

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

Oktober 2023

Es gibt wieder positive (Real-)Zinsen.



Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

über den Sommer hinweg sind die Renditen von deutschen und von US-Staatsanleihen Schritt für Schritt nach oben geklettert. Dies geschah, obwohl die Geldpolitik schon seit einiger Zeit bremsend wirkt und die Inflationsraten infolgegedessen wie gewünscht deutlich zurückgegangen sind. Die Kommunikation der großen Notenbanken ist nach wie vor falkenhaft stabilitätsorientiert, die Option weiterer Leitzinserhöhungen ist noch nicht vom Tisch. Insofern sollten die bekannten Inflationsziele perspektivisch erreicht werden. Eine höhere Inflationsprämie dürfte also nicht der Grund für die höheren Anleiherenditen gewesen sein. Offenbar haben die Märkte nicht nur mit der Nullzinswelt endgültig abgeschlossen, sondern gehen vielmehr gedanklich noch etwas weiter. Sie haben wohl jetzt eine neue Ära von leicht positiven Realzinsen vor Augen. Es gibt wieder eine echte Laufzeitenprämie, was lange Zeit nicht der Fall war.

Numerisch betrachtet liegen die langfristig normalen Renditen nur leicht höher als bisher von uns prognostiziert. Doch muss dieses etwas veränderte Bild der Zinslandschaft verarbeitet werden. Von der US-Notenbank Fed war unlängst zu vernehmen, dass die Konjunktur mit leicht höheren Zinsen leben könne. Die Resilienz der europäischen Konjunktur mag man dagegen etwas geringer einschätzen. Doch hilft hier mit Blick auf das kommende Jahr die Verbesserung der Realeinkommen dank deutlich geringerer Inflationsraten und spürbarer Lohnsteigerungen. Der private Konsum dürfte das Wachstum also stützen, für einen mitreißenden Aufschwung reicht es allerdings nicht.

Das Tempo des Aufschwungs wird neben der restriktiven Geldpolitik auch von strukturellen Anpassungen an den demografischen Wandel, an den Klimawandel und von geopolitischen Risiken gebremst. Die jüngste Eskalation

der Gewalt im Nahen Osten ist eine zusätzliche Quelle der Unsicherheit, wenngleich wir derzeit nicht von einer Ausweitung der Kämpfe auf den Persischen Golf und von einem Einschreiten der USA ausgehen. Einer konstruktiven Perspektive für die internationale politische Zusammenarbeit mit wegweisenden Entscheidungen für die großen Transformationsthemen steht der Konflikt aber mit Sicherheit im Weg. Die Rahmenbedingungen für die Unternehmen und ihre Investitionsvorhaben sind also nicht einfacher geworden.

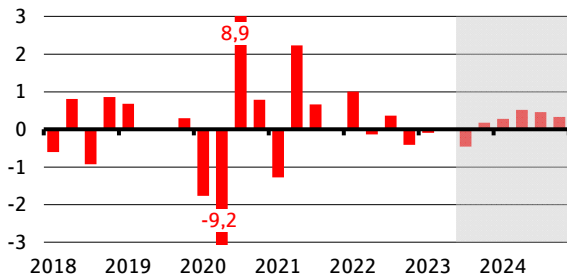
Immerhin bleibt im Basisszenario das solide globale Wachstum unterstützend für die Kapitalmärkte. Die Unternehmen werden Umsätze und Gewinne in den kommenden Quartalen steigern können, sodass die Aktienmärkte nach den jüngsten Korrekturen bei unauffälligen Bewertungen erneut zulegen werden. Und für die Rentenmärkte bleibt die Aussicht auf Zinssenkungen der großen Notenbanken im kommenden Jahr erhalten, sodass die Renditen tendenziell wieder fallen und damit die Kurse steigen. Dies manifestiert die aktuelle Attraktivität von Rentenanlagen.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

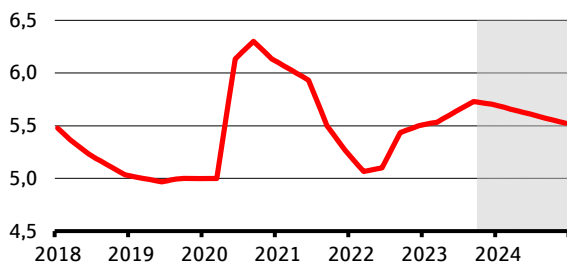
Konjunktur Deutschland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



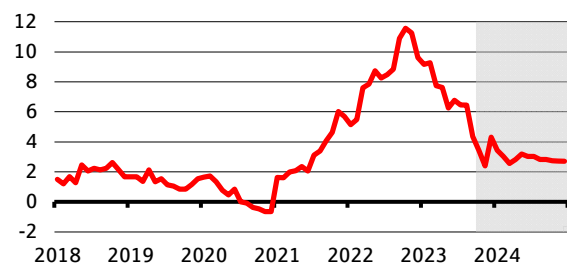
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

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	0,9
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,3	5,6	5,6
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,7	6,1	2,9
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
	Jul 23	Aug 23	Sep 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	6,5	6,4	4,3
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,7	5,7	5,7
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	38,8	39,1	39,6
ifo Geschäftsklima (Punkte)	87,4	85,8	85,7

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

Im Fokus

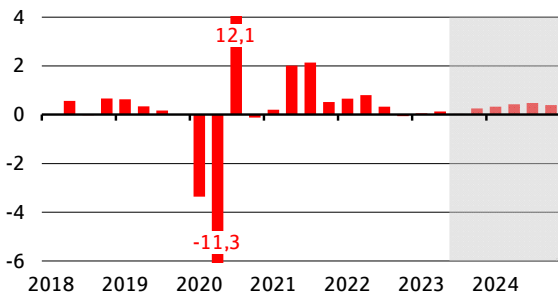
Mit den aktuellen Konjunkturindikatoren verdichtet sich das Bild einer deutlichen Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal 2023. Anhand der aktuell verfügbaren Informationen könnte der Rückgang bis zu 0,8 % im Vorquartalsvergleich betragen haben. Wir gehen derzeit von einer Schrumpfung um 0,5 % aus. Doch es gibt auch etwas Hoffnung: Das Abwärtstempo der harten Konjunkturindikatoren hat sich verringert, und die Umfrageindikatoren der Unternehmen zeigen eine erste Stabilisierung. Insbesondere in den Erwartungskomponenten geht es wieder leicht nach oben. Für das Gesamtjahr 2023 hilft das nichts mehr, weshalb nun auch die Wirtschaftsforschungsinstitute und die Bundesregierung eine Schrumpfung im Jahresdurchschnitt erwarten.

Perspektiven

Die enorm hohe Inflation klingt langsam ab. Dies stabilisiert die Kaufkraft der Konsumenten. Doch eine Wende zum Besseren bringt es noch nicht. Aktuell werden die Folgen der globalen geldpolitischen Straffung immer deutlicher sichtbar. Die Investitionen im In- und Ausland leiden, und mit ihnen die deutschen Investitionsgüterproduzenten und letztlich die deutsche Volkswirtschaft. Der Krieg in der Ukraine hat 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, denn die Erdgasversorgung wird unsicherer. Lieferketten in den Bereichen Energie und Rohstoffe müssen neu aufgestellt werden. Gleichzeitig wird mit den geopolitischen Spannungen auch in anderen Teilen der Welt die Frage nach der Neuausrichtung der Lieferketten immer dringlicher. Als ob das nicht schon genug wäre, führt auch die Alterung der Gesellschaft vermehrt 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. Das Potenzialwachstum hierzulande hat sich im Vergleich zu 2017 halbiert.

