassen hat. Darüber hinaus wird sie ihre Bilanzsumme zurückfahren, um eine ausreichend starke Transmission der höheren Leitzinsen in die Realwirtschaft sicherzustellen. Es zeichnet sich ab, dass sie dabei asymmetrisch vorgehen wird. Während die weniger attraktiven Konditionen der Langfristiger TLTRO-III weiterhin zu erheblichen vorgezogenen Rückzahlungen führen dürften, wird die EZB die Wertpapierbestände des APP mit einem Tempo von zunächst lediglich 15 Mrd. Euro pro Monat reduzieren. Da sie zudem bis Ende nächsten Jahres Rückflüsse aus dem Wertpapierkaufprogramm PEPP wiederanlegen will, dürften die Überschussreserven der Banken vorerst nicht stark genug abnehmen, um einen signifikanten Effekt auf die Geldmarktsätze hervorzurufen.

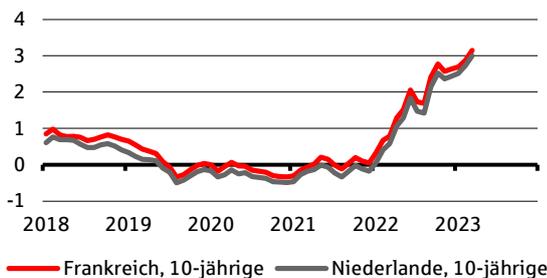
# Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



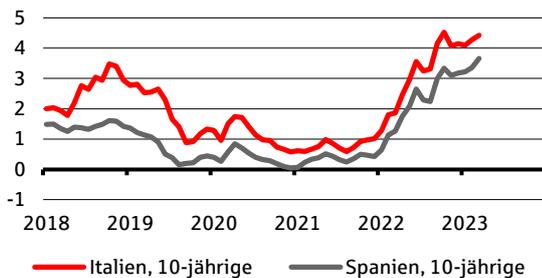
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	08.03.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	3,34	2,72	-0,61
Deutschland 10J	2,65	2,36	0,11
Frankreich 10J	3,14	2,82	0,56
Italien 10J	4,43	4,23	1,60
Spanien 10J	3,66	3,30	1,05
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	3,45	3,40	3,15
Deutschland 10J	2,75	2,65	2,55

Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

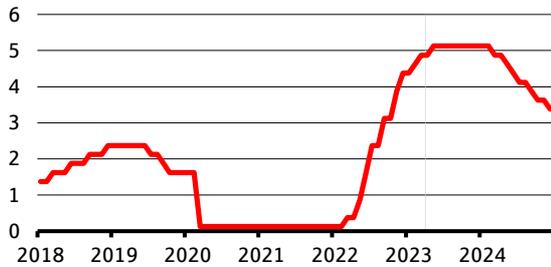
Anzeichen für einen sich verfestigenden Preisauftrieb und entsprechende Kommentare von EZB-Ratsmitgliedern hatten nicht nur zur Folge, dass Marktteilnehmer zusätzliche Leitzinserhöhungen erwarten. Sie gehen auch von erst später beginnenden Leitzinssenkungen aus, sodass die Straffung der Geldpolitik stärker als bisher auch auf die längeren Laufzeitbereiche ausstrahlt. Dennoch könnte die Inversion der Bundkurve zwischenzeitlich noch etwas weiter zunehmen. Denn wenn die EZB ihre Ankündigung, für längere Zeit an einem restriktiven Leitzinsniveau festzuhalten, glaubhaft machen kann, ist der Spielraum für Renditerückgänge am kurzen Ende zunächst gering. Demgegenüber sollten die Renditen langlaufender Bundesanleihen ihren Zenit überschreiten, sobald sich der Eindruck einer allmählich nachlassenden Inflation erhärtet.

## Perspektiven

Aufgrund der hohen Inflation und der sukzessiven Straffung der Geldpolitik durch die EZB haben Marktteilnehmer ihre Leitzinserwartungen für die nähere Zukunft erheblich stärker angehoben als diejenigen auf Sicht von fünf oder zehn Jahren. Die daraus resultierende Inversion der Bundkurve ist ein Spiegelbild der restriktiven Geldpolitik und dürfte sich erst zurückbilden, wenn konkrete Aussicht auf zeitnahe Leitzinssenkungen besteht. Mit diesen rechnen wir jedoch erst in der zweiten Hälfte kommenden Jahres. Zwar tragen die wieder gesunkenen Energiepreise zum Rückgang der Inflation bei. Aufgrund des erhöhten Lohndrucks sind jedoch vorerst keine Raten nahe 2 % zu erwarten. Auch die nur langsame Reduktion der Wertpapierbestände des APP trägt zur Inversion der Bundkurve bei. Während die EZB höhere Laufzeitprämien am langen Ende durchaus begrüßen würde, ist sie besorgt wegen einer möglichen Ausweitung der Spreads in den Peripherieländern und einer deshalb uneinheitlichen Transmission der Geldpolitik. Sie lässt das APP-Portfolio daher mit einem nur geringen Tempo von 15 Mrd. Euro pro Monat abschmelzen und wird dieses wahrscheinlich auch später nicht drastisch steigern. Von den hohen Neuemissionen sollten ebenfalls nur geringe Belastungen ausgehen, da die Nachfrage nach langlaufenden Staatsanleihen relativ zinselastisch ist. Auf die Rentenmärkte dürfte sich die expansive Fiskalpolitik eher in der Weise auswirken, dass sie die Persistenz des Preisauftriebs verstärkt und dadurch ein längeres Festhalten an der restriktiven Geldpolitik erforderlich macht.

