

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

Juli 2023

Resiliente Weltwirtschaft.



Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

in diesem Jahr haben die Unternehmen, die privaten Haushalte, die Banken, ja, die gesamten Volkswirtschaften einen historischen Zinsanstieg zu verkraften. Die im vergangenen

Jahr in schwindelnde Höhen gestiegenen Inflationsraten mussten durch die Notenbanken mit höheren Leitzinsen bekämpft werden. Erste Erfolge sind sichtbar, vor allem die Energiepreise sind – unter anderem wegen der Erwartung einer gedämpften globalen Wirtschaftsaktivität – zurückgekommen. Und doch sind die inflationären Aufwärtsdynamiken noch nicht derart gebrochen, dass die Notenbanken zufrieden wären und rasch von ihrem bremsenden Kurs abrücken könnten.

Zinserhöhungsphasen hat es historisch schon oft gegeben. In der Regel führten diese nach relativ kurzer Zeit in eine mehr oder minder tiefe Rezession. Die damit einhergehende Konsumnachfrageverringering war aus geldpolitischer Sicht gewünscht und trug maßgeblich zur Preisdämpfung bei. Bislang indes ist in der Weltwirtschaft eine bemerkenswerte Resilienz gegenüber der geldpolitischen Straffung zu beobachten. Deutschland ist eines der wenigen Länder, die in eine Rezession gerutscht sind. Und auch diese Rezession ist nicht wirklich stark ausgeprägt, denn sie läuft bisher ohne eine große Insolvenzwellen bei den Unternehmen und ohne erkennbaren Anstieg der Arbeitslosigkeit ab. Infolgedessen schlagen sich auch die Gewinnentwicklung der Unternehmen, die Kreditvergabe und der Immobilienmarkt wacker, was den Stress im Finanzsektor in erträglichem Rahmen hält.

Ein guter Anteil der Resilienz ist der schon länger stützenden Finanzpolitik und der zuletzt in den Vordergrund gerückten Lohnpolitik geschuldet. Die privaten Haushalte wollen einen Ausgleich der Reallohnverluste durch Tariflohnsteigerungen. Und diese sind gerade mit Blick auf

den Arbeitskräftemangel auch zum Gutteil durchsetzbar. Dies macht es allerdings wiederum der Europäischen Zentralbank schwerer. Der weitere Weg der Inflationsratenreduzierung wird mühsam. Daher tritt die EZB derzeit kommunikativ sehr entschieden auf. Die nächste Zinserhöhung Ende Juli ist quasi gesetzt.

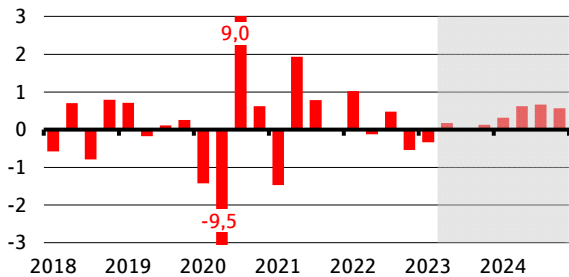
Wie es dann geldpolitisch weitergeht, ist „datenabhängig“, die Unsicherheit bleibt also hoch. Bliebe die Konjunktur kraftlos oder würde sich gar noch weiter abschwächen, wäre wohl spätestens im September Schluss mit den Leitzinsanhebungen. Das Risiko für die Finanzmärkte liegt in der Inflationsdynamik. Käme diese stärker als gedacht, müssten die Notenbanken noch einmal die Zinskeule herausholen. Wir gehen davon aus, dass dieses Risikoszenario nicht eintreten wird. Somit erwarten wir höhere Niveaus an den Aktienmärkten zum Jahresende. Da die Renditen an den Rentenmärkten wohl ihre Höchststände schon hinter sich gelassen haben und die Weltkonjunktur einigermaßen unbeschadet über den nächsten Winter kommen dürfte, weisen auch Unternehmensanleihen und Emerging Markets-Anleihen relativ konstruktive Perspektiven auf.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

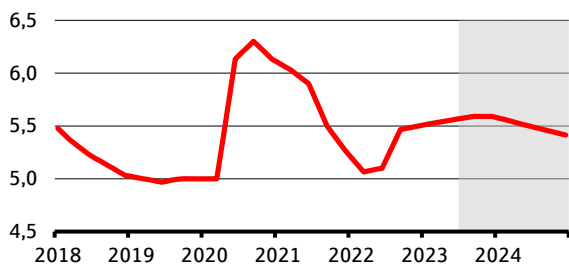
Konjunktur Deutschland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



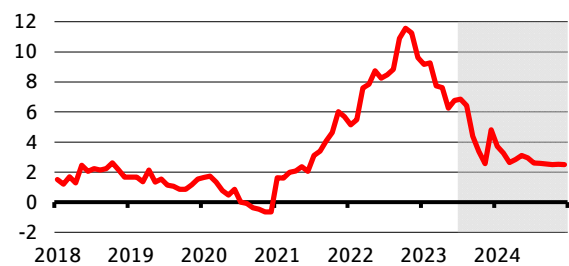
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% ,saisonbereinigt, nationale Definition)



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2022	2023P	2024P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,8	-0,6	1,4
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,3	5,6	5,5
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,7	6,2	2,8
Finanzierungssaldo des Staates*	-2,6	-3,3	-1,9
Schuldenstand des Staates*	66,3	67,4	66,8
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	5,0	5,1
	Apr 23	Mai 23	Jun 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	7,6	6,3	6,8
Arb.-losenquote (% ,sb., nat. Def.)	5,6	5,6	5,7
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	44,5	43,2	40,6
ifo Geschäftsklima (Punkte)	93,5	91,5	88,5

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

Im Fokus

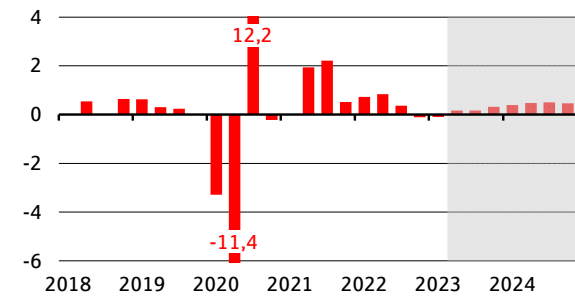
Die deutsche Volkswirtschaft kämpft im zweiten Quartal mit einer Stagnation. Die harten Indikatoren im April waren erfreulich, die ersten Mai-Indikatoren gemischt. Ein deutlich negatives Momentum kommt von den Stimmungsindikatoren. So ist der deutsche Industrieerkaufsmanagerindex im Juni auf seinen zehntniedrigsten Wert gefallen, und die ifo Geschäftserwartungen sind abgestürzt. Immer stärker kommen die Bremseffekte der weltweiten Straffung der Geldpolitik zum Tragen. Die Unternehmen klagen zunehmend über einen Mangel an Nachfrage und leben derzeit vor allem vom Abarbeiten ihrer Auftragsbestände.

Perspektiven

Die enorme Inflation klingt langsam ab. Die zurückkommende Kaufkraft der Konsumenten stabilisiert zwar die Konjunktur, doch eine Wende zum Besseren bringt sie noch nicht. Aktuell werden die Folgen der globalen geldpolitischen Straffung immer deutlicher sichtbar. Die Investitionen im In- und Ausland leiden darunter, und mit ihnen die deutschen Investitionsgüterproduzenten und letztlich die deutsche Volkswirtschaft. Mit dem Krieg in der Ukraine wurden alte Gewissheiten zunichtemacht. Es droht ein neuer kalter Krieg, der vermehrte Rüstungsausgaben erzwingt. Besonders herb ist der aus dem Russland-Ukraine-Krieg resultierende Schlag für die Klimatransformation. 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, 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.