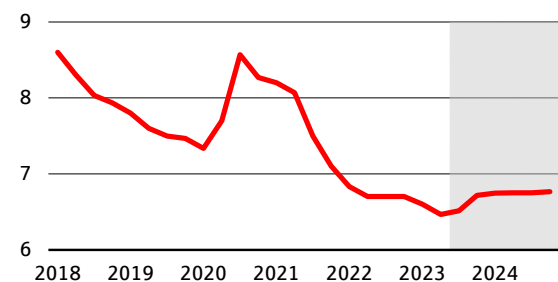
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



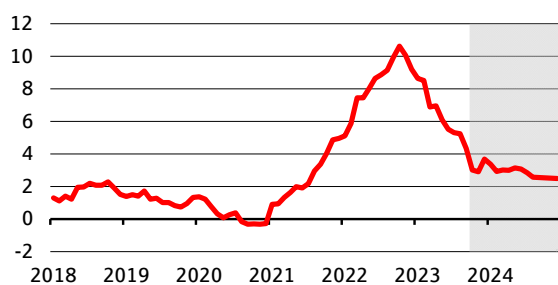
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

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.)	3,3	0,6	1,2
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,4	5,5	2,8
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,7	-3,5	-2,8
Schuldenstand des Staates*	93,2	90,9	93,2
Leistungsbilanzsaldo*	0,7	1,9	2,4
	Jul 23	Aug 23	Sep 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	5,3	5,2	4,3
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,5	6,4	
Economic Sentiment (Punkte)	94,6	93,6	93,3

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts;

Quellen: Eurostat, Markit, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

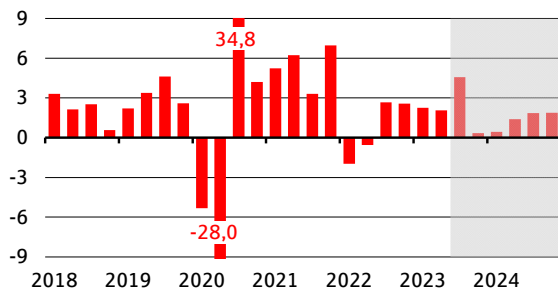
Für das dritte Quartal deutet sich eine Wirtschaftsentwicklung in Euroland um die Nulllinie an. Nachdem im ersten Halbjahr die Stimmung nur in der Industrie und bei den Konsumenten schlecht gewesen war, weitete sich zuletzt die Eintrübung auf weitere Wirtschaftsbereiche aus. Zu den wichtigen Belastungsfaktoren gehört die hohe Inflationsrate. Sie ist im September auf 4,3 % nach 5,2 % im Vormonat gefallen, bleibt damit aber immer noch viel zu hoch. Der Rückgang im September ist aber vor allem auf geringere Energiepreise zurückzuführen. Im Bereich Lebensmittel, Alkohol und Tabak lag die Preissteigerungsrate bei 8,8 %. Unter den vier großen EWU-Ländern bewegte sich die Inflationsrate im September zwischen 3,2 % in Spanien und 5,7 % in Italien. Dazwischen lagen Frankreich (5,6 %) und Deutschland (4,3 %).

Perspektiven

Der Krieg in der Ukraine, der russische Gas-Lieferstopp seit Anfang September 2022 sowie die zügigen Leitzinsanhebungen der Europäischen Zentralbank (EZB) haben den Wendepunkt für die europäische Wirtschaft hin zu einer vorübergehenden Schwächephase eingeleitet. Die Verlangsamung ist dabei in Deutschland deutlich stärker ausgeprägt als in Frankreich oder Spanien. Immerhin hat sich die europäische Energieversorgung unter großen organisatorischen, technischen und finanziellen Anstrengungen mittlerweile stabilisiert. In diesem Jahr bleibt es bei einer gedämpften Entwicklung der europäischen Konjunktur. Denn die EZB wird die Leitzinsen noch für eine ganze Weile im stark bremsenden Bereich halten, um die hohe Inflationsrate wieder in den Zielbereich 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 wegen der demografischen Entwicklung mit einer anhaltend hohen Anspannung am europäischen Arbeitsmarkt zu rechnen ist. Zudem bildet die europäische Fiskalpolitik nach wie vor einen wachstumsfreundlichen Rahmen. 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.

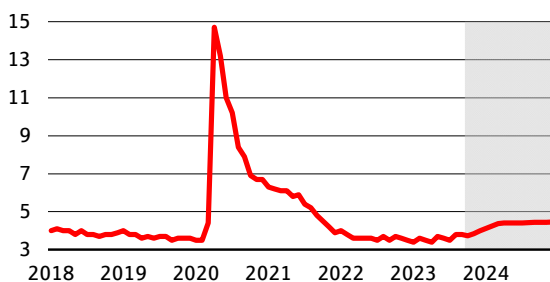
Konjunktur USA

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



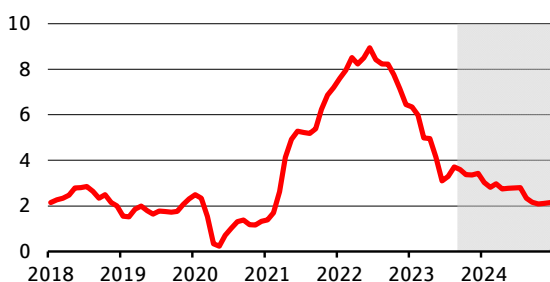
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

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.)	1,9	2,3	1,5
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	4,2	2,6
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,0	-7,5	-6,5
Schuldenstand des Staates*	120,7	119,2	122,7
Leistungsbilanzsaldo*	-3,8	-3,0	-3,0
	Jul 23	Aug 23	Sep 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	3,2	3,7	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,5	3,8	3,8
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	46,4	47,6	49,0
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	114,0	108,7	103,0

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

Im Fokus

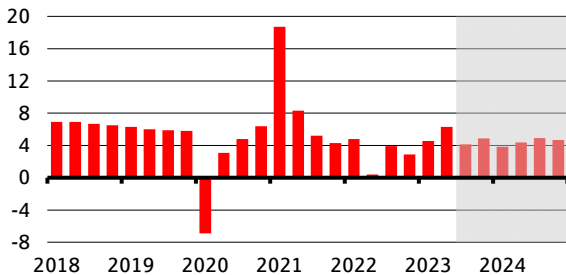
Das Bruttoinlandsprodukt ist nach inoffiziellen Berechnungen im August um 0,4 % gegenüber dem Vormonat und damit zum vierten Mal in Folge überaus kräftig angestiegen. Wenngleich hierfür nicht die zyklisch bedeutsamen Bereiche verantwortlich waren, ist die konjunkturelle Entwicklung weiterhin überraschend stark. Zudem hat die jährliche Benchmark-Revision zu einer deutlichen Aufwärtsrevision der Überschussersparnis der privaten Haushalte geführt. Diese Ersparnis entstand durch beträchtliche staatliche Unterstützungsmaßnahmen der Regierung zu Beginn der Corona-Krise. Die Ausgabenfreude der privaten Haushalte dürfte damit eine solidere Basis haben als bisher gedacht. Aufgrund des höheren Wachstumsausblicks haben wir auch die Inflationsprognose nach oben angepasst.

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 vor allem angebotsbedingte Faktoren für die hohe Inflation 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 die restriktive Geldpolitik enorm, weil die langfristigen Inflationserwartungen ihre Verankerung beim Inflationsziel der Fed im Bereich von 2 % verlieren könnten. Die Fed nimmt daher eine zeitweise schwache wirtschaftliche Entwicklung billigend in Kauf, um hierdurch den Auslastungsgrad am Arbeitsmarkt sowie die nachfragebedingte Inflation zu verringern. Immerhin ist die Inflationsrate seit Herbst 2022 auf dem Rückzug, und die mittelfristigen Inflationsrisiken nahmen 2023 wieder ab. Im Sommer 2024 ist daher mit einer ersten vorsichtigen Senkung der Leitzinsen zu rechnen. Die hohe Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft bedeutet aber, dass die Zentralbank geldpolitisch nicht so schnell wieder in den expansiven Bereich zurückkehren kann. Daher ist der mittelfristige Wachstumsausblick eher gedämpft.