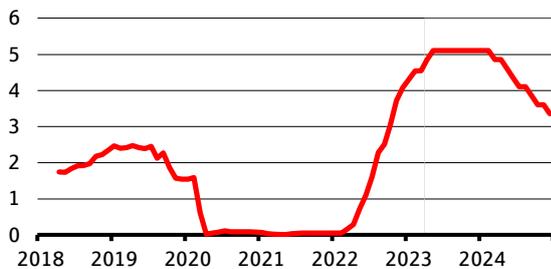
## Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



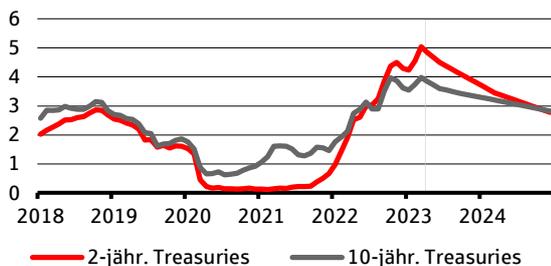
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

USA: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Zinsen / Renditen (% p.a.)	08.03.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	4,50-4,75	4,50-4,75	0,00-0,25
Overnight-Zinsen (SOFR)	4,55	4,55	0,05
Renditen 2-j. Treasuries	5,07	4,42	1,60
Renditen 10-j. Treasuries	3,99	3,61	1,85
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	5,00-5,25	5,00-5,25	4,75-5,00
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,11	5,11	4,86
Renditen 2-j. Treasuries	4,50	4,15	3,45
Renditen 10-j. Treasuries	3,60	3,45	3,20

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

### Im Fokus

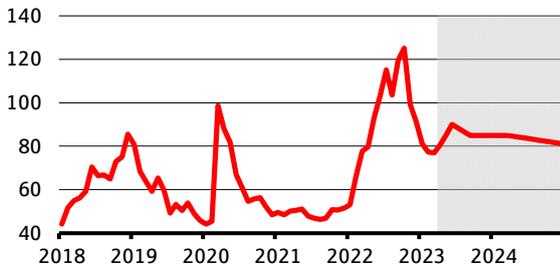
Der Januar war nicht nur für den Arbeitsmarkt und den Konsum ein Ausnahmemonat, sondern möglicherweise auch bei der Preisentwicklung. Inzwischen fokussieren sich die Inflationsanalysen auf die Preise für Dienstleistungen ohne Mieten, denn diese haben eine größere inhaltliche Nähe zur Lohndynamik. Im Januar stieg der Deflator für Konsumausgaben in dieser Abgrenzung überaus kräftig um 0,9 % mom an, was zu weiteren Renditeanstiegen führte. Unklar ist, wieviel von diesem Preisanstieg den besonderen Umständen im Januar geschuldet war. Daher besteht eine erhöhte Unsicherheit darüber, ob die Fed im März das Leitzinsintervall sogar um 50 Bp anhebt oder ob nach einem Zinsschritt um 25 Bp keine weitere Straffung notwendig ist.

### Perspektiven

Das Jahr 2022 war für den US-Rentenmarkt einschneidend. Denn erstmals seit mehreren Jahrzehnten gab es offensichtliche Inflationsrisiken, für die eine deutliche geldpolitische Reaktion notwendig war. Die Fed hat das Leitzinsintervall sehr zügig in den restriktiven Bereich angehoben und mit der Bilanzreduzierung begonnen. Dies hatte zur Folge, dass die Renditen über alle Laufzeiten hinweg sehr deutlich anstiegen. 2023 steht nun die Frage nach der erneuten 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 die nachfragebedingte Inflation auf ein moderateres Niveau gefallen ist, 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 im mittel- und langfristigen Ausblick gute Gründe für eine höhere Inflation, allen voran die Demografie und die Deglobalisierung. Insgesamt dürften daher die Inflations Sorgen auch nach einer Zielerreichung nicht vollständig verschwinden. Dieses Umfeld kann zu einer höheren Volatilität am US-Rentenmarkt führen als in vergangenen Jahren.

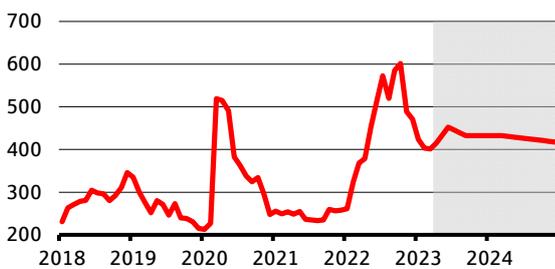
# Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



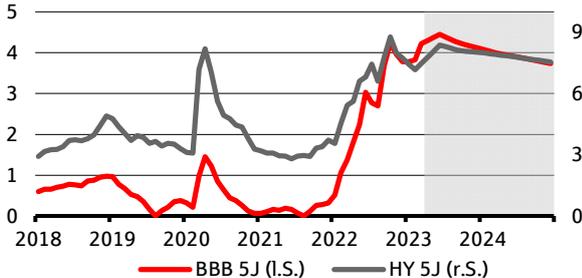
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates BBB 5J (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	08.03.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	76	76	85
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	396	399	410
Corporates BBB 5J (%)	4,23	3,72	1,21
Corporates HY 5J (%)	7,47	6,98	5,73