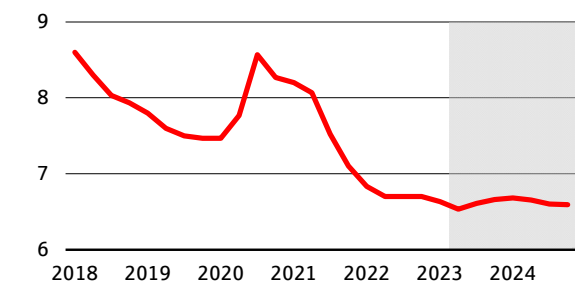
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



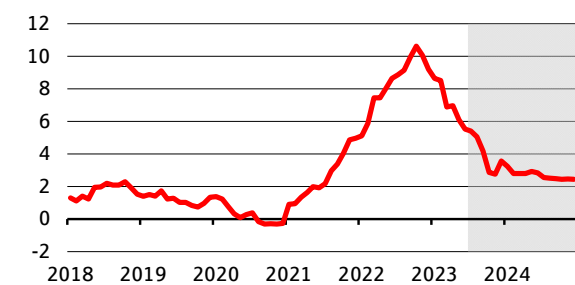
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

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.)	3,4	0,6	1,5
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,4	5,5	2,7
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,9	-3,5	-2,9
Schuldenstand des Staates*	93,2	90,9	93,2
Leistungsbilanzsaldo*	0,6	1,6	1,9
	Apr 23	Mai 23	Jun 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	7,0	6,1	5,5
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,5	6,5	
Economic Sentiment (Punkte)	98,9	96,4	95,3

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

Im Fokus

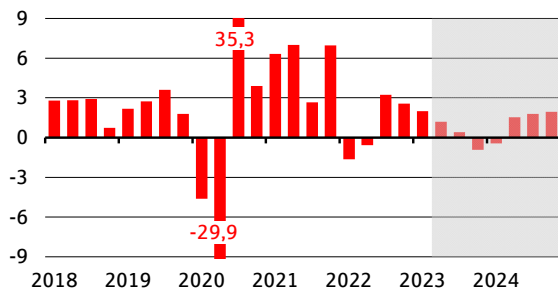
Die wirtschaftliche Entwicklung in Euroland ist schwach. Dabei bestehen erkennbare nationale Unterschiede. Während Deutschland im ersten Quartal in die Rezession gerutscht ist, sind die Volkswirtschaften in Spanien und Italien noch gewachsen. Für das zweite Quartal signalisieren die Frühindikatoren eine Stagnation im Euroraum. Immerhin wird die Preisentwicklung moderater. Die Euro-land-Inflationsrate ist im Juni nach 6,1 % im Vormonat auf 5,5 % zurückgegangen. Auch hier gibt es eine deutliche Heterogenität zwischen den EWU-Ländern. In Spanien, Belgien und Luxemburg lagen die Preissteigerungsra-ten bei unter 2 %, hingegen in den baltischen Staaten, Kroatien und der Slowakei bei über 8 %. Bei der enger gefassten Kernrate der Inflation gab es dagegen keine Entspannung. Sie ist im Juni auf 5,4 % leicht angestie- gen.

Perspektiven

Der Krieg in der Ukraine und der russische Gas-Liefer- stopp seit Anfang September 2022 haben den Wende- punkt für die europäische Wirtschaft hin zu einer vor- übergehenden Schwächephase eingeleitet. Die Aus- wirkungen sind aber in den großen Ländern der Europäi- schen Währungsunion (EWU) nicht einheitlich. Deutsch- land ist davon stärker betroffen als Frankreich oder Spa- nien. Unter großen finanziellen Anstrengungen hat sich die europäische Energieversorgung mittlerweile stabili- siert. Es bleibt aber bei einer gedämpften Entwicklung der europäischen Konjunktur in diesem Jahr. Denn die Europäische Zentralbank (EZB) betreibt eine straffe Geld- politik, um die hohe Inflationsrate wieder in den Zielbe- reich zu bringen. Die Inflation zeigt sich dabei hartnäckig, und es deutet alles darauf hin, dass die Inflationsrate erst nach 2024 wieder den Zielwert der EZB von 2 % erreichen wird. Zudem bleiben die mittelfristigen Inflationsrisiken vergleichsweise hoch, da durch die konjunkturelle Ab- schwächung nur mit geringen Bremspuren am ange- spannten europäischen Arbeitsmarkt zu rechnen ist und die europäische Fiskalpolitik nach wie vor einen wach- tumsfreundlichen Rahmen bildet. Die hohen Inflationsra- ten führen zwar kurzfristig zu einem dämpfenden Effekt auf die Schuldenentwicklung der EWU-Staaten. Dennoch bleibt der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen noch weit.

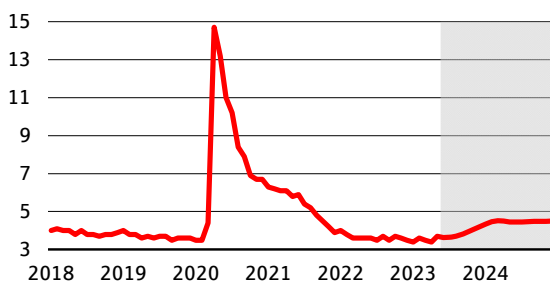
Konjunktur USA

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



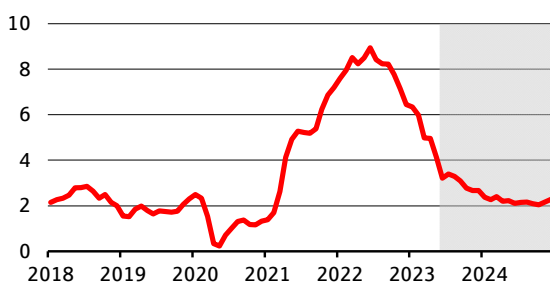
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

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	1,6	0,5
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	3,9	2,2
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,2	-7,0	-6,0
Schuldenstand des Staates*	120,7	120,3	123,2
Leistungsbilanzsaldo*	-3,8	-3,5	-3,0
	Apr 23	Mai 23	Jun 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	4,9	4,0	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,4	3,7	
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	47,1	46,9	46,0
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	103,7	102,5	109,7

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

Im Fokus

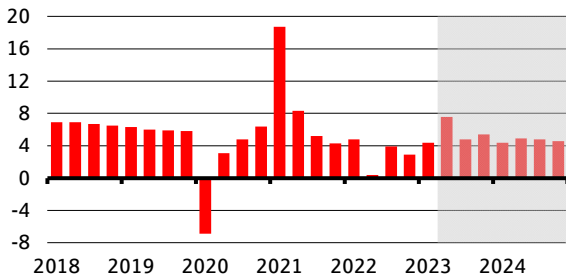
Das Bruttoinlandsprodukt ist im ersten Quartal in der finalen Schätzung ungewöhnlich deutlich nach oben revidiert worden. Zudem nahm das monatliche Bruttoinlandsprodukt im Mai nach inoffiziellen Berechnungen um 0,6 % gegenüber dem Vormonat überaus stark zu. Zwar wurde der zuvor gemeldete kräftige Anstieg im April fast vollständig wegrevidiert. Aber insgesamt deutet sich an, dass die wirtschaftliche Dynamik im zweiten Quartal höher ist als bislang erwartet. Zudem haben zuletzt die zyklisch bedeutsamen Teilbereiche an Dynamik gewonnen, sodass wir nun keine Schrumpfung mehr für das dritte Quartal erwarten. Wir gehen daher davon aus, dass die von uns erwartete milde Rezession erst im Winterhalbjahr 2023/24 stattfinden wird.

Perspektiven

Die US-Notenbank Fed hat ihr Leitzinsintervall weit in den restriktiven Bereich angehoben. Grund dafür sind die Inflationsraten, die deutlich über dem Zielbereich der Fed liegen. Zwar sind hierfür vor allem angebotsbedingte Faktoren verantwortlich. Diese lassen sich geldpolitisch kaum beeinflussen. Aber seit Ende 2021 hält sich auch die nachfragebedingte Inflation auf einem zu hohen Niveau. In Kombination mit dem zu hohen Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt wären die mittelfristigen Inflationsrisiken ohne eine restriktive Geldpolitik enorm, weil die langfristigen Inflationserwartungen ihre Verankerung beim Inflationsziel der Fed in Höhe von 2 % verlieren könnten. Die Fed nimmt daher eine Rezession billigend in Kauf, um hierdurch den Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt sowie die nachfragebedingte Inflation zu verringern. Immerhin ist die Inflationsrate 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 vergleichsweise geringe Wachstumsraten aufweisen wird.

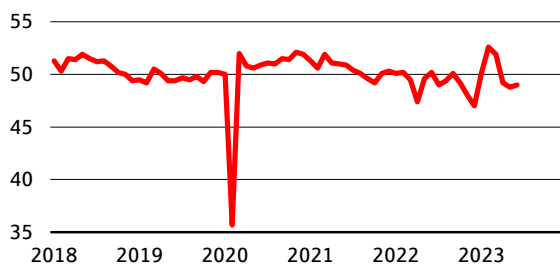
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



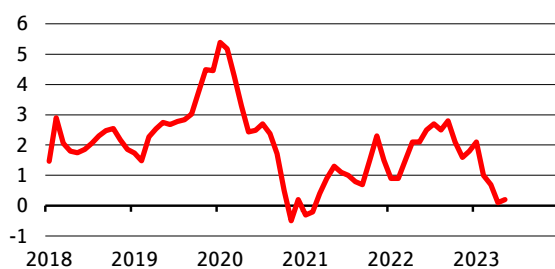
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

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	5,6	4,7
Finanzierungssaldo*	-7,5	-6,9	-6,4
Schuldenstandsquote*	77,1	82,4	87,2
Leistungsbilanzsaldo*	2,2	2,5	2,1
	Apr 23	Mai 23	Jun 23
Inflation (% ggü. Vorjahr)	0,1	0,2	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	5,6	3,5	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	49,2	48,8	49,0

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Quellen: EIU, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

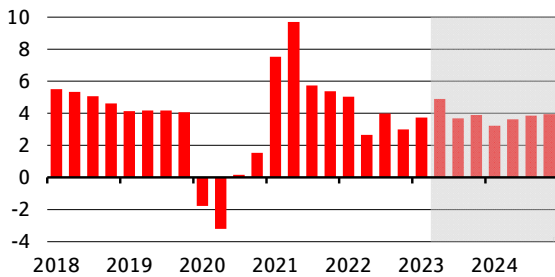
Die Serie schwacher Wirtschaftsdaten hat sich mit den Monatszahlen zu Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätzen und Anlageinvestitionen für Mai und mit den Einkaufsmanagerindizes für Juni fortgesetzt. Die Probleme im Immobiliensektor und die Exportschwäche halten an, während im Dienstleistungssektor der Aufschwung, der nach der Aufhebung der Corona-Restriktionen eingesetzt hatte, an Kraft verliert. Die Zentralbank hat die Zinsen gesenkt, doch reicht dies ebenso wie die Abwertung des Renminbi nicht aus, um der Konjunktur neuen Schwung zu verleihen. Notwendig wären fiskalische Maßnahmen, zu denen wohl einmal mehr auch die Ausweitung der Infrastrukturinvestitionen gehören werden. Konkretere Ankündigungen sind nach dem nächsten Treffen des Politbüros Ende Juli zu erwarten. Hoffnungen auf ein großes Fiskalpaket dürften nach unserer Einschätzung aber enttäuscht werden.