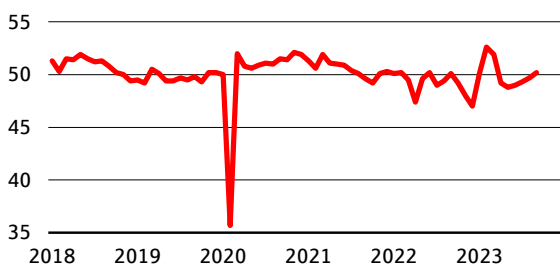
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



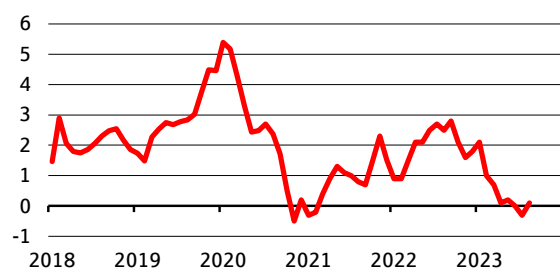
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

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	5,0	4,5
Finanzierungssaldo*	-7,5	-6,9	-6,4
Schuldenstandsquote*	77,1	82,4	87,2
Leistungsbilanzsaldo*	2,2	1,8	1,7
	Jul 23	Aug 23	Sep 23
Inflation (% ggü. Vorjahr)	-0,3	0,1	
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	3,7	4,5	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	49,3	49,7	50,2

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

Im Fokus

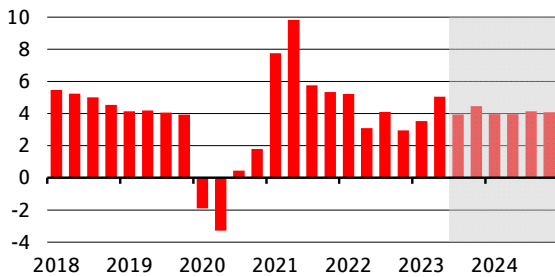
Laut Medienberichten plant die chinesische Regierung die Ausweitung von Infrastrukturinvestitionen in Höhe von rund 0,7 % des Bruttoinlandsprodukts, um das Wirtschaftswachstumsziel von 5 % für 2023 zu erreichen. Zwar hat sich die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe zuletzt stabilisiert, doch die Immobilienkrise hält an, und der Dienstleistungssektor zeigt sich ebenfalls weiter schwach. Die Regierung hat lange den Eindruck erweckt, die wirtschaftliche Entwicklung weitgehend entspannt zu verfolgen. Doch die Gefahr, dass die schlechte Stimmung von Haushalten und Unternehmen zu einer Abwärtsspirale führt, ist in den vergangenen Monaten eher noch gewachsen. Die Regierung folgt nun wahrscheinlich dem bekannten Muster, einen fiskalischen Impuls zu setzen, wenn das Wachstumsziel in Gefahr gerät, und diesen Impuls über Infrastrukturinvestitionen zu setzen, weil diese gut zu steuern sind.

Perspektiven

Der Immobilienmarkt leidet 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. Die Verbraucher sind vorsichtig geworden und dürften durch verstärkte Konsumanreize nur bedingt zu vermehrten Käufen zu bewegen sein. Unternehmen sind wegen der vielen Regulierungsmaßnahmen im Inland und der Sanktionen der USA verunsichert, was auch mittelfristig auf der Investitionsnachfrage lasten dürfte. Der Rückgang der Erwerbsbevölkerung wird sich in den kommenden Jahren beschleunigen und zu einem Fachkräftemangel führen. 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 rund 4 % erreichbar sind. Niedrige Inlandszinsen und der unsichere Wirtschaftsausblick sprechen für eine Abwertung des Renminbis.

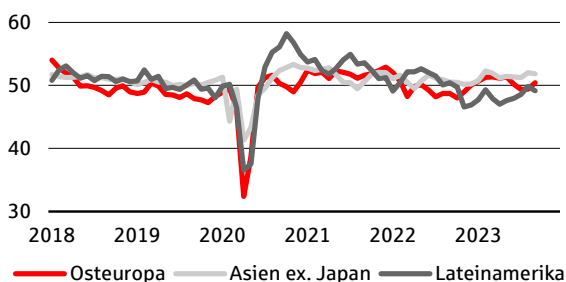
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



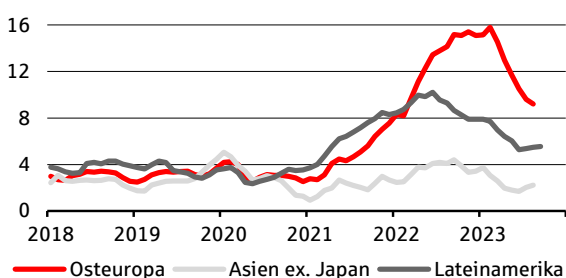
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

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

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

In Lateinamerika und Mitteleuropa wurde der Zinssenkungszyklus in einigen Ländern bereits eingeläutet. Doch weitere Schritte dürften von Vorsicht bestimmt sein, denn viele Schwellenländerwährungen sind im Zuge höherer Renditen in den USA und Euroland unter Druck geraten. Die EM-Inflationsraten befinden sich weiterhin im Abwärtstrend, doch ähnlich wie in den Industrieländern besteht Unsicherheit, wie stark die Geldpolitik gelockert werden kann, ohne das Erreichen der mittelfristigen Inflationsziele zu gefährden. Die Sorgen um die Konjunktur treten dabei etwas in den Hintergrund, was vor allem in Lateinamerika auch mit der überraschend robusten Wirtschaftsentwicklung zu erklären ist. Der massive Angriff der Hamas auf Israel und der Gegenschlag könnten zu einer Destabilisierung im Nahen Osten führen.

Perspektiven

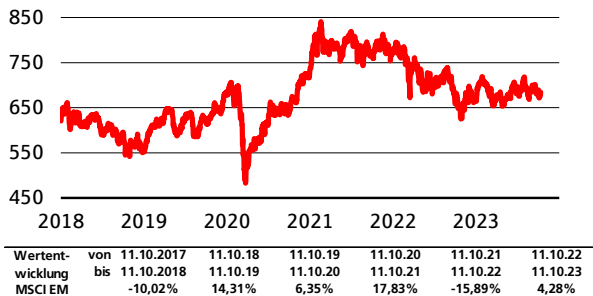
Die restriktive Geldpolitik und die Schwäche des Welt Handels dürften dazu führen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern in den kommenden Quartalen unterdurchschnittlich entwickelt. In Asien dürften die Wirtschaftswachstumsraten dabei erneut deutlich höher liegen als in anderen Regionen. Da die Zentralbanken in den Industrieländern ihre Geldpolitik erst ab Mitte 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. 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. Im Nahen Osten ist das Risiko einer Destabilisierung der Sicherheitslage nach den Angriffen der Hamas auf Israel gestiegen.

Risiken

Das hohe Zinsniveau bringt vor allem schwache Bonitäten unter Druck. Gestiegene Schuldenstände sorgen tendenziell für einen Abwärtsdruck auf die Länderratings.

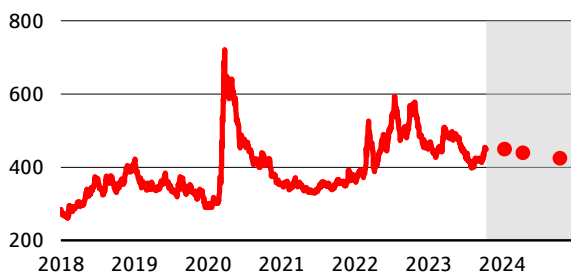
Em. Markets-Märkte

Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



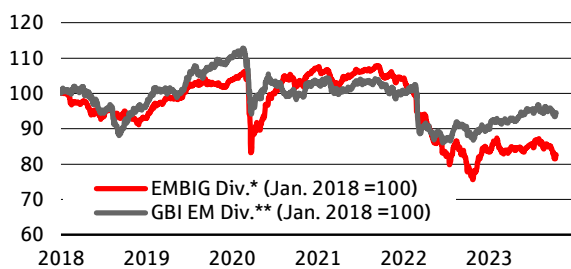
Quellen: MSCI, DekaBank

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)	11.10.2023	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	685	-0,8	3,1	4,3
EMBIG Div* Performanceind.	394	-2,8	-0,8	6,6
GBI EM Div** Perform.-ind.	240	-0,5	5,3	7,0
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	433	0,1	0,0	-0,5
MSCI World Total Return	493	-1,1	13,9	14,0
Prognose DekaBank				
		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	449	450	440	425

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.