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

Die Renditen von Unternehmensanleihen sind mit den kräftig erhöhten Leitzinserwartungen ebenfalls erneut stark angestiegen. Anders als im vergangenen Herbst, als Rezessionssorgen die Risikoaufschläge deutlich haben anspringen lassen, halten sich die Spreads aber auf bemerkenswert niedrigem Niveau. Obwohl die Geschäftsberichte zum vierten Quartal bei vielen Firmen ein verlangsamtes Umsatz- und Gewinnwachstum aufzeigen, ist die Investitionsbereitschaft internationaler Investoren in Unternehmensanleihen weiterhin sehr hoch. Auch die verringerten Wertpapierersatzkäufe der EZB haben sich bisher kaum negativ auf Corporates ausgewirkt. Doch die Ausblicke der Unternehmen auf die kommenden Quartale werden nach unten angepasst werden müssen und die Spreads dürften vorübergehend ein Stück herauslaufen.

## Perspektiven

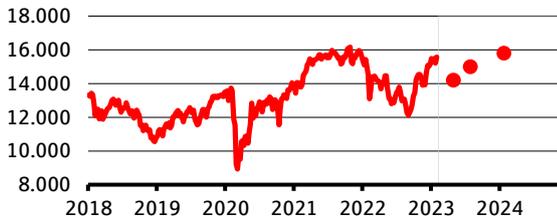
An den Kreditmärkten wurde nach übertrieben großen Sorgen im Herbst 2022 ein deutlich milderer Konjunkturrückgang als zuvor befürchtet eingepreist. Während Deutschland stärker als andere EU-Länder unter Lieferengpässen und hohen Energiekosten leidet, dürfte Euroland insgesamt nur am Rande einer Rezession 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. Ebenso wird sich der Rückzug der EZB aus den Reinvestitionen leicht negativ auswirken. Allerdings bieten die 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	08.03.17 08.03.18	08.03.18 08.03.19	08.03.19 08.03.20	08.03.20 08.03.21	08.03.21 08.03.22	08.03.22 08.03.23
		3,24%	-7,27%	0,73%	24,60%	-10,77%	21,82%

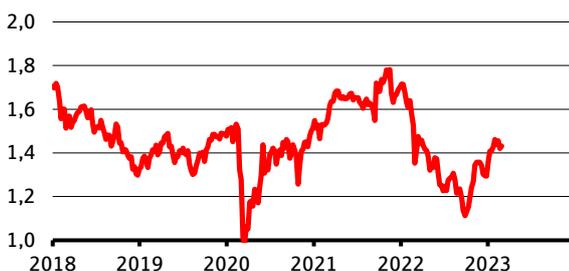
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	08.03.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	15.632	15.412	12.832
DAX (Veränd. in % seit ...)		1,43	21,82
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	14.200	15.000	15.800
Kennzahlen*	Kurs-Gew.- Verhältnis	Kurs-Buchw.- Verhältnis	Dividenden- rendite %
DAX aktuell	11,69	1,43	3,49
DAX Ø (10 Jahre roll.)	12,83	1,50	3,32

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

## Im Fokus

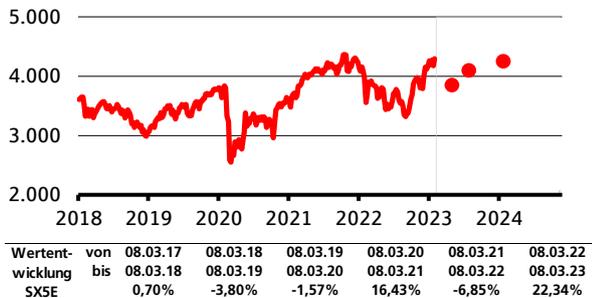
Die Seitwärtsbewegung der Aktienkurse im Februar dürfte im März noch weiter anhalten. Der Grund dafür sind hartnäckig hohe Kerninflationen, die nicht nur zu einem massiven Anstieg der Zinsen an den Kapitalmärkten, sondern auch zu einer deutlich höheren Erwartung an die Leitzinsen der EZB geführt haben. Die geldpolitische Verunsicherung bleibt damit bis auf weiteres hoch, was den Ausblick für die Aktienmärkte belastet. Stabilisierend wirkt dagegen, dass sich die Volkswirtschaften auf ihrem niedrigen Wachstumstempo einzupendeln scheinen. Das signalisieren zumindest die zuletzt veröffentlichten Einkaufsmanagerindizes. Zudem lösen die Ausblicke der Unternehmen im Rahmen der Berichterstattung zum abgelaufenen Quartal keine massiven neuen Abwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen aus. Dementsprechend ist der mittelfristige Ausblick stabil, und die kurzfristig zu erwartende Stimmungskorrektur dürfte moderat ausfallen.

## Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft ist besonders hart vom Russland-Ukraine-Krieg getroffen. Steigende Rohstoffpreise und die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Energieversorgung belasten den Wachstumsausblick deutlich. Eine Rezession im ersten Halbjahr 2023 scheint 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 und kehrt sich in einzelnen Quartalen sogar um. Mittelfristig ist der Gewinnrend auf Grund der stabil erwarteten globalen Konjunktur aber gut 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 an den Kapitalmärkten eingepreist, und das Ende des Leitzins-Erhöhungszyklus rückt näher. Die Kursbewegungen am deutschen Aktienmarkt bleiben in den kommenden Monaten sowohl von einer Zins- und Konjunkturunsicherheit als auch von der geopolitischen Entwicklung geprägt, und es ist mit spürbaren Kursschwankungen zu rechnen. Gerade in solchen Phasen ist es sinnvoll, schrittweise und regelmäßig zu investieren, beispielsweise über Sparpläne.

# Aktienmarkt Euroland

**EuroSTOXX 50 (Indexpunkte)**



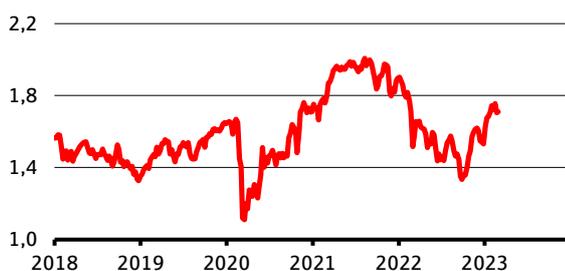
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

**Kurs-Gewinn-Verhältnis EuroSTOXX 50**



Quellen: Factset, DekaBank

**Preis-Buchwert-Verhältnis EuroSTOXX 50**



Quellen: Factset, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	08.03.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EuroStoxx 50 (Indexp.)	4.288	4.209	3.505
EuroStoxx 50 (Veränd. in % seit ...)		1,9	22,3
<b>Prognose DekaBank</b>	<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
EuroStoxx 50 (Indexp.)	3.850	4.100	4.250
<b>Kennzahlen*</b>	<b>Kurs-Gew.-Verhältnis</b>	<b>Kurs-Buchw.-Verhältnis</b>	<b>Dividendenrendite %</b>
EuroStoxx 50 aktuell	12,5	1,7	3,5
EuroStoxx 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,7	1,5	3,8

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

## Im Fokus

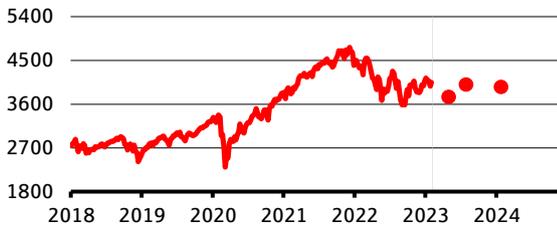
Die Performance von Euroland-Aktien bleibt beeindruckend. Trotz wieder zunehmender Inflations Sorgen und steigender Zinsen konsolidierte der Markt lediglich auf dem hohen Niveau und kletterte zuletzt sogar auf ein neues Jahreshoch. Neben Marktsentiment und Positionierung trieben einige gute Unternehmensmeldungen sowie die verbesserte wirtschaftliche Entwicklung Chinas. Eine sanfte Landung der Wirtschaft ist wahrscheinlicher geworden, auch dank des milden Winters und der damit verbundenen kräftigen Rückgänge der Gas- und Strompreise. Inzwischen ist aus unserer Sicht das Chance-Risiko-Verhältnis für Anleger weniger attraktiv geworden, zumal an den Geld- und Rentenmärkten wieder interessante Alternativen zu finden sind. Die aktuelle Bewegung kann noch weiterlaufen. Es überwiegen aus unserer Sicht aber die Korrekturrisiken.

## Perspektiven

Die direkten Folgen der Corona-Pandemie und des russischen Angriffs auf die Ukraine wurden aus Kapitalmarktsicht von Euroland bisher recht gut gemeistert. Die befürchtete Gasmangellage ist ebenso ausgeblieben wie eine scharfe Rezession. Aber die Inflationsentwicklung dürfte die Märkte noch lange beschäftigen. Damit verbunden sind höhere Leit- und Kapitalmarktzinsen und ggf. auch Rezessionsrisiken – und ganz allgemein: größere Unsicherheit. Euroland-Aktien sind nach der jüngsten Rally nicht mehr günstig, trotz solider Dividendenrenditen. Nach der erfolgten Erholung werden aus unserer Sicht die hohen Risiken für Konjunktur und Gewinne nicht mehr ausreichend eingepreist. Zudem können sich die Bewertungen durch die von uns erwartete Abwärtsrevision der Gewinnschätzungen schnell verschlechtern. Neu ist zudem, dass die Anleger wieder festverzinsliche Alternativen mit soliden Renditen zur Verfügung haben. Der Anlagenotstand ist Geschichte. Hauptrisiken sind eine weitere Eskalation im Russland-Ukraine-Krieg, erneute Probleme mit der Energieversorgung (vor allem im Winter 2023/24) sowie eine dauerhaft hohe Inflation, welche die Zentralbanken zu einer nochmals verschärften geldpolitischen Straffung zwingt. Käufe sollten regelmäßig erfolgen, um Schwächeperioden vorteilhaft für den langfristigen Positionsaufbau nutzen zu können.

# Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



Wertentwicklung bis	08.03.17	08.03.18	08.03.19	08.03.20	08.03.21	08.03.22	08.03.23
S&P 500	15,91%	0,15%	8,36%	28,56%	9,14%	-4,28%	

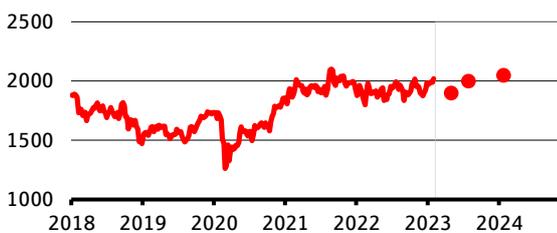
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Wertentwicklung bis	08.03.17	08.03.18	08.03.19	08.03.20	08.03.21	08.03.22	08.03.23
TOPIX	10,30%	-8,04%	-6,42%	28,69%	-7,06%	16,56%	

Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	08.03.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	3.992	4.118	4.171
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		-3,1	-4,3
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	3.750	4.000	3.950
TOPIX (Indexp.)	1.900	2.000	2.050
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	18,1	3,2	1,8
TOPIX	13,1	1,1	2,6

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

## USA

Wieder zunehmende Inflations Sorgen und damit verbunden steigende Kapitalmarktzinsen und Leitzinserhöhungsspekulationen führten zu einer leichten Korrektur der stark ins Jahr gestarteten US-Aktienmärkte. Die wirtschaftlichen Aussichten verbesserten sich zwar ausgehend von China. Negativ war hingegen die im historischen Vergleich schwache Unternehmensberichtssaison, die allerdings von den Märkten positiv aufgenommen wurde. Offenbar hatten die Anleger in Summe Schlimmeres erwartet. Nach der Aufwärtsbewegung seit Oktober bzw. seit Jahresanfang ist das Chance-Risiko-Verhältnis für US-Aktien aus unserer Sicht wenig attraktiv. Das gilt umso mehr in Anbetracht des Zinsniveaus von inzwischen rund 4-5 % an den Geld- und Staatsanleihemärkten in den USA.

## Japan

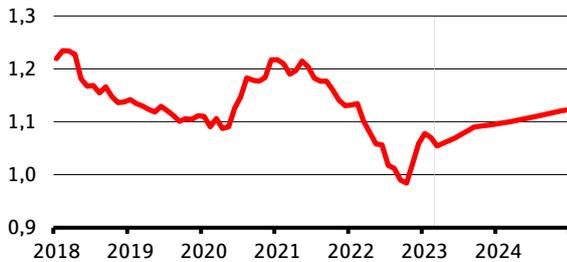
Japanische Aktien befinden sich aktuell weit oben im seit Anfang 2021 bestehenden, schwankungsarmen Seitwärtstrend. Dabei half die jüngste Abwertung des japanischen Yen, der stark von den Spekulationen über die weitere Geldpolitik der Bank of Japan beeinflusst wird. Änderungen könnten weitreichende Folgen für japanische Aktien, aber auch für die globalen Märkte haben. Den Markt stützen Aktienrückkäufe und eine moderate Bewertung.

## Perspektiven

Aufgrund des weiterhin engen Arbeitsmarktes und des bestehenden Preisdrucks muss die US-Notenbank die Zinsen weiter in den restriktiven Bereich anheben. Dadurch steigen die Rezessionsrisiken. Entscheidend bleibt ein klares Nachlassen der Kerninflation in Richtung des Fed-Ziels. Bei höheren Zinsen ist es schwerer, die aktuellen Bewertungen von US-Aktien zu rechtfertigen, zumal US-Staatsanleihen bereits jetzt eine attraktive Anlagealternative darstellen und die Gewinnsschätzungen für die Unternehmen weiterhin zu optimistisch wirken. Abwärtsrevisionen der Schätzungen könnten die Märkte belasten. Daher sollten Anleger vorsichtig agieren, um bei einer Besserung der US-Inflationsaussichten oder in einem ausgeprägten Sell-Off schrittweise zukaufen zu können.

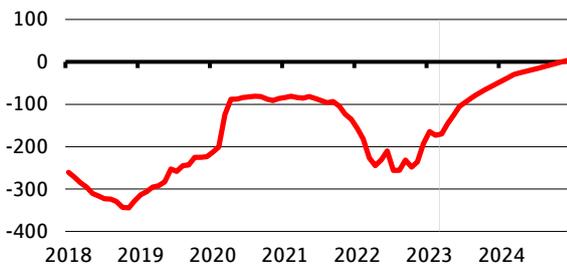
## Währungen: EUR-USD

Wechselkurs EUR-USD



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

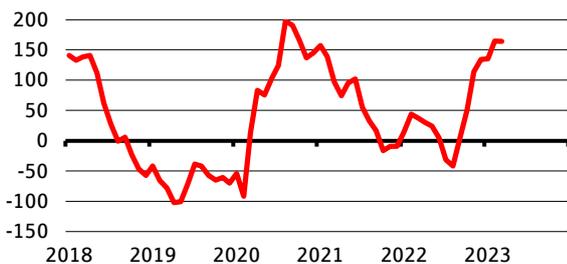
Zinsdifferenz\* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