Perspektiven

Die chinesische Wirtschaft wird zunächst noch von der Aufhebung der Corona-Restriktionen gestützt werden. Von der Lockerung profitiert vor allem der Dienstleistungssektor. 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, ihre Produktivität zu steigern, sodass BIP-Wachstumsraten von gut 4 % erreichbar sind. Niedrige Inlandszinsen und der unsichere Wirtschaftsausblick sprechen für eine Abwertung des Renminbis.

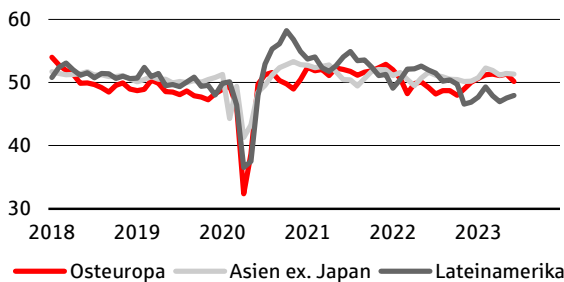
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



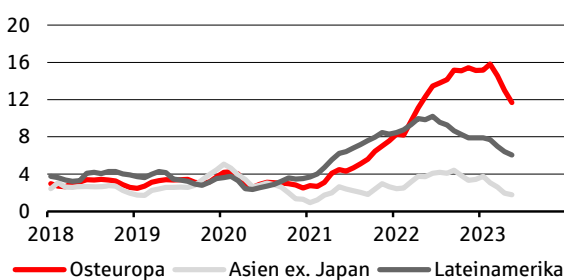
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

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

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

Die Einkaufsmanagerindizes für Juni deuten in den meisten Schwellenländern auf eine anhaltend schwache Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe hin. Gleichzeitig ist die Erholungsbewegung im Dienstleistungssektor, zu der es nach der Überwindung der Pandemie gekommen war, weitgehend ausgelaufen. Die restriktive Geldpolitik, der fehlende Spielraum für fiskalische Impulse sowie der schwache Konjunkturausblick für die Industrieländer sprechen dafür, dass die Konjunkturschwäche in den Schwellenländern auch im zweiten Halbjahr nicht überwunden werden kann. Da der Inflationsdruck vor allem in Asien und Lateinamerika deutlich abgenommen hat, werden Zinssenkungen, zu denen es bislang nur in wenigen kleinen Schwellenländern gekommen ist, in den nächsten Monaten wahrscheinlicher.

Perspektiven

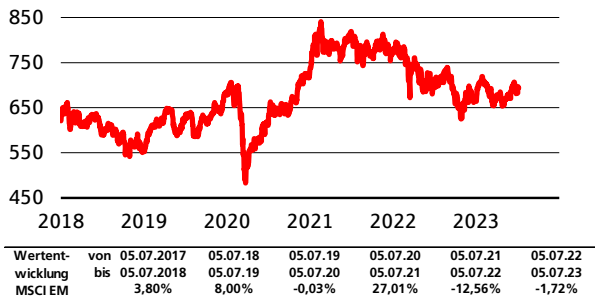
Die restriktive Geldpolitik und die Schwäche des Welt Handels dürften dazu führen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern in den kommenden Quartalen unterdurchschnittlich entwickelt. In Asien dürften die Wirtschaftswachstumsraten dabei erneut deutlich höher liegen als in anderen Regionen. Da 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. Die Unsicherheit über den Fortgang des Krieges und mögliche geopolitische Implikationen bleibt bestehen. Das Verhältnis zwischen China und dem Westen ist angespannt und eine Verbesserung ist nicht absehbar. Die meisten Schwellenländer werden jedoch darauf bedacht sein, in beide Richtungen gute Beziehungen zu pflegen. Dies würde allerdings immer schwerer werden, sollte China den wirtschaftlichen oder gar militärischen Druck auf Taiwan deutlich verstärken, um eine Wiedervereinigung zu forcieren. Zunächst wird jedoch in Asien die regionale Zusammenarbeit noch vertieft werden.

Risiken

Der globale Zinsanstieg bringt vor allem schwache Bonitäten unter Druck. Gestiegene Schuldenstände sorgen tendenziell für einen Abwärtsdruck auf die Länderratings.

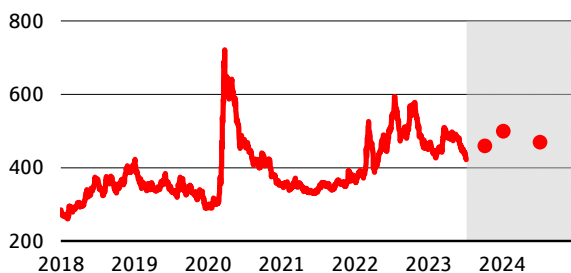
Em. Markets-Märkte

Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



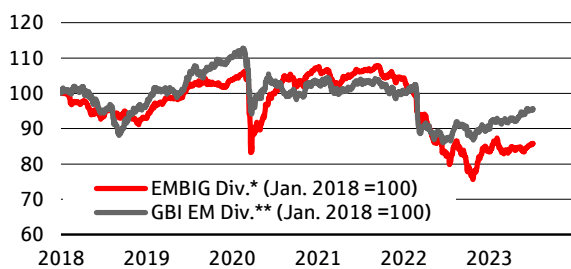
Quellen: MSCI, DekaBank

Renten: EMBIG Diversified-Spread (Basispunkte)



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

Renten: Performanceindizes EMBIG Div. und GBI EM Div.



* in EUR hedged; ** in EUR

Quellen: J.P. Morgan, Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Emerging Markets (Performance in EUR)	05.07.2023	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	694	0,7	4,5	-1,7
EMBIG Div* Performanceind.	408	1,5	2,8	3,6
GBI EM Div** Perform.-ind.	242	0,4	6,2	9,3
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	432	-1,1	-0,2	-5,9
MSCI World Total Return	489	1,8	13,1	11,6
Prognose DekaBank		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	422	460	500	470

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.

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

Im Fokus

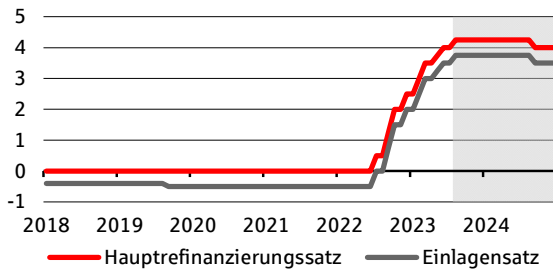
Schwellenländeranlagen konnten in den vergangenen Wochen Zugewinne erzielen. EM-Aktien blieben dabei hinter der guten Entwicklung der Industrieländer-Indizes zurück, was vor allem auf die anhaltende Schwäche chinesischer Aktien zurückzuführen war. EM-Renten entwickelten sich dagegen trotz des negativen Trends bei Industrieländer-Staatsanleihen gut. Hartwährungsanleihen verzeichneten deutliche Spreadeinengungen, während Lokalwährungsanleihen sowohl von Renditerückgängen als auch von Wechselkursgewinnen wichtiger Länder profitierten. Hohe Renditen sowie die Zuversicht, dass der Zinsanhebungszyklus in Schwellenländern abgeschlossen ist, machen vor allem Lokalwährungsanleihen attraktiv. Die Spreads von Hartwährungsanleihen könnten im weiteren Jahresverlauf unter der globalen Wachstumsschwäche leiden, die Anleihen dürften aber von rückläufigen US-Staatsanleiherenditen gestützt werden. EM-Aktien könnten von verstärkten Konjunkturstützungsmaßnahmen der chinesischen Regierung profitieren, doch halten wir Hoffnungen auf ein großes Stützpaket für zu hoch angesetzt.