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

Im Fokus

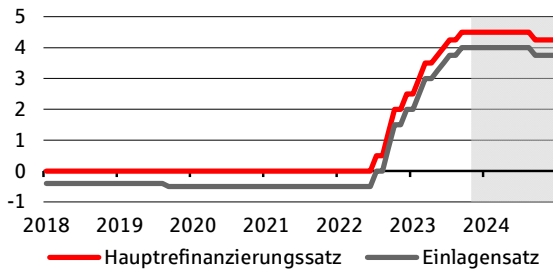
Der deutliche Renditeanstieg am US-Rentenmarkt hat Schwellenländeranleihen unter Druck gebracht. Die Spreads von Hartwährungsanleihen haben sich leicht ausgeweitet. Die Renditen von EM-Lokalwährungsanleihen sind weniger stark gestiegen als von US-Staatsanleihen, doch der Rückgang in der Renditedifferenz hat EM-Währungen belastet. Die gestiegene Währungsvolatilität dürfte dazu führen, dass die Zentralbanken hinsichtlich des Beginns und/oder des Tempos von Zinssenkungen vorsichtig agieren. Da wir rückläufige US-Renditen erwarten, stufen wir Schwellenländeranleihen weiterhin als attraktiv ein. Aktien der Emerging Markets entwickelten sich zuletzt im Umfeld der deutlich höheren US-Renditen ähnlich schwach wie die weltweiten Märkte. Während die Aktienmärkte Lateinamerikas – auch aufgrund negativer Währungseinflüsse – besonders klar verloren, konnten chinesische Aktien outperformen. Die nächsten Wochen dürfte die Entwicklung der US-Renditen und des US-Dollar weiter entscheidende Faktoren für die Performance der EM sein. Die Gewalteskalation im Nahen Osten hatte bislang nur begrenzte Marktauswirkungen.

Perspektiven

Der geldpolitische Ausblick für die US-Notenbank dürfte ein entscheidender Einflussfaktor bleiben. Wir erwarten, dass die Fed die Zinsen im Juni 2024 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 im kommenden Jahr dürften das hohe Renditeniveau und die Aussicht auf eine geldpolitische Lockerung bei gleichzeitig allmählicher Erholung der Konjunktur für ein konstruktives Umfeld für EM-Renten sorgen. Der Angriffskrieg in der Ukraine ist in der Wahrnehmung der Kapitalmärkte etwas in den Hintergrund getreten, doch es besteht das Risiko, dass Russland im Falle weiterer hoher Gebietsverluste neue Eskalationsstrategien wählt, um den Druck auf die Ukraine zu erhöhen. Das Verhältnis Chinas zum Westen ist nachhaltig beschädigt, und es dürfte in den kommenden Jahren eher um Schadensbegrenzung gehen. Eine 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 werden.

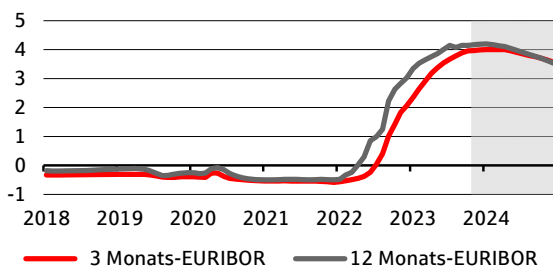
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



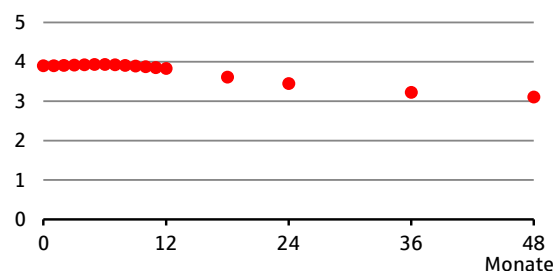
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

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.)	11.10.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,50	4,25	1,25
3 Monats-EURIBOR	3,95	3,82	1,34
12 Monats-EURIBOR	4,15	4,08	2,69
EURIBOR-Future, Dez. 2023	3,99	3,91	3,20
EURIBOR-Future, Dez. 2024	3,28	3,28	3,08
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,50	4,50	4,25
3 Monats-EURIBOR	4,00	4,00	3,70
12 Monats-EURIBOR	4,20	4,10	3,70

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

Im Fokus

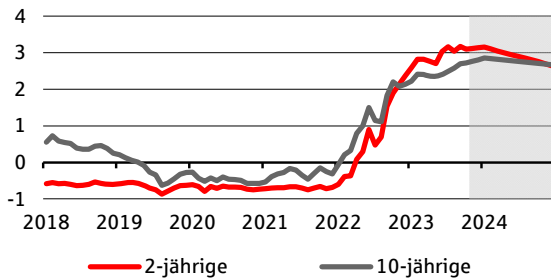
Bei ihrer Ratssitzung am 14. September hat die EZB die Leitzinsen nochmals um 25 Bp angehoben, dabei aber auch signalisiert, dass der Zenit wahrscheinlich erreicht sei. Das Leitmotiv ihrer Entscheidungen ist weiterhin der Wunsch der Notenbanker, die Inflation spätestens bis zum Jahr 2025 auf 2 % zu begrenzen. Vor diesem Hintergrund dürfte die Unsicherheit über den mittelfristigen Inflationsausblick zu einer Pattsituation im EZB-Rat führen, die einerseits weitere Leitzinserhöhungen wenig wahrscheinlich macht, andererseits aber vorerst auch keine Senkungen zulässt. Deren Beginn erwarten wir erst in der zweiten Hälfte des kommenden Jahres. Der Rückgang der Überschussreserven ruft weiterhin keine erkennbaren Spannungen im Bankensystem hervor, sodass die laufenden Refinanzierungsgeschäfte der EZB kaum in Anspruch genommen werden. Entsprechend sollten sich die €STR- und EURIBOR-Sätze vorerst weiterhin am Einlagensatz orientieren. In den kommenden Monaten dürfte sich die EZB verstärkt mit der operativen Ausgestaltung ihrer Geldmarktsteuerung befassen.

Perspektiven

Der Rückgang der Inflation erstreckt sich zunehmend auch auf die Kernrate und dürfte sich daher fortsetzen. Dennoch ist noch für längere Zeit von einer Teuerung weit über dem Inflationsziel von 2 % auszugehen, vor allem aufgrund stark steigender Löhne. Die EZB beabsichtigt deshalb, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch eine ausreichend restriktive Geldpolitik zu drosseln. Nach der Anhebung des Einlagensatzes auf 4,00 % im September zeichnet sich eine längere Phase unveränderter Leitzinsen ab. Die meisten Ratsmitglieder würden weitere Erhöhungen lediglich dann in Erwägung ziehen, falls der Rückgang der Inflation unerwartet ins Stocken gerät. Umgekehrt rechnen wir mit dem Beginn von Senkungen erst in der zweiten Hälfte kommenden Jahres, sofern sich der allgemeine Trend von Löhnen und Preisen bis dahin erkennbar abgeschwächt hat. Darüber hinaus wird die EZB den Abbau ihrer Bilanz fortsetzen. Sowohl die sukzessiven Fälligkeiten der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III als auch das Abschmelzen der Wertpapierbestände des APP werden dazu beitragen, die Überschussreserven der Banken zu reduzieren. In den kommenden Monaten dürfte die EZB darüber entscheiden, ob sie diese Überschussreserven langfristig auf null zurückfahren oder einen Sockelbetrag beibehalten will. Erst danach ist mit Ankündigungen zum Abbau der Wertpapierbestände des PEPP und gegebenenfalls zu einer Anhebung des Mindestreservesatzes zu rechnen.