\*Bundesanleihen minus Treasuries

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten\*



\* Euro-Futures; in Tsd. Kontrakten

Quellen: CFTC, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	08.03.2023	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,05	1,07	1,09	1,10
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-173	-105	-75	-30
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-135	-85	-80	-65
Leitzins EZB (%)	3,00	4,25	4,25	4,25
Leitzins Fed (%)	4,50-4,75	5,00-5,25	5,00-5,25	4,75-5,00
<b>Konjunkturdaten</b>		<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		3,5	0,6	1,7
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		2,1	0,9	1,6
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,4	5,9	2,6
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,0	4,3	2,4

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

### Im Fokus

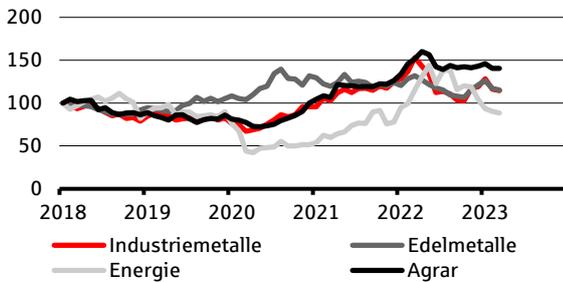
Bis auf 1,05 USD je EUR ist der Wechselkurs Ende Februar gefallen, nachdem er erst Anfang Februar die Marke von 1,10 USD je EUR erreicht hatte. Ursächlich für diese kräftige USD-Aufwertung waren starke US-Daten (Arbeitsmarkt, privater Konsum), die die Markterwartungen an die Fed verändert haben: Anstatt von Leitzinssenkungen in diesem Jahr wurden nun höhere Zinsen für längere Zeit eingepreist. Mittlerweile gelang dem Euro eine leichte Aufwertung auf 1,06 USD je EUR. Zu verdanken ist dies der EZB, die angesichts einer noch steigenden Kernrate der Inflation in Euroland (von 5,3 % auf 5,6 % im Februar) weitere Leitzinserhöhungen in Aussicht stellt. Auf Sicht von 12 Monaten erwarten wir, dass der Renditevorsprung der USA bei den 2-jährigen Staatsanleihen spürbar fallen wird. Die Aussichten für den Euro bleiben somit gut.

### Perspektiven

Nach dem Zwanzigjahrestief von 0,96 USD je EUR im September 2022 dürfte der EUR-USD-Wechselkurs nun nach oben tendieren und der Euro seine Unterbewertung gegenüber dem US-Dollar langsam abbauen. Die starke Aufwertung des US-Dollar seit Anfang 2021 (um 22 % von 1,23 auf 0,96 USD je EUR im September 2022) beruhte auf der dynamischen Erholung der US-Wirtschaft (dank der umfangreichen US-Konjunkturpakete) sowie auf dem Zinsvorsprung der USA, wo die Leitzinswende früher als in Euroland vollzogen wurde. Die US-Notenbank Fed hat ihren Leitzins weit in den restriktiven Bereich angehoben und nimmt damit eine Rezession in Kauf, um die Inflation mittelfristig zum Ziel von 2 % zurückzuführen. Dieser geldpolitische Kurs trübt perspektivisch den Glanz des US-Dollar. Der Euro dagegen profitiert von den umfangreichen Leitzinserhöhungen der EZB, die die Zinsdifferenz zu den USA verringern, sowie vom gesunkenen Risiko einer Gasmangellage in Euroland. Letzteres hat Eurolands Wachstumsausblick deutlich verbessert. Diese Vorgaben sprechen für einen zunehmend stärkeren Euro.

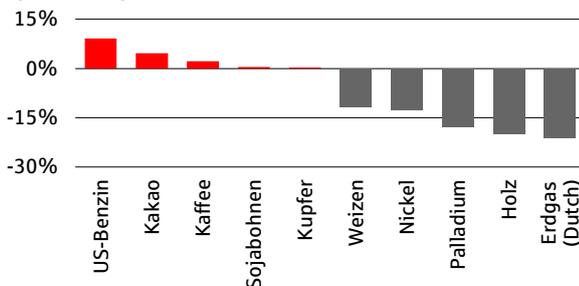
## Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2018 = 100)



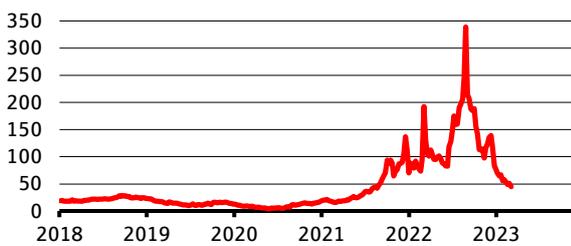
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	08.03.2023	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	35,1	-1,2	-28,4
BCOM Industriemet.	158,7	-4,8	-32,4
BCOM Edelmetalle	204,0	-5,4	-17,2
BCOM Agrar	67,7	-2,4	-12,1