Perspektiven

Der geldpolitische Ausblick für die US-Notenbank dürfte ein entscheidender Einflussfaktor bleiben. Wir erwarten, dass die Fed die Zinsen im Juli noch einmal erhöht und im März 2024 die Zinsen erstmals wieder senken wird. Zwar schwanken die Erwartungen für den Beginn der Zinswende in den USA gegenwärtig erheblich, doch dürfte die Überzeugung, dass es spätestens 2024 dazu kommen wird, erneute Renditeanstiege begrenzen. Im laufenden und 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 baldige Zuspitzung der Auseinandersetzung um die Taiwan-Frage ist nicht Teil unseres Hauptszenarios, muss aber ebenso wie mögliche Waffenlieferungen Chinas an Russland als Risikofaktor berücksichtigt gezogen werden.

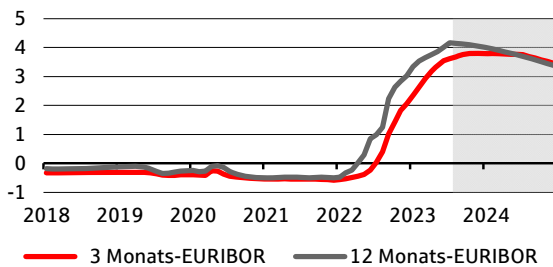
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



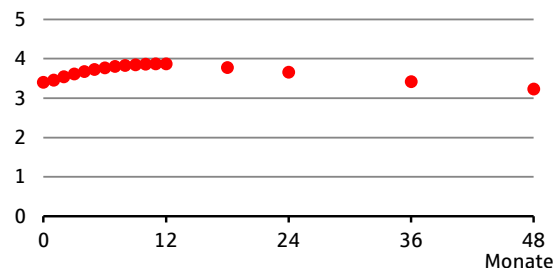
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

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.)	05.07.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,00	3,75	0,00
3 Monats-EURIBOR	3,59	3,49	-0,15
12 Monats-EURIBOR	4,17	3,88	0,94
EURIBOR-Future, Dez. 2023	3,99	3,78	1,65
EURIBOR-Future, Dez. 2024	3,46	3,03	1,67
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	3,80	3,75
12 Monats-EURIBOR	4,10	4,00	3,70

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

Im Fokus

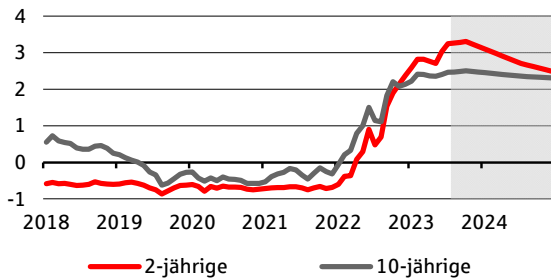
Bei ihrer Ratssitzung am 15. Juni und bei ihrer jährlichen Konferenz in Sintra signalisierte die EZB, dass die Straffung der Geldpolitik noch nicht abgeschlossen sei und Leitzinssenkungen für längere Zeit nicht in Betracht kämen. Wir erwarten einen erneuten Zinsschritt um 25 Basispunkte Ende Juli. Bis zur Ratssitzung im September sollten jedoch ausreichend Hinweise auf einen nachlassenden Inflationsdruck und eine restriktive Wirkung der Geldpolitik vorliegen, um die Leitzinsen nicht weiter anheben zu müssen. Mit dem Beginn von Leitzinssenkungen rechnen wir erst in der zweiten Hälfte des kommenden Jahres. Die Rückzahlung von TLTRO-III-Langfristkrediten im Umfang von über 500 Mrd. Euro Ende Juni hatte keine signifikanten Auswirkungen auf die €STR- und EURIBOR-Sätze und ging auch nur mit einer überschaubaren Inanspruchnahme der turnusmäßigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB einher. Dies bestärkt uns in der Einschätzung, dass die Reduktion der Überschussreserven weit fortgeschritten sein muss, um spürbaren Aufwärtsdruck auf die Geldmarktsätze hervorzurufen.

Perspektiven

Seit ihrem Hochpunkt im Herbst ist die Inflation deutlich zurückgegangen, und auch die Kernrate dürfte in den kommenden Monaten einem nach unten gerichteten Trend folgen. Dennoch ist noch für längere Zeit mit einer Teuerung weit über dem Inflationsziel von 2 % zu rechnen, vor allem aufgrund stark steigender Löhne. Die EZB beabsichtigt deshalb, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch eine ausreichend restriktive Geldpolitik zu drosseln. Dies hat bereits zu einer erheblichen Straffung des finanziellen Umfelds geführt, während die Auswirkungen auf Realwirtschaft und Preisentwicklung erst beginnen und mehr Zeit in Anspruch nehmen. Wir gehen davon aus, dass die EZB den Einlagensatz bei ihrer Ratssitzung am 27. Juli auf 3,75 % erhöhen und anschließend für längere Zeit dort belassen wird, bis sich der allgemeine Trend von Löhnen und Preisen erkennbar abgeschwächt hat. Parallel dazu wird sie den Abbau ihrer Bilanz fortsetzen. In der näheren Zukunft werden vor allem die sukzessiven Fälligkeiten der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III sowie freiwillige vorzeitige Rückzahlungen dazu beitragen, die immer noch hohen Überschussreserven der Banken zu reduzieren. Demgegenüber wird sich die Verringerung der Wertpapierbestände des APP nur langsam auf den Geldmarkt auswirken, solange sich die EZB darauf beschränkt, lediglich die Rückzahlungsbeträge fällig werdender Anleihen nicht wiederanzulegen.

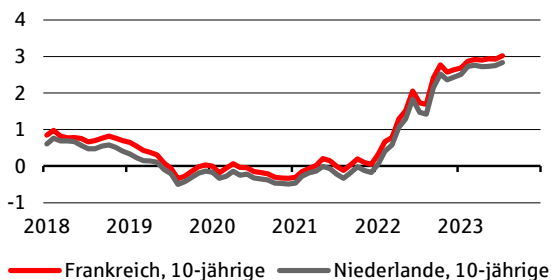
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



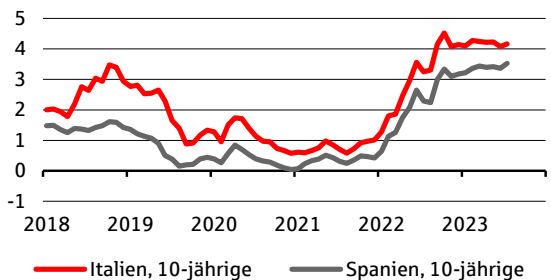
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	05.07.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	3,24	2,89	0,43
Deutschland 10J	2,48	2,38	1,18
Frankreich 10J	3,02	2,92	1,79
Italien 10J	4,17	4,14	3,16
Spanien 10J	3,53	3,38	2,29
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	3,30	3,10	2,70
Deutschland 10J	2,50	2,45	2,35

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

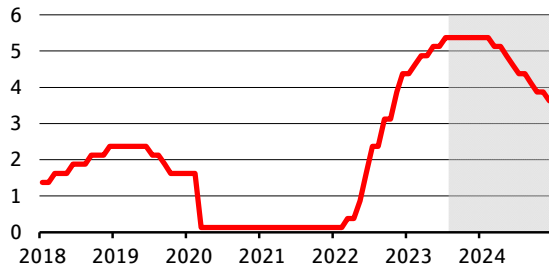
Nach Kommentaren der EZB haben Marktteilnehmer nicht nur ihre Erwartungen über noch bevorstehende Leitzins-erhöhungen weiter nach oben korrigiert, sondern rechnen zudem auch mit erst späteren Senkungen. Dies hat zu einem weiteren Anstieg der Renditen in den kurzen und mittleren Laufzeitbereichen geführt, die ihren Zenit damit aber weitgehend erreicht haben dürften. Auf das lange Ende der Bundkurve hat sich die Aussicht auf höhere Leitzinsen dagegen kaum niedergeschlagen. Hier wirken konjunkturelle Abwärtsrisiken nach wie vor dämpfend, und die Belastungen durch zukünftige Neuemissionen erweisen sich als weniger groß als zunächst angenommen. Wir sehen für die Renditen in den längeren Laufzeitbereichen vorerst nur wenig Spielraum nach unten, auch wenn diejenigen am kurzen Ende mittelfristig zurückgehen sollten.