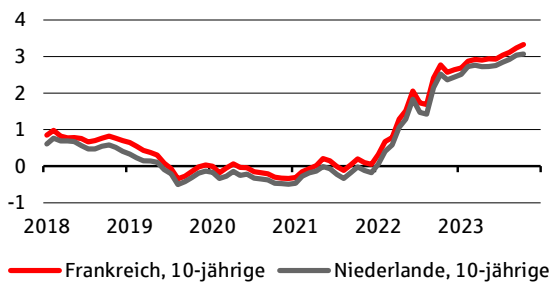
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



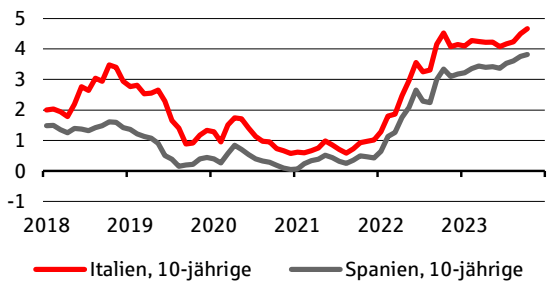
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	11.10.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	3,11	3,10	1,84
Deutschland 10J	2,72	2,64	2,30
Frankreich 10J	3,33	3,17	2,88
Italien 10J	4,67	4,40	4,68
Spanien 10J	3,82	3,69	3,47
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	3,15	3,00	2,75
Deutschland 10J	2,85	2,80	2,70

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

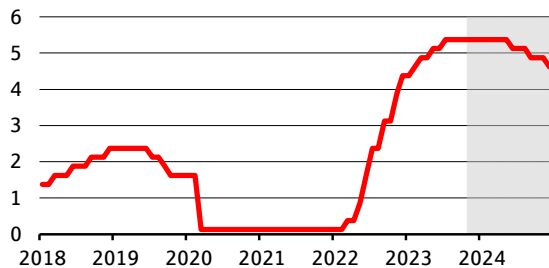
Der Anstieg der Renditen langlaufender Bundesanleihen in den vergangenen Wochen ging unseres Erachtens nicht von der Geldpolitik der EZB aus. Ihr Zinsschritt im September hatte keine nennenswerten Auswirkungen auf die mittelfristigen Leitzinserwartungen. Zudem stehen den höheren Renditen am langen Ende rückläufige langfristige Inflationserwartungen gegenüber. Der hohe Emissionsbedarf der Staaten und der Bilanzabbau der EZB wirken zwar belastend, dürften für den jüngsten Anstieg der Laufzeitprämien aber nur eine untergeordnete Rolle gespielt haben. Stattdessen sehen wir die wichtigste Triebfeder in der überraschenden Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft gegenüber dem hohen Zinsniveau. Wir halten diese Entwicklung jedoch für wenig aussagekräftig für den Euroraum und rechnen daher hier mit nach unten gerichteten Renditen.

Perspektiven

Auf Sicht von zwölf Monaten gehen wir in sämtlichen Laufzeitbereichen von tendenziell sinkenden Renditen von Bundesanleihen aus, wobei sich die Inversion der Bundkurve weiter zurückbilden sollte. Der dominierende Einflussfaktor am kurzen Ende ist dabei die zunehmende Überzeugung der Marktteilnehmer, dass die Leitzinsen der EZB ihren Zenit erreicht haben und mittelfristig Senkungen anstehen, auch wenn wir diese erst später erwarten als derzeit in den Geldmarkt-Futures eingepreist ist. Die Renditen langlaufender Bundesanleihen dürften vor allem die rückläufigen Inflationsraten und die deshalb sinkenden langfristigen Inflationserwartungen widerspiegeln. Zudem sehen wir vor dem Hintergrund des hohen Anlagebedarfs den Spielraum für positive Realzinsen gerade im längeren Laufzeitbereich als begrenzt an. So sollte der Aufwärtsdruck durch die hohen Renditen von US-Staatsanleihen mittelfristig nachlassen, denn wir rechnen weiterhin mit Leitzinssenkungen der Fed im kommenden Jahr. Der Bilanzabbau der EZB hatte bislang einen nur überschaubaren Effekt auf das lange Ende der Bundkurve, 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.

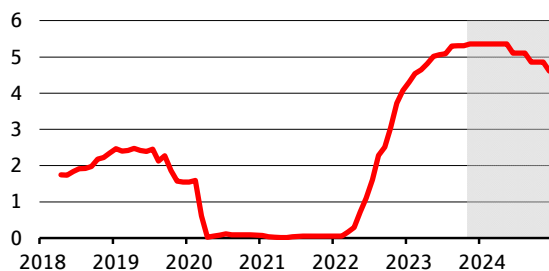
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



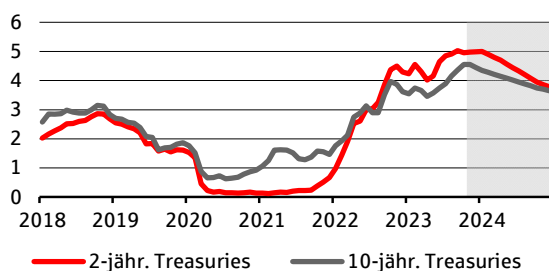
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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.)	11.10.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	5,25-5,50	5,25-5,50	3,00-3,25
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,31	5,30	3,05
Renditen 2-j. Treasuries	4,98	4,99	4,31
Renditen 10-j. Treasuries	4,56	4,29	3,95
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	5,25-5,50	5,25-5,50	4,75-5,00
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,36	5,36	4,86
Renditen 2-j. Treasuries	5,00	4,70	3,95
Renditen 10-j. Treasuries	4,35	4,15	3,75

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

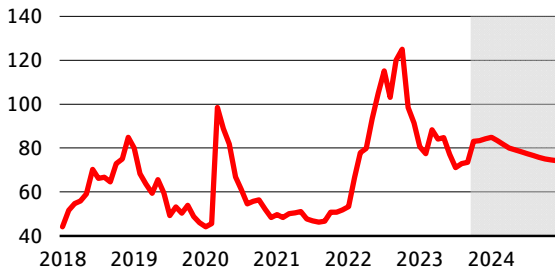
Der deutliche Renditeanstieg bei US-Staatsanleihen hat sich auch in Kommentaren von FOMC-Mitgliedern niedergeschlagen. Obwohl die FOMC-Mitglieder im September noch eine weitere Leitzinserhöhung bis Ende des Jahres in Aussicht gestellt hatten und der jüngste überraschend starke Arbeitsmarktbericht durchaus ein Argument für eine weitere Straffung wäre, scheint die Mehrheit der FOMC-Mitglieder den Renditeanstieg als Substitut zu interpretieren. Angesichts weiterhin starker Konjunkturdaten haben wir den erwarteten Beginn der Leitzinswende auf Mitte kommenden Jahres verschoben. Zudem rechnen wir nun mit nur noch quartalsweisen Leitzinssenkungen um je 25 Basispunkte.

Perspektiven

Das Jahr 2022 war für den US-Rentenmarkt einschneidend. Denn erstmals seit mehreren Jahrzehnten gab es gravierende 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 Fed setzte in der ersten Jahreshälfte 2023 den Weg der geldpolitischen Straffung fort, wenngleich mit verringertem Tempo. Mit der Zinsanhebung im Juli dürfte das Ende der Zinserhöhungen erreicht worden sein. Entsprechend steht am Rentenmarkt hinsichtlich der Renditen der Weg nach unten im Fokus. Hierbei ändern sich die Einschätzungen der Märkte, ab wann und in welchem Ausmaß die Fed die Leitzinsen senken wird, je nach aktueller Datenlage sehr deutlich, was sich in spürbar schwankenden Renditen für US-Staatsanleihen widerspiegelt. Der Ausblick für das Jahr 2024 und darüber hinaus hängt maßgeblich von der Inflationsentwicklung ab. Auch die Entwicklung am Arbeitsmarkt ist bedeutsam. Von geringerer Relevanz, wenngleich nicht vollkommen vernachlässigbar, ist hingegen die konjunkturelle Entwicklung. Nur Extremszenarien – eine überaus starke wirtschaftliche Erholung bzw. eine scharfe Rezession – hätten spürbaren Einfluss auf den mittelfristigen Inflationsausblick.