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Im Fokus

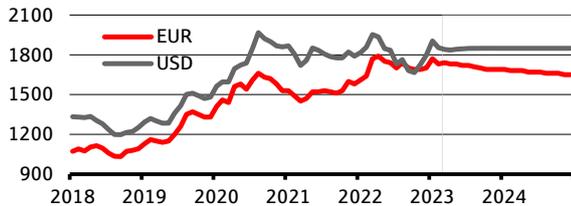
Ist die Energiekrise in Europa schon vorbei? Angesichts eines Großhandelspreises von europäischem Erdgas bei etwas über 40 EUR/MWh, dem niedrigsten Niveau seit August 2021, könnte man das fast meinen. Erdgas kostet zurzeit weniger als zu Beginn des Krieges in der Ukraine und auch weniger als zu Beginn der damaligen Energiekrise in Europa im Herbst 2021. Von einer bemerkenswerten Entspannung kann man durchaus sprechen, auch angesichts der saisonunüblich hohen Erdgas-Lagerfüllstände in Europa von knapp 60 % (in Deutschland 67 %). Aber für eine generelle Entwarnung scheint es verfrüht: In den kommenden ein bis zwei Wintern könnte sich die Versorgungssituation nochmals verschärfen und die Gaspreise deutlich anziehen, bevor man aufgrund eines weltweit ausreichenden Angebots von Flüssiggas (LNG) sowie entsprechender Transportkapazitäten von einer generellen Entwarnung sprechen können. Zumindest für den Moment sind die Rohstoffmärkte recht entspannt. Der seit Sommer vergangenen Jahres zu beobachtende schwankungsreiche Abwärtstrend hält an. Die Rohstoffnachfrageerwartungen werden durch die immer weiter steigenden Zinserwartungen für die großen Notenbanken gedämpft, und das Angebot hat sich nach dem Abklingen der Pandemie wieder erholt. Eine ausgeprägte Verknappung an den Rohstoffmärkten lässt sich aus unseren Konjunkturprognosen derzeit nicht ableiten.

### 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 nur noch mit einer wirtschaftlichen Schwächephase, keiner Rezession mehr gerechnet. Das chinesische Wachstum dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit moderat bleiben. Das neue globale Gleichgewicht dürfte längerfristig stärkere regionale Produktionsmuster und eine dauerhafte 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 Zunahme der globalen Rohstoffnachfrage zu rechnen. Dies gilt insbesondere für konjunktursensible Rohstoffbereiche wie die Industriemetalle. Der Umbau hin zu mehr nachhaltigem Wirtschaften dürfte die Energiepreise strukturell erhöhen. Die Edelmetalle werden im 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

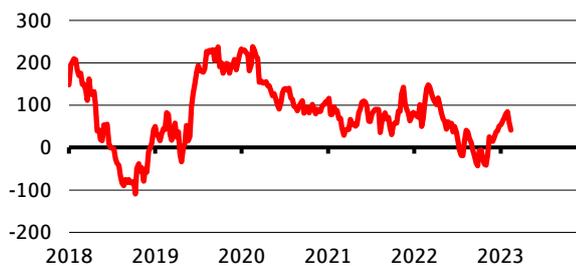
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	28.02.17	28.02.18	28.02.19	28.02.20	28.02.21	28.02.22	28.02.23
Gold in Euro			-8,68%	7,12%	23,16%	0,49%	18,53%	2,09%
Gold in USD			5,10%	-0,14%	19,04%	10,35%	9,94%	-3,37%

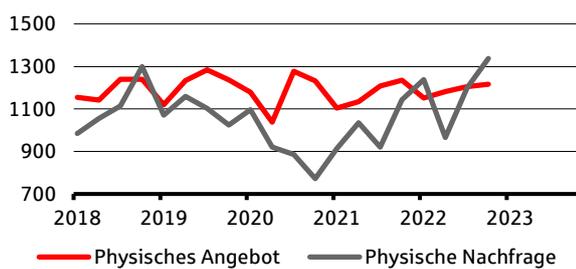
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	08.03.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1724,61	1750	1867
Gold (USD je Feinunze)	1818,60	1877	2043
Silber (EUR je Feinunze)	18,97	21	25
Silber (USD je Feinunze)	20,01	22	27
<b>Prognose DekaBank</b>	<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
Gold (EUR je Feinunze)	1720	1700	1680
Gold (USD je Feinunze)	1845	1850	1850

Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

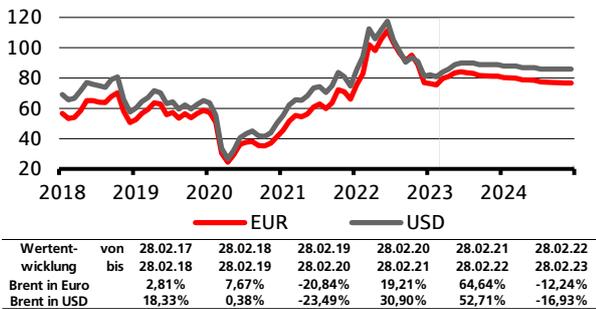
Angesichts des Anstiegs der US-Anleiherenditen, der die Goldhaltung unattraktiver macht, hält sich die Goldnotierung erstaunlich wacker oberhalb der Marke von 1.800 US-Dollar je Feinunze. Die hartnäckig hohen Inflationsraten dürften hierzu beitragen und dafür sorgen, dass Gold als Inflationsschutz von Anlegern weiterhin gesucht bleibt. Aber auch einige Notenbanken, insbesondere in den Schwellenländern, stocken ihre Goldreserven aus Gründen der Diversifikation auf. Die Bestände von mit physischem Gold hinterlegten ETFs werden hingegen weiterhin geringer – und dies schon seit einem knappen Jahr, wenngleich sich die Abwärtsdynamik seit Jahresanfang etwas verlangsamt hat. Das Gros der Zinsanstiege dürfte hinter uns liegen, starke Renditerückgänge erwarten wir nicht, zugleich bleiben sowohl die Inflation als auch die geopolitischen Risiken auf erhöhten Niveaus. In dieser Gemengelage zeichnet sich zunächst kein belastbarer neuer Trend beim Goldpreis ab.