Perspektiven

Vor dem Hintergrund einer nur langsam nachlassenden Kerninflation und einer deshalb anhaltend restriktiven Geldpolitik erwarten wir einen noch für längere Zeit inversen Verlauf der Bundkurve. Insbesondere sollten die Renditen kurzlaufender Bundesanleihen in den kommenden Monaten nur geringfügig sinken. Zwar gehen wir davon aus, dass die EZB mit einem Einlagensatz von in der Spitze 3,75 % hinter den derzeitigen Markterwartungen zurückbleiben wird. Jedoch sehen wir auch im nächsten Jahr nur wenig Spielraum für Leitzinssenkungen, da die EZB mit dem Fortschritt in Richtung des Inflationsziels von 2 % nicht zufrieden sein wird. In den längeren Laufzeitbereichen gehen wir von einer groben Seitwärtsbewegung aus. Einerseits sollte sich die Aussicht auf mittelfristig bevorstehende Leitzinssenkungen hier weniger stark auswirken. Andererseits betrachten wir das Potenzial für höhere Renditen als begrenzt, solange die langfristigen Inflationserwartungen verankert bleiben. So wird die EZB trotz der Beendigung der Reinvestitionen im Wertpapierkaufprogramm APP ihre Bilanz zunächst nur langsam abbauen, und gerade im Fall von Leitzinssenkungen wäre nicht mit einer aggressiven Reduktion auch der Wertpapierbestände des PEPP zu rechnen. Von den Neuemissionen sollten ebenfalls nur geringe Belastungen ausgehen, da die Nachfrage nach langlaufenden Staatsanleihen relativ zinselastisch ist. Auf die Rentenmärkte dürfte sich die expansive Fiskalpolitik eher in der Weise auswirken, dass sie die Persistenz des Preisauftriebs verstärkt und dadurch ein längeres Festhalten an der restriktiven Geldpolitik erforderlich macht.

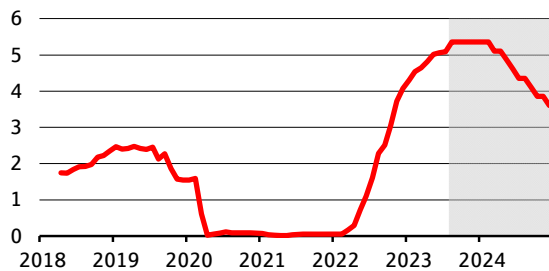
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



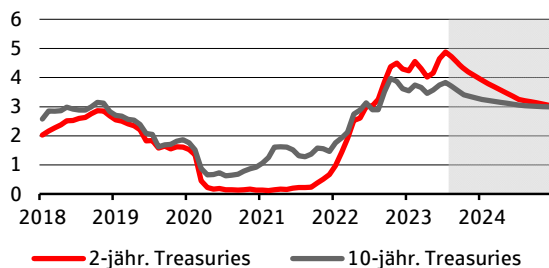
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

USA: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Zinsen / Renditen (% p.a.)	05.07.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	5,00-5,25	5,00-5,25	1,50-1,75
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,06	5,06	1,54
Renditen 2-j. Treasuries	4,94	4,47	2,82
Renditen 10-j. Treasuries	3,93	3,68	2,81
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	5,25-5,50	5,25-5,50	4,25-4,50
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,36	5,36	4,36
Renditen 2-j. Treasuries	4,30	3,90	3,25
Renditen 10-j. Treasuries	3,40	3,25	3,05

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

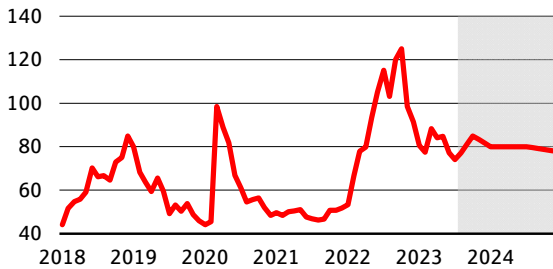
Nach der Zinserhöhungspause im Juni erwartet die überwiegende Mehrheit der FOMC-Mitglieder für die zweite Jahreshälfte mindestens noch zwei weitere Zinsschritte um jeweils 25 Basispunkte. Eine Zinsanhebung im Juli ist hochwahrscheinlich. Unklar ist, wann der zweite Schritt erfolgen soll. Der Zinsentscheid im September widerspricht der Kommunikation von Fed Chef Powell, nur noch quartalsweise Anhebungen zu planen. Hingegen dürfte die Inflationsrate des Deflators der Konsumausgaben (ohne Nahrungsmittel und Energie) bis zum Zinsentscheid im November soweit sinken, dass zu diesem Zeitpunkt eine weitere Anhebung nicht mehr notwendig erscheint. Wir haben daher über die Erhöhung im Juli hinaus keinen weiteren Zinsschritt für dieses Jahr unterstellt.

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. Die Pleiten der Silicon Valley Bank und weiterer Banken haben gezeigt, dass die Zinsanpassung nicht nur für Unternehmen und private Haushalte eine Belastung darstellt, sondern dass sie auch das Finanzsystem insgesamt unter Stress bringt. Daher steht 2023 die Frage nach ersten Leitzinssenkungen 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 Inflationsorgen 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 Inflationsorgen auch nach einer Zielerreichung nicht vollständig verschwinden. Dieses Umfeld kann zu einer höheren Volatilität am US-Rentenmarkt führen als in vergangenen Jahren.

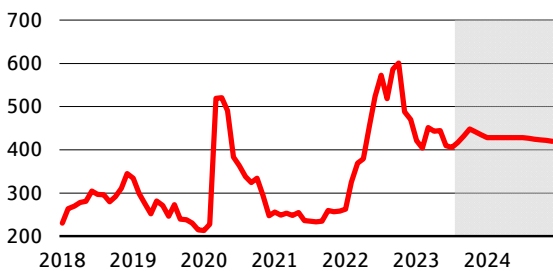
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



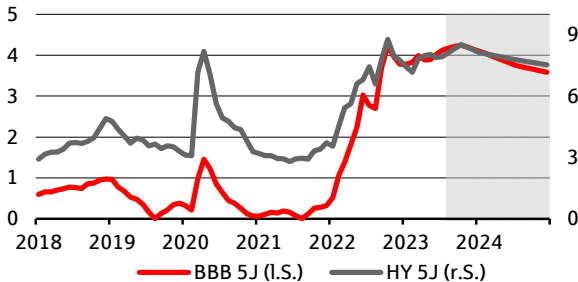
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates BBB 5J (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	05.07.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	75	78	124
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	407	414	613
Corporates BBB 5J (%)	4,12	4,00	2,90
Corporates HY 5J (%)	8,03	7,93	7,89

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen haben sich in den letzten Wochen weiter verringert, und das, obwohl die Zinsanhebungserwartungen an die EZB gestiegen sind und die Konjunkturaussichten sich auch als Folge davon zunehmend weiter eintrüben. Es ist vor allem das allgemein gestiegene Zinsniveau, das im Zusammenspiel mit den – wenn auch nur noch geringen – Risikoaufschlägen die Unternehmensanleihen so attraktiv für Investoren macht. Zwar ist in den kommenden Quartalen mit enttäuschenden Wirtschaftsdaten zu rechnen, doch offensichtlich schauen die Anleger durch diese hindurch und hoffen auf eine nachfolgende Besserung. Selbst wenn schwache Quartalsberichte vorübergehende Spread-Ausweitungen auslösen, ergibt sich über die Gesamtlaufzeit betrachtet somit ein attraktives Investment.

Perspektiven

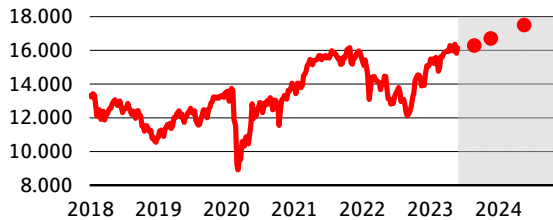
Die Kreditmärkte werden vor allem von dem sehr starken Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus dominiert. In der Folge halten sich die Renditen von Unternehmensanleihen aus dem Investmentgradebereich trotz seit letztem Herbst kräftig gesunkener Risikoaufschläge auf vergleichsweise hohem Niveau. Auch die zwischenzeitlichen Spread-Anstiege aufgrund der Bankenturbulenzen im Frühjahr sind schnell wieder ausgepreist worden. Die Konjunktorentwicklung ist jedoch nur schwach und bis in den Winter hinein ist besonders in Deutschland aber auch in Euroland mit enttäuschenden Geschäftsergebnissen zu rechnen, die immer mal wieder Spread-Ausweitungen mit sich bringen dürften. Für die großen Unternehmen hellen sich mittelfristig Umsatz- und Gewinnperspektiven aber schon wieder auf und die absoluten Renditen von Unternehmensanleihen bieten einen ordentlichen Puffer, um vorübergehende Rückschläge abfedern zu können.