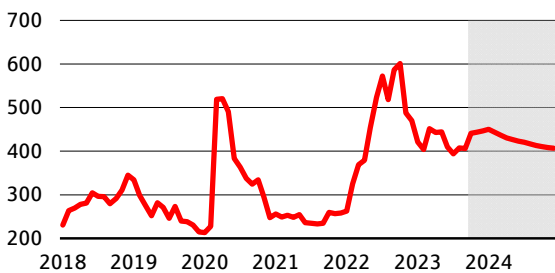
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



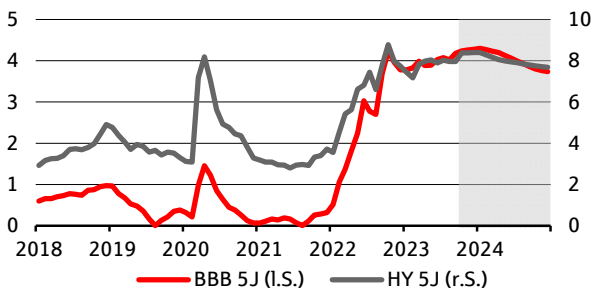
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates 5 Jahre (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	11.10.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	83	70	135
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	442	396	644
Corporates BBB 5 J (%)	4,23	4,13	4,26
Corporates HY 5 J (%)	8,31	7,95	8,86

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

Mit dem kräftigen Zinsanstieg der letzten Wochen und der Verunsicherung der Märkte durch das Kriegsgeschehen im Nahen Osten sind die Spreads an den Kreditmärkten leicht angestiegen. Hierunter haben zunehmend auch Kassa-Anleihen gelitten, die sich bis zum Sommer teilweise den Spread-Ausweitungen bei Kreditderivaten hatten entziehen können. Denn zuletzt sind auch einige Corporate-Neuemissionen mit recht attraktiven Neuemissionsprämien ausgestattet worden, um die Platzierung zu garantieren. Durch Tauschoperationen am Sekundärmarkt haben sich alte ausstehende Anleihen im Spread ausgeweitet. Zwar sind die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen im Vergleich zu früheren Jahren immer noch nicht sonderlich hoch, doch das absolute Renditeniveau lässt sie durchaus attraktiv erscheinen.

Perspektiven

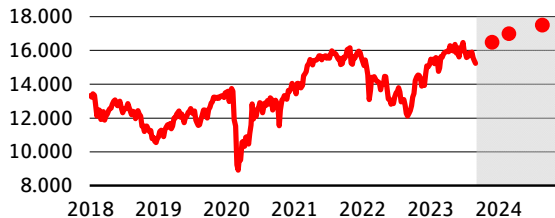
Die Kreditmärkte werden vor allem von dem sehr starken Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus dominiert. Die Renditen von Unternehmensanleihen aus dem Investmentgradebereich hielten sich dadurch seit dem Frühjahr auf vergleichsweise hohem Niveau stabil. Anziehende Bundrenditen wurden teilweise mit Rückgängen der Risikoaufschläge für Corporates kompensiert. In der Folge sind die Spreads zwischenzeitlich auf ein überraschend niedriges Niveau gesunken, haben zuletzt aber wieder etwas angezogen. Bis in den Winter hinein ist besonders in Deutschland, aber auch in Euroland mit enttäuschenden Wirtschaftszahlen zu rechnen, die immer mal wieder auch Spread-Ausweitungen mit sich bringen dürften. Für die großen Unternehmen hellen sich mittelfristig die Umsatz- und Gewinnperspektiven aber schon wieder leicht 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, beispielsweise den iTraxx Financials oder den iTraxx Crossover, der aus Unternehmen aus dem High Yield-Bereich gebildet wird.

Aktienmarkt Deutschland

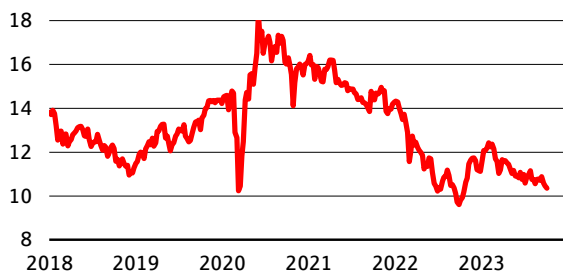
DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung DAX	von bis	11.10.17 11.10.18	11.10.18 11.10.19	11.10.19 11.10.20	11.10.20 11.10.21	11.10.21 11.10.22	11.10.22 11.10.23	11.10.23 11.10.24
		-11,04%	8,43%	4,31%	16,46%	-19,60%	26,51%	

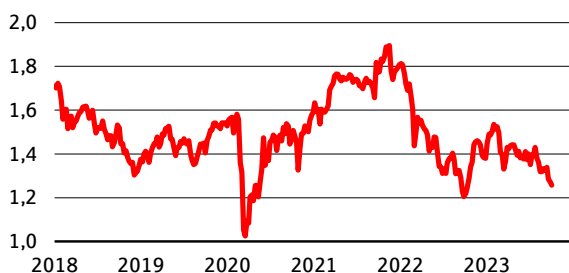
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	11.10.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	15.460	15.801	12.220
DAX (Veränd. in % seit ...)		-2,16	26,51
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	16.500	17.000	17.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.- Verhältnis	Kurs-Buchw.- Verhältnis	Dividenden- rendite %
DAX aktuell	10,35	1,26	4,59
DAX Ø (10 Jahre roll.)	13,08	1,53	3,27

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

Im Fokus

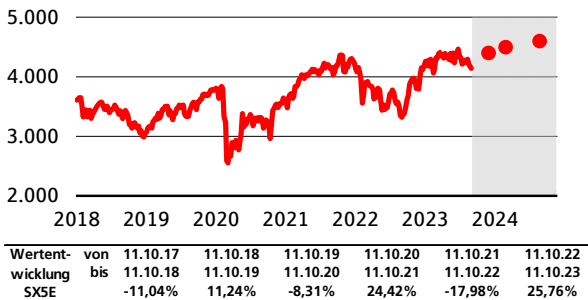
Positive Konjunkturimpulse sind zwar noch nicht in Sicht, dafür stabilisiert sich das Wachstum auf niedrigem Niveau. Die Einkaufsmanagerindizes deuten darauf hin, dass die Unternehmen Auftragsbestände abarbeiten und Lagerbestände abbauen. Das kann die schwachen Auftragseingänge derzeit kompensieren und spricht dafür, dass die Unternehmen weiterhin gut durch das schwierige Wachstumsumfeld kommen. Dementsprechend erwarten wir, dass die Ende Oktober / Anfang November vorgelegten Geschäftszahlen für das dritte Quartal solide ausfallen. Dies wird den Markt fundamental beruhigen und die Korrekturbewegung der letzten Wochen wirksam begrenzen. Deren Auslöser waren ohnehin weniger Wachstumssorgen, sondern vielmehr die stark angestiegenen Zinsen, die sich in den kommenden Monaten aber wieder deutlich beruhigen sollten. Die Bewertungsniveaus haben sich zuletzt nochmals weiter nach unten bewegt und sollten für den regelmäßigen Einstieg genutzt werden.