## Perspektiven

Die hohen Inflationsraten sorgen dafür, dass die großen Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel spürbar straffen. Die US-Notenbank Fed und die EZB werden jedoch in absehbarer Zeit ihre Leitzinserhöhungen beenden, und das Zinsniveau wird voraussichtlich auf moderat höherem Niveau verharren. Insgesamt sind im Prognosezeitraum seitens der Geldpolitik keine stärkeren Auswirkungen auf den Goldpreis zu erwarten, weder in die eine noch in die andere Richtung. Die Belastungen von dieser Seite werden auslaufen, aber zugleich erscheint eine Preisstütze in Form von starken Zinsrückgängen bislang eher 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, noch 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.

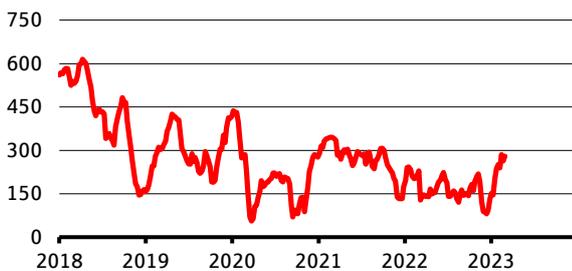
# Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



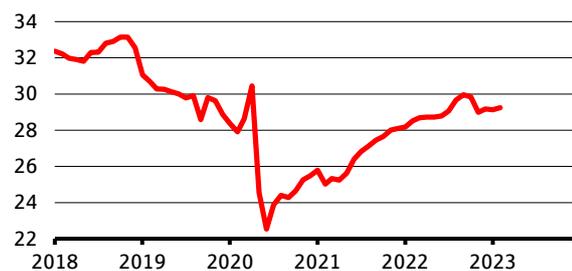
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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)	08.03.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	78,4	79,3	117,0
Brent (USD)	82,7	85,1	128,0
WTI (USD)	76,7	78,5	123,7
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	84	82	80
Brent (USD)	90	89	88
WTI (USD)	86	85	84

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Im Fokus

Wenngleich die hartnäckig hohe Kerninflation die Wahrscheinlichkeit weiterer Leitzinsanhebungen in den USA und in Europa erhöht hat, wird keine scharfe Rezession in diesen für die Ölnachfrage bedeutenden Wirtschaftsräumen erwartet, was die Ölpreise nachfrageseitig stützt. Zudem wird der chinesische Ölkonsum nach dem Lockdown-bedingten Rückgang 2022 in diesem Jahr wieder wie üblich zulegen. Angebotsseitig herrscht weiterhin Unsicherheit darüber, wie viel russisches Öl in Zukunft insbesondere in Richtung Asien exportiert wird. Die US-Ölförderung zeigt eine nur moderate Dynamik, sie liegt weiterhin deutlich unterhalb des Vor-Corona-Niveaus, und iranisches Öl kehrt in absehbarer Zeit nicht auf den Weltmarkt zurück. Schließlich dürften die OPEC-Mitglieder ihre Strategie der Fördermengen Kürzung erstmal fortzuführen. In der Summe wird der globale Ölmarkt im Jahresverlauf wohl etwas enger werden.

## Perspektiven

Die hohe Inflation und die dadurch ausgelöste geldpolitische Straffung der Notenbanken werden die Konjunktur weiter bremsen. In den USA belastet vor allem die Geldpolitik das Wachstum, in Europa ist die durch den Krieg ausgelöste Energiekrise die wesentlichere Belastung. Es wird aber bei einer wirtschaftlichen Schwächephase bleiben, eine scharfe Rezession mit entsprechenden Einbrüchen bei der Ölnachfrage wird nicht erwartet. Chinas Wirtschaft wächst im Prognosezeitraum aufgrund anhaltender inländischer Probleme nur unterdurchschnittlich, die Ölnachfrage wird aber wieder zunehmen. Die Länder der OPEC+ werden als Reaktion auf die schwächere Ölnachfrage ihre Rohölförderung weiter zurückfahren, um ein Überangebot am globalen Ölmarkt zu verhindern und um den Ölpreis zu stützen. Aufgrund der Sanktionen im Zuge des Angriffs Russlands auf die Ukraine versucht Russland, seine Energielieferungen 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: 70 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken erhöhen Leitzinsen, 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 ins Jahr 2024 hinein 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: 20 %)

- 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: 10 %)

- Inflationsraten gehen innerhalb kürzester Zeit zurück und bleiben dann im Bereich der Notenbankziele. Notenbanken können Zinsen schnell auf neutrale Niveaus zurücknehmen.
- Einfrieren des Russland-Ukraine-Konflikts führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu deutlichen Aktienkursanstiegen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

**Redaktionsschluss:** 09.03.2023 (7 Uhr)

**Nächste Ausgabe:** 05.04.2023

**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](http://www.deka.de)

**Überreicht durch:**

Sparkasse Wolfach

Bahnhofstr. 4

77709 Wolfach

Tel.: (0 78 34) 972 - 0

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