Anmerkung

Der iTraxx Europe Index wird aus 125 europäischen Unternehmen und Finanzinstituten aus dem Investmentgrade-Bereich zusammengestellt. Der Index bildet die durchschnittlichen Prämien ab, die im Handel mit Credit Default Swaps (CDS) gezahlt werden. Er wird in Basispunkten (Bp) notiert. Es gibt diverse Sub- und Spezialindizes, 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	05.07.17 05.07.18	05.07.18 05.07.19	05.07.19 05.07.20	05.07.20 05.07.21	05.07.21 05.07.22	05.07.22 05.07.23
		0,09%	0,84%	-0,32%	25,01%	-20,82%	28,52%

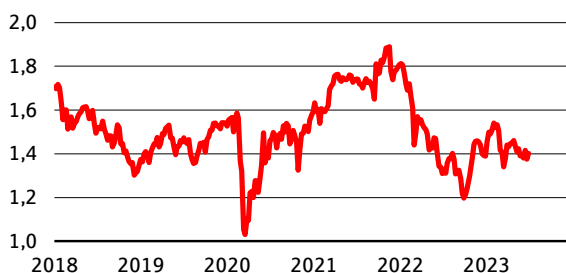
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	05.07.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	15.938	15.964	12.401
DAX (Veränd. in % seit ...)		-0,16	28,52
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	16.300	16.700	17.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.- Verhältnis	Kurs-Buchw.- Verhältnis	Dividenden- rendite %
DAX aktuell	10,98	1,40	4,03
DAX Ø (10 Jahre roll.)	13,11	1,53	3,25

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

Im Fokus

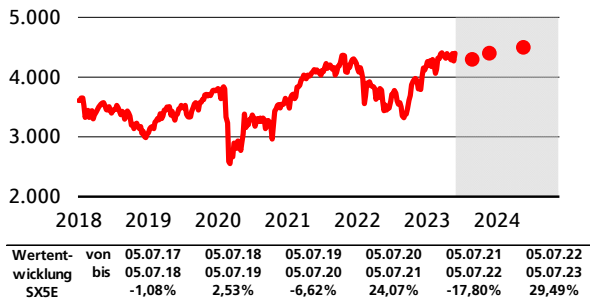
Der deutsche Aktienmarkt blickt auf ein sehr gutes erstes Halbjahr zurück. Die Konjunktur ist weniger stark eingebrochen, als dies im Vorfeld erwartet worden war, und die Unternehmensgewinne haben sich äußerst widerstandsfähig gezeigt. Dieses Bild sollte auch von den ab Ende Juli zur Veröffentlichung anstehenden Unternehmensergebnissen des zweiten Quartals bestätigt werden, sodass die Unternehmensgewinnerwartungen für das Gesamtjahr leicht nach oben angepasst werden dürften. Der Verlauf der Kurse steht somit in einem gesunden Verhältnis zur Gewinnentwicklung, und die Bewertungen liegen unterhalb ihrer langjährigen Durchschnittswerte. Nach der starken Aufwärtsbewegung kann eine technische Korrektur nicht ausgeschlossen werden. Diese dürfte aber zeitlich begrenzt und nicht besonders ausgeprägt ausfallen. Die Ausgangslage für mittel und langfristig steigende Kurse ist unverändert intakt.

Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft bleibt besonders hart vom Russland-Ukraine-Krieg getroffen. Die im globalen Vergleich sehr hohen Rohstoffpreise, die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung in der Energieversorgung sowie die stark angestiegenen Zinsen belasten den Wachstumsausblick. Eine Rezession im Jahr 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, Reinvestitionen daraus gestoppt, und die Leitzinsen wurden in großen Schritten nach oben genommen. Allerdings ist dies mittlerweile an den Kapitalmärkten eingepreist, und das Ende des Leitzinserhöhungszyklus 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.

Aktienmarkt Euroland

EURO STOXX 50 (Indexpunkte)



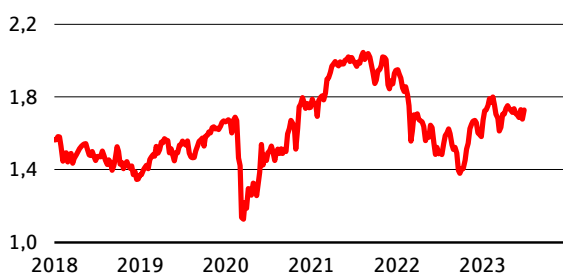
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	05.07.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.351	4.293	3.360
EURO STOXX 50 (Veränd. in % seit ...)		1,3	29,5
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.300	4.400	4.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EURO STOXX 50 aktuell	12,3	1,7	3,8
EURO STOXX 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,8	1,5	3,7

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

Im Fokus

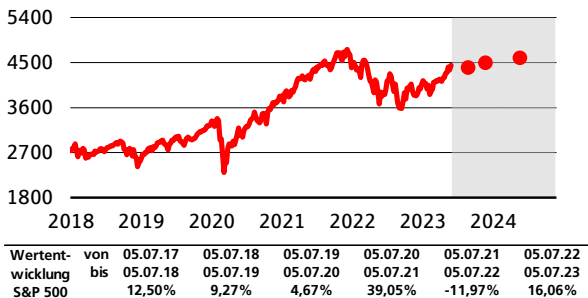
Zwar konnten Euroland-Aktien im vergangenen Monat leicht zulegen, allerdings befinden sie sich seit gut drei Monaten in einer engen Seitwärtsbewegung. Dabei war die Wertentwicklung im internationalen Vergleich erneut unterdurchschnittlich. Ein Grund hierfür sind die zuletzt äußerst enttäuschenden Wirtschaftsdaten für die Eurozone, insbesondere für Deutschland. In den USA hingegen war die wirtschaftliche Entwicklung überraschend gut, und der Aktienmarkt wird von einigen wenigen Aktien mit KI-Phantasie gezogen. Zudem sind japanische Aktien derzeit „sehr angesagt“ und ziehen internationales Kapital an. Euroland fehlt eine derartige „Story“, und es kommt zu einem Abzug von Geldern. Perspektivisch sollten die im kommenden Jahr deutlich verbesserten Wachstumsaussichten in den Anlegerfokus rücken und die Märkte unterstützen. Kurzfristig steht ab Mitte Juli die Unternehmensberichtssaison im Fokus. Im Vorfeld haben einige Gewinnwarnungen von zyklischen Unternehmen für etwas Verunsicherung gesorgt und die entsprechenden Aktien teilweise massiv belastet. Anleger sollten weiterhin bevorzugt in Schwächephasen zukaufen.

Perspektiven

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

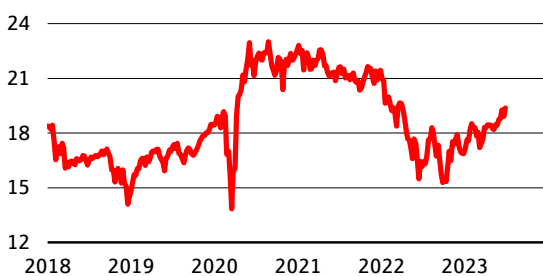
Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



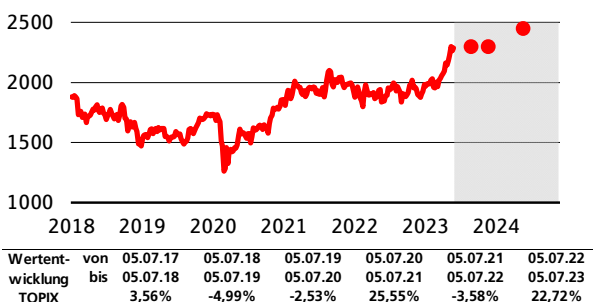
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	05.07.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	4.447	4.274	3.831
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		4,0	16,1
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	4.400	4.500	4.600
TOPIX (Indexp.)	2.300	2.300	2.450
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	19,4	3,8	1,6
TOPIX	14,6	1,3	2,4

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

USA

Der US-Aktienmarkt legte im Juni über 6 % zu. Nachdem in den Vormonaten Tech- bzw. KI-Aktien die Treiber waren, konnten im letzten Monat Nebenwerte outperformen. Aktien schüttelten die deutlich höheren kurzfristigen Renditen und die Aussicht auf weitere Leitzinserhöhungen der Federal Reserve locker ab, da die Wirtschaftsdaten sich verbesserten und die Risiken für eine zeitnahe Rezession damit als wesentlich geringer wahrgenommen wurden. In den kommenden Wochen ist weiterhin die Inflationsentwicklung zentral, ab Mitte Juli steht die Unternehmensberichtssaison für das zweite Quartal im Fokus. Vor allem bei den im laufenden Jahr dramatisch gestiegenen Aktien mit KI-Phantasie gilt es nun, die hohen Erwartungen zu bestätigen – was nicht leicht wird.

Japan

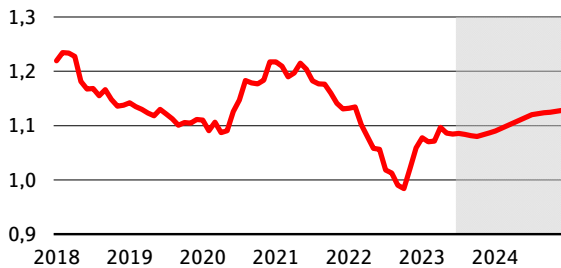
Spätestens seit dem Einstieg von Warren Buffett bei mehreren japanischen Firmen ist der japanische Aktienmarkt bei internationalen Anlegern angesagt und verzeichnet klare Zuflüsse. Anleger setzen auf weitere positive Gewinnrevisionen, Fortschritte bei der Unternehmensführung und Japans verbessertes nominales Wachstum im Rahmen der Überwindung der Deflation. Der Aktienindex ist dieses Jahr bisher jeden Monat gestiegen, in Summe über 22 %.