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. Deutschland steckt im Jahr 2023 in der Rezession fest und wird im kommenden Jahr nur leicht wachsen. Das zieht auch die Unternehmen in Deutschland in Mitleidenschaft. 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, die betreffenden Reinvestitionen gestoppt, und die Leitzinsen wurden in großen Schritten nach oben genommen. Allerdings dürfte nun das Ende des Leitzinserhöhungszyklus erreicht sein. 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)



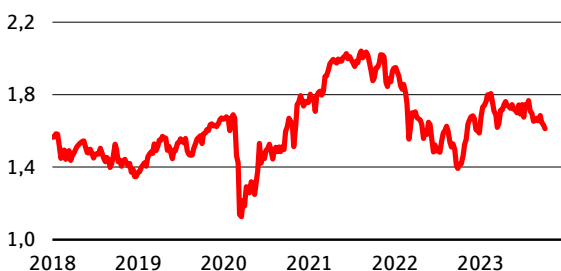
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	11.10.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.201	4.254	3.340
EURO STOXX 50 (Veränd. in % seit ...)		-1,3	25,8
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.400	4.500	4.600
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EURO STOXX 50 aktuell	11,4	1,6	4,1
EURO STOXX 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,9	1,5	3,7

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

Im Fokus

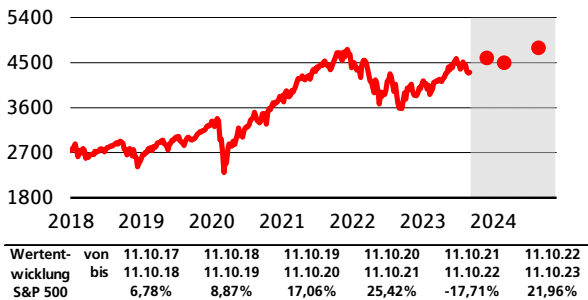
Wie so oft in der Vergangenheit war auch in diesem Jahr der September kein guter Monat für Aktienanleger. Der Euro Stoxx 50 brach aus seiner seit rund einem halben Jahr bestehenden Seitwärtsbewegung nach unten aus. Hauptgrund waren die deutlichen Anstiege von nominalen und realen Renditen nach dem Treffen der US-Notenbank Mitte September. Weiterhin schwächelt das Wachstum in der Eurozone, und der Inflationsdruck lässt in der Kernrate nur langsam nach, weshalb die EZB ihre restriktive Geldpolitik beibehält. Die jüngste Korrektur bietet nun aber einen besseren Einstiegszeitpunkt, und die Wachstumsaussichten sollten sich in den kommenden Monaten schrittweise verbessern. Die Unternehmensberichtsaison für das dritte Quartal verspricht, spannend zu werden. Sie könnte auf den reduzierten Kurs- und Bewertungsniveaus Ausgangspunkt für eine Kurserholung sein. Wichtig und hilfreich wäre kurzfristig nachlassender Druck von den Rentenmärkten, also eine Stabilisierung oder Korrektur bei den zuletzt schnell gestiegenen Renditen von Staatsanleihen.

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. Die Volkswirtschaften und vor allem die Unternehmen haben sich als sehr anpassungsfähig erwiesen. Aber das Inflationsthema dürfte die Märkte noch lange beschäftigen. Damit sind hohe Leit- und Kapitalmarktzinsen und im Risikoszenario auch eine spürbare Rezession verbunden. Euroland-Aktien sind im Durchschnitt zwar nicht 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 Automobile 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 vor allem unerwünschte 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.

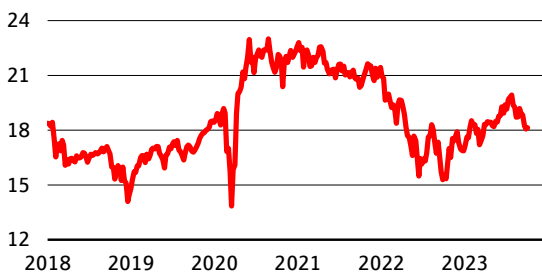
Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



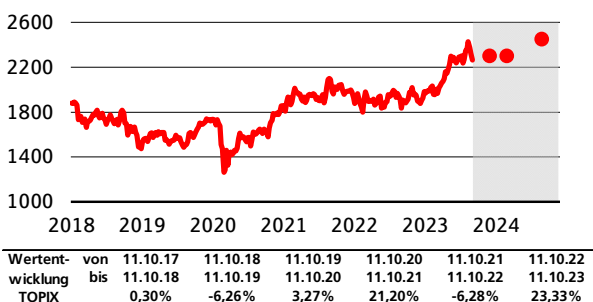
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	11.10.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	4.377	4.487	3.589
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		-2,5	22,0
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	4.600	4.500	4.800
TOPIX (Indexp.)	2.300	2.300	2.450
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	18,1	3,6	1,7
TOPIX	14,1	1,2	2,5

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

USA

Seit dem letzten Meeting der US-Notenbank Mitte September und der überraschend hawkishen Kommunikation stiegen die Nominal- und Realrenditen kräftig an. Das belastete auch die Aktienmärkte. Damit wurde der September seinem Ruf als schwieriger Aktienmonat erneut gerecht. Die Mitte Oktober startende Berichtssaison sollte die Gewinnprognosen der Analysten deutlich übertreffen, da die wirtschaftliche Entwicklung im dritten Quartal wesentlich stärker ausfiel als anfangs erwartet und die Gewinnanschätzungen das bisher anscheinend unzureichend reflektieren. Damit könnte die jüngste Schwächephase einen kurz- und langfristig attraktiven Einstiegszeitpunkt darstellen. Risiken sind vor allem weiter steigende Zinsen und eine plötzliche Abschwächung der US-Wirtschaft.

Japan

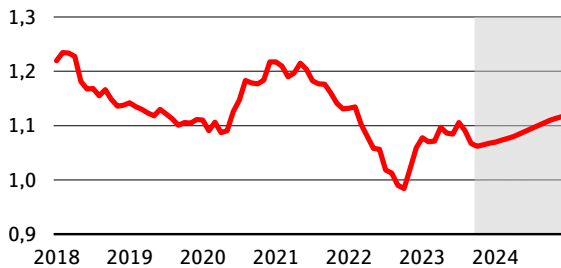
Japanische Aktien haussierten bis Mitte September und erreichten dabei die höchsten Stände seit über 30 Jahren. Dann führte der starke globale Zinsanstieg zu Gewinnmitnahmen. Grundsätzlich ist der Markt im letzten Halbjahr von internationalen Anlegern wiederentdeckt worden. Positive Gewinnrevisionen, Fortschritte bei der Unternehmensführung und verbessertes nominales Wachstum im Rahmen der Überwindung der Deflation stützten die Kurse.

Perspektiven

Weiterhin überzeugt in den USA der private Konsum, der Arbeitsmarkt ist relativ stark, und der Immobilienmarkt erholte sich zuletzt. In Summe hat sich die Wachstums einschätzung in den letzten Monaten klar verbessert. Gleichzeitig hat der Inflationsdruck nachgelassen. Das wurde von den Anlegern entsprechend positiv aufgenommen, verstärkt durch das sich abzeichnende Ende des Fed-Zinserhöhungszyklus. Die zuletzt überraschend hawkishen Einschätzungen der US-Notenbanker haben zu kräftig steigenden Renditen geführt, wodurch die Attraktivität von Aktienanlagen im September gelitten hat. Zudem steigen hierdurch die Risiken für eine wirtschaftliche Belastung durch das restriktive Zinsniveau.

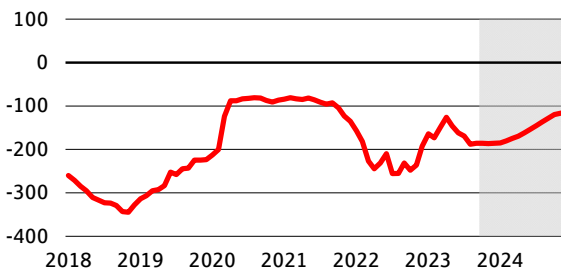
Währungen: EUR-USD

Wechselkurs (US-Dollar je Euro)*



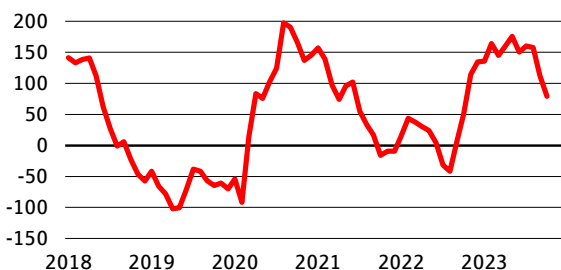
* Anstieg bedeutet Aufwertung des Euro
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	11.10.2023	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,06	1,07	1,08	1,11
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-187	-185	-170	-120
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-184	-150	-135	-105
Leitzins EZB (%)	4,50	4,50	4,50	4,25
Leitzins Fed (%)	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	4,75-5,00
Konjunkturdaten	2022	2023P	2024P	
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	3,3	0,6	1,2	
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,9	2,3	1,5	
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,4	5,5	2,8	
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	4,2	2,6	