Perspektiven

Einerseits haben sich die Wachstumsperspektiven für die USA verbessert. Der Konsum überzeugt, der Arbeitsmarkt ist stabil und der Immobilienmarkt erholte sich zuletzt. Andererseits führt dies zusammen mit dem anhaltenden Preisdruck vermutlich zu weiteren Zinsanhebungen durch die Fed. Die Risiken, dass an irgendeinem Punkt die US-Wirtschaft aufgrund zu hoher Zinsen abgewürgt wird, sind nicht gering. Gleiches gilt für unerwünschte Nebenwirkungen wie das Beben bei den Regionalbanken im Frühjahr. Entscheidend bleibt ein klares Nachlassen der Kerninflation in Richtung des Fed-Inflationsziels. Anleger sollten umsichtig agieren und bevorzugt bei einer Besserung der Inflationsaussichten oder bei einem Sell-Off schrittweise zukaufen.

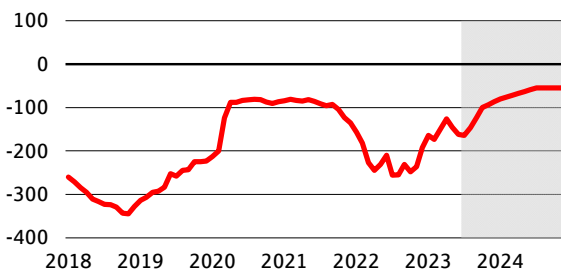
Währungen: EUR-USD

Wechselkurs EUR-USD



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

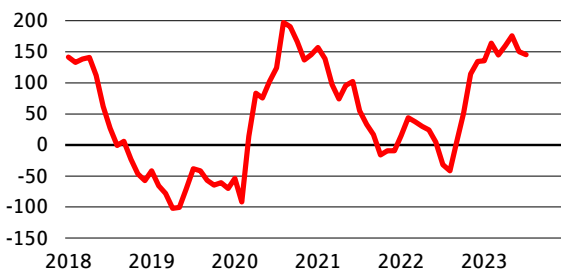
Zinsdifferenz* 2-jähriger Staatsanleihen (Basispunkte)



*Bundesanleihen minus Treasuries

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten*



* Euro-Futures; in Tsd. Kontrakten

Quellen: CFTC, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Prognose DekaBank	05.07.2023	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,09	1,08	1,09	1,12
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-171	-100	-80	-55
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-145	-90	-80	-70
Leitzins EZB (%)	4,00	4,25	4,25	4,25
Leitzins Fed (%)	5,00-5,25	5,25-5,50	5,25-5,50	4,25-4,50
Konjunkturdaten		2022	2023P	2024P
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		3,4	0,6	1,5
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)		2,1	1,6	0,5
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,4	5,5	2,7
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)		8,0	3,9	2,2

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

Im Fokus

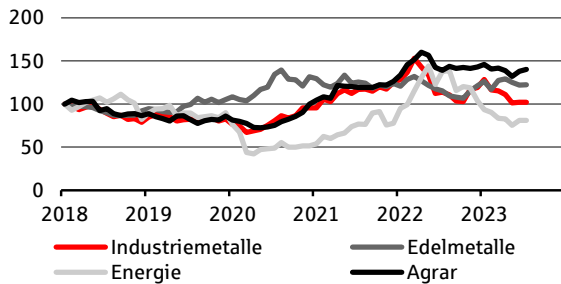
Nach dem Rückgang vom Mai ist der Wechselkurs im Juni wieder angestiegen und bewegte sich zuletzt um 1,09 EUR je USD. Die Renditedifferenzen an den Staatsanleihemärkten zwischen den USA und Deutschland blieben weitestgehend unverändert, obwohl die US-Notenbank Fed im Juni im Gegensatz zur EZB eine Leitzinserhöhungspause eingelegt hat. Denn der hawkische Ausblick der US-Notenbanker zeigte, dass das Leitzinshoch der Fed noch nicht erreicht ist, was die Renditen der US-Staatsanleihen in den Wochen danach weiter ansteigen ließ. Für die Fed erwarten wir eine weitere Leitzinserhöhung im Juli und danach einen weiterhin datenabhängigen Kurs. Der US-Dollar profitiert vom noch nicht abgeschlossenen Drehen an der Zinsschraube der Fed. Kurzfristig dürfte sich der Wechselkurs somit eher unterhalb der Marke von 1,10 USD je EUR bewegen.

Perspektiven

Nach dem Zwanzigjährestief 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 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.

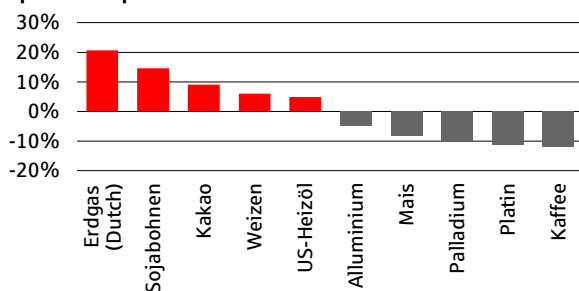
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2018 = 100)



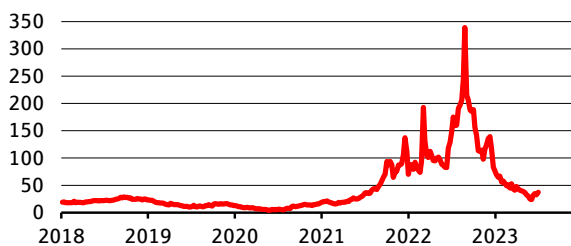
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	05.07.2023	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	32,2	3,6	-31,5
BCOM Industriemet.	141,5	-0,7	-5,1
BCOM Edelmetalle	216,5	-2,3	7,2
BCOM Agrar	67,5	3,7	6,5

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

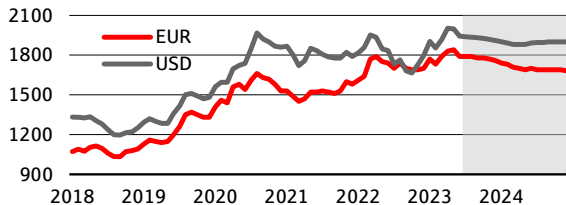
An den Rohstoffmärkten zeigte sich zuletzt eine uneinheitliche Preisentwicklung. Während Edel- und Industriemetallpreise in der Tendenz nachgaben, verteuerten sich einige Energie- und Agrarrohstoffe. Diese Heterogenität ist auch Ausdruck von fehlenden klaren Impulsen für einen bestimmten Preistrend. Die Unsicherheit über den weiteren Fortgang der geldpolitischen Straffung und die zu erwartenden konjunkturellen Bremswirkungen ist wieder größer geworden. Diese Thematik drückte auf die Metallpreise. Besondere Aufmerksamkeit erlangte die Nachricht über chinesische Exportbeschränkungen wichtiger Rohstoffe zur Chipherstellung ab August. Aus dem Energiebereich stach der kräftige Anstieg des europäischen Gaspreises hervor. Als Alarmsignal ist dies jedoch nicht zu werten: Der Füllstand der europäischen und deutschen Gasspeicher ist im Vergleich zum üblichen Saisonstand überdurchschnittlich hoch, und die Vorräte werden weiter aufgefüllt. Mit Blick nach vorne ist es schwer, überzeugende Argumente für einen eindeutigen, starken Preistrend an den Rohstoffmärkten in die eine oder andere Richtung zu finden. Die Konjunktdynamik ist eher schwach, der Ausblick auf Inflation und Geldpolitik bleibt mit nennenswerter Unsicherheit behaftet. Aber auch angebotsseitig sind kaum auffällige Trends auszumachen. Zugleich bedeutet dies – und das ist für die Konjunktur und die Geldpolitik eine gute Nachricht – dass ein erneuter kräftiger, rohstoffpreisbedingter Inflationsschub ebenfalls nicht abzusehen ist.

Perspektiven

Das nachlassende Wachstum, die hohe Inflation und die geldpolitische Straffung bleiben dominierende Themen. In den USA und in Europa wird mit einer wirtschaftlichen Schwächephase gerechnet. Aber auch das chinesische Wachstum dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit nur moderat bleiben. Das neue globale Gleichgewicht wird längerfristig geprägt sein von stärkeren regionalen Produktionsmustern und einer dauerhaften wirtschaftlichen Abkopplung Russlands vom Westen. Die Weltwirtschaft wird sich in den kommenden Jahren auf einem flachen Wachstumspfad bewegen. Somit ist insgesamt mit einer nur moderaten Zunahme der globalen Rohstoffnachfrage zu rechnen. Dies gilt insbesondere für konjunktursensible Rohstoffbereiche wie die Industriemetalle. Der Umbau hin zu mehr nachhaltigem Wirtschaften dürfte die Energiepreise strukturell erhöhen. Die Edelmetalle werden im kommenden Jahr durch die Geldpolitik etwas Unterstützung erfahren, und die geopolitische Risikoprämie könnte wohl für eine längere Zeit erhöht bleiben. Grundsätzlich gilt es zu beachten, dass bei Rohstoffanlagen jederzeit starke Wertschwankungen auftreten können.

Rohstoffe: Gold

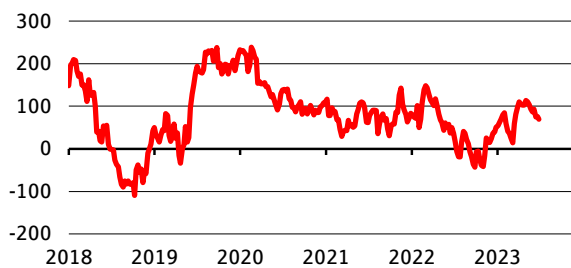
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	30.06.17 30.06.18	30.06.18 30.06.19	30.06.19 30.06.20	30.06.20 30.06.21	30.06.21 30.06.22	30.06.22 30.06.23
Gold in Euro		-1,30%	15,85%	28,67%	-6,64%	15,31%	2,50%
Gold in USD		0,98%	12,69%	27,36%	-1,61%	2,02%	6,76%

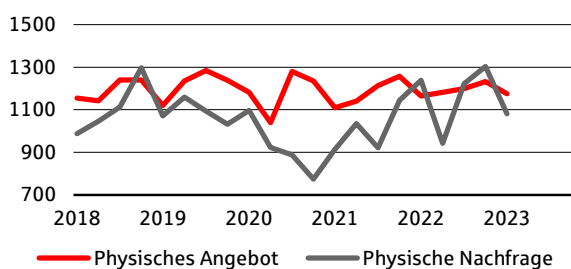
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	05.07.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1774,33	1828	1722
Gold (USD je Feinunze)	1927,10	1958	1764
Silber (EUR je Feinunze)	21,36	22	19
Silber (USD je Feinunze)	23,20	24	19
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Gold (EUR je Feinunze)	1780	1740	1690
Gold (USD je Feinunze)	1925	1900	1895

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

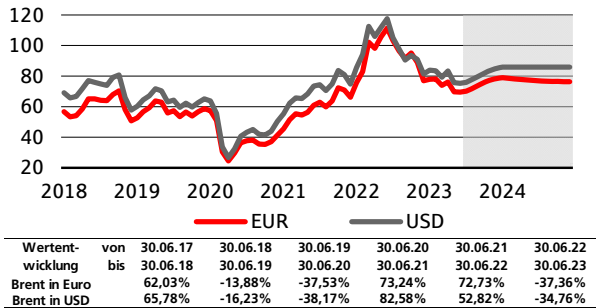
In den vergangenen Wochen änderte sich die Erwartung bezüglich der weiteren Entwicklung des US-Leitzinses, was auf den Goldpreis ausstrahlte. Am Markt wird jetzt nicht mehr davon ausgegangen, dass die US-Notenbank Fed bereits auf dem Leitzinsplateau angekommen ist. Vielmehr werden nunmehr weitere Zinsanhebungsschritte für dieses Jahr erwartet. Dies belastete den Goldpreis, der in Richtung der Marke von 1.900 US-Dollar fiel. Die Goldnotierung steht zwar grundsätzlich unter dem Einfluss des US-Zinsniveaus, stemmte sich in den vergangenen Quartalen allerdings recht erfolgreich gegen den starken Anstieg der (negativen) US-Realzinsen. Dies mag an den Risiko- und Unsicherheitsfaktoren liegen, die bezüglich Inflation, Konjunktur und politischen Themen weiterhin herrschen. Sie sorgen dafür, dass Gold gesucht bleibt.

Perspektiven

Die hohen Inflationsraten haben dafür gesorgt, dass die großen Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel gestrafft haben. Die US-Notenbank Fed dürfte ihren Leitzinserhöhungszyklus weitgehend beendet haben, die EZB wird nur noch wenige kleine Zinsschritte nach oben vornehmen. Die Leitzinsen dürften zunächst eine Weile auf den hohen Niveaus verharren und im Verlauf von 2024 wieder moderat zurückgehen. 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 Seiten der geldpolitischen Straffung 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 im historischen Vergleich auf 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 die Goldpreisentwicklung ableiten. So dürfte sich der Goldpreis im Zuge der geopolitischen Anpassungen und der Rückkehr zum neuen, höheren Zinsniveau in einem neuen Gleichgewicht einpendeln.

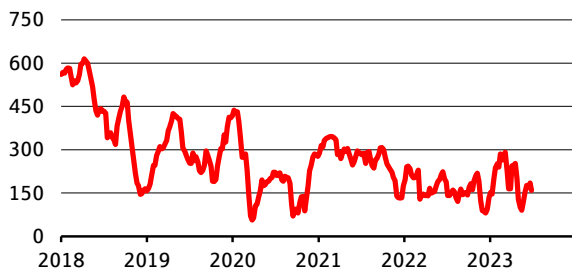
Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



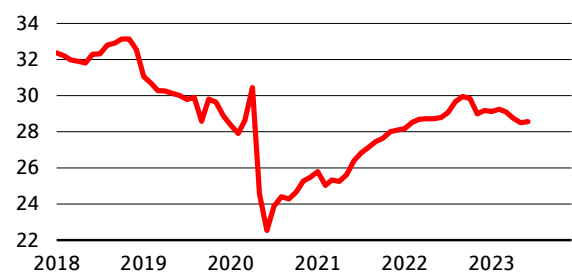
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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)	05.07.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	70,6	71,6	100,3
Brent (USD)	76,7	76,7	102,8
WTI (USD)	71,8	72,2	99,5
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	76	79	77
Brent (USD)	82	86	86
WTI (USD)	78	82	82

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

Es geht weiter seitwärts mit den Rohölpreisen. Die Notierung für die US-Sorte WTI schwankt um die 70 US-Dollar je Fass, der Preis für die europäische Sorte Brent um 75 US-Dollar. Auf dem globalen Ölmarkt schienen Angebot und Nachfrage im Juni nahezu ausgeglichen, während zuvor noch ein geringes Überangebot an Öl geherrscht hatte. Die konjunkturell bedingt schwachen Nachfrageerwartungen drücken auf den Preis, und die OPEC vermag mit ihrer Kürzungsstrategie allenfalls stärkere Preisrückgänge zu verhindern. Für Preisanstiege reichen die Maßnahmen nicht aus. So verharrt Rohöl auf einem relativ moderaten Preisniveau. Im Vergleich zum Vorjahr bezahlt man rund 25 % weniger, was den stärksten inflationsentlastenden Einfluss seit dem Corona-Jahr 2020 darstellt.

Perspektiven

Die hohe Inflation und die dadurch ausgelöste geldpolitische Straffung der Notenbanken werden die Konjunktur nur vorübergehend und in moderatem Ausmaß bremsen. Es wird zwar eine wirtschaftliche Schwächephase durchlaufen, aber eine scharfe Rezession mit einem entsprechenden Einbruch bei der Ölnachfrage ist nicht zu erwarten. Chinas Wirtschaft wächst im Prognosezeitraum aufgrund anhaltender inländischer Probleme nur moderat, die Ölnachfrage wird aber wieder zunehmen. Die Länder der OPEC+ haben als Reaktion auf die schwächeren Ölnachfrageerwartungen ihre Strategie der Fördermengen-kürzung auch für das Jahr 2024 verlängert und würden bei Bedarf die Produktion noch weiter zurückfahren, um ein Überangebot am globalen Ölmarkt zu verhindern und um den Ölpreis zu stützen. Aufgrund der Sanktionen im Zuge des Angriffs Russlands auf die Ukraine wird Russland auch längerfristig einen bedeutenden Teil seiner Energielieferungen in Richtung Asien umleiten. Perspektivisch spielt die globale Absichtserklärung, bis 2050 die Netto-Emissionen von Kohlendioxid auf Null zu senken, für den Rohölmarkt eine wichtige Rolle. Investitionen in fossile Angebotskapazitäten werden reduziert. Allerdings ist fraglich, ob die Nachfrage in entsprechendem Tempo auf alternative Energiequellen umgestellt werden kann. Dies erhöht mittelfristig die Aufwärtsrisiken beim Ölpreis. Hinsichtlich der Nachhaltigkeit hätten höhere Ölpreise eine wünschenswerte Lenkungswirkung, sofern in der Folge regenerative Energieträger stärker zum Zuge kämen. Langfristig wird Rohöl an Bedeutung für die Weltwirtschaft verlieren und dürfte damit im Preis nachgeben.

Szenarien

Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken erhöhen Leitzinsen bzw. halten sie auf hohem Niveau, bis Rückgang der Inflationsraten hinreichend weit vorangeschritten ist. Erste Leitzinssenkungen sind frühestens 2024 zu erwarten.
- Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst ab 2024 wieder kräftiger.
- Wegen weiterhin zu hoher Inflation und wegen deutlich gestiegener Zinsen werden Geld- und Finanzpolitik bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher.
- Für Europa und die USA sind bis ins Jahr 2024 hinein schwaches Wachstum und zu hohe Inflationsraten zu erwarten.
- In China begrenzen die zunehmende staatliche Regulierung und die Korrektur im Immobiliensektor das Wachstum.
- Aktienmärkte bewegen sich 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: 25 %)

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

Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 10 %)

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

Redaktionsschluss: 06.07.2023 (7 Uhr)
Nächste Ausgabe: 11.08.2023

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