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

Im Fokus

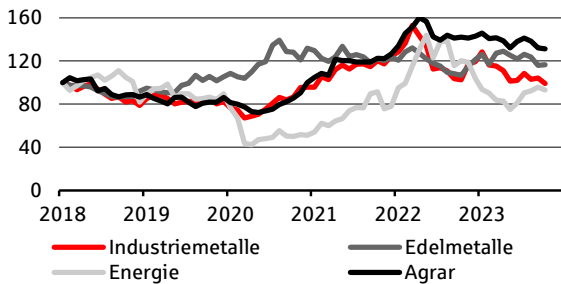
Der Zinsvorsprung der US-Treasuries gegenüber den Bundesanleihen bleibt groß und begründet die anhaltende US-Dollar-Stärke. Anfang Oktober ist der EUR-USD-Wechselkurs auf 1,05 USD je EUR gesunken und markierte damit einen neuen Jahrestief. In den kommenden Monaten bleiben die Belastungen für den Euro noch bestehen. Für Deutschland deutet sich eine spürbare Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal an, was Stagnation für Euroland bedeuten dürfte. Dagegen zeugen die Makro-Daten aus den USA, wie der jüngste US-Arbeitsmarktbericht, weiterhin von einer robusten Konjunktur. Somit erwarten wir nun etwas spätere und moderatere Leitzinssenkungen der US-Notenbank Fed. Ab dem Frühjahr 2024 sollte der Euro wieder erstarren, wenn Euroland seine konjunkturelle Schwächephase überwunden hat.

Perspektiven

Nach dem Zwanzigjahrestief von 0,96 USD je EUR im September 2022 hat der EUR-USD-Wechselkurs mittlerweile deutlich nach oben korrigiert. Dazu beigetragen haben die beherzten Leitzinserhöhungen der EZB seit Mitte 2022, wodurch die Leitzinsdifferenz zur US-Notenbank Fed sowie der Zinsvorsprung der US-Renditen gegenüber den Bundrenditen gesunken ist. Aufgrund der Datenabhängigkeit der Notenbanken beim Vortasten zur ihren Leitzinshochs haben sich die Markterwartungen an die Leitzinspfade der Notenbanken seit Jahresanfang mehrmals geändert. Das hat dem Euro gegenüber dem US-Dollar einen leichten, schwankungsreichen Aufwärtstrend beschert. Insgesamt sind die Leitzinsen in den USA höher als in Euroland, was dem US-Dollar in diesem Jahr gute Unterstützung bietet. In unserem Ausblick für das EUR-USD-Währungspaar stehen beiden Währungsräumen etwa zwei Jahre restriktiver Geldpolitik bevor, wieder sinkende Zinsen, eine recht widerstandsfähige wirtschaftliche Entwicklung sowie der Rückgang der Inflation in Richtung der Notenbankziele von 2 %. Mit diesen Annahmen einer makroökonomischen Normalisierung erwarten wir perspektivisch auch eine Normalisierung des EUR-USD-Dollar-Wechselkurses hin zu einem höheren Niveau. Somit sollte der Euro seine Unterbewertung gegenüber dem US-Dollar insbesondere ab 2024 zunehmend abbauen können.

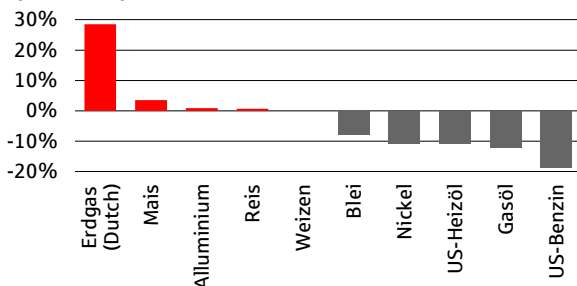
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2018 = 100)



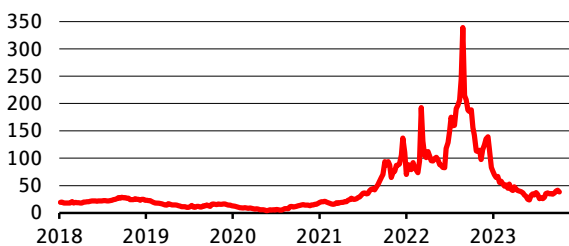
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	11.10.2023	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	36,9	-1,6	-24,6
BCOM Industriemet.	137,5	-4,1	-5,9
BCOM Edelmetalle	206,5	-3,6	6,5
BCOM Agrar	63,1	-5,3	-8,5

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

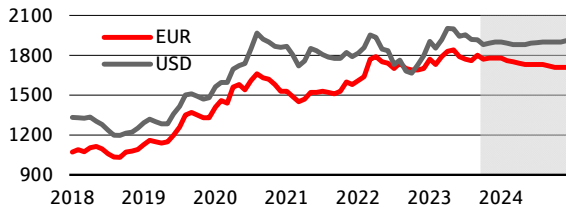
Die vermehrten Konjunktursorgen im Zuge der deutlichen Renditeanstiege bei langlaufenden US-Staatsanleihen haben auch auf die Rohstoffmärkte ausgestrahlt. Die Rohstoffnotierungen gaben in der Breite nach, was eine schwächere Nachfrageerwartung widerspiegelte. Bei manchen konjunktursensitiven Industriemetallen wie Nickel, Blei oder Kupfer kam es zu einem ausgeprägten Rückgang. Da die Konjunkturängste nicht mit einer verstärkten Flucht der Anleger in Sicherheit einhergingen – im Gegenteil, es waren ja gerade die Renditeanstiege, die die Konjunktursorgen entfachten –, konnten die Edelmetalle in dieser Gemengelage nicht profitieren und gerieten ebenfalls in den Abwärtssog. Denn steigende Renditen erhöhen die Opportunitätskosten der zinslosen Haltung von Edelmetallen. Der europäische Erdgaspreis schwamm allerdings gegen den Strom. Er legte deutlich zu, was auf Angebotsorgen aufgrund des noch ungelösten Arbeitskampfes bei Flüssiggasanlagen in Australien und der Sabotage an der Gaspipeline zwischen Estland und Finnland zurückzuführen war. Alles in allem haben die Risiken erkennbar zugenommen, dass die Zinsen länger auf hohem Niveau verharren oder sogar weiter ansteigen könnten, was mittelfristig auf den Konjunkturperspektiven, den Rohstoffnachfrageerwartungen und damit auf den Rohstoffpreisen lasten würde. Kurzfristig sind jedoch zunächst Aufwärtskorrekturen nach den zum Teil übertriebenen Preisrückgängen beispielsweise bei Öl oder Gold möglich.

Perspektiven

Das schwache weltwirtschaftliche Wachstum, die erhöhte Inflation und die geldpolitische Straffung sind 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 von stärkeren regionalen Produktionsmustern und einer dauerhaften wirtschaftlichen Abkopplung Russlands vom Westen geprägt sein. 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

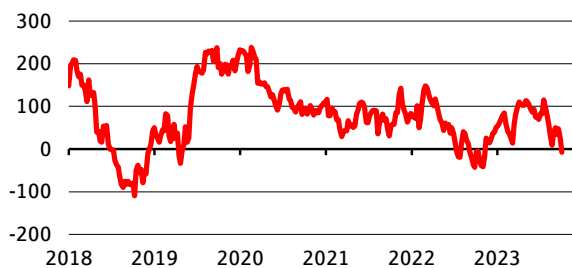
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	30.09.17	30.09.18	30.09.19	30.09.20	30.09.21	30.09.22	30.09.23
Gold in Euro								
Gold in USD								

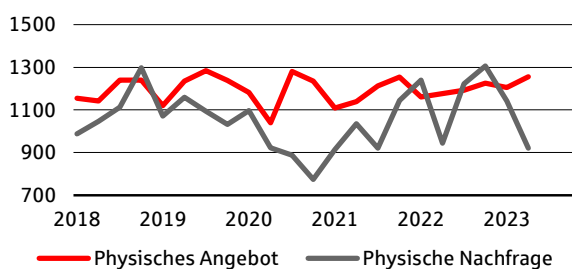
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	11.10.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1765,63	1794	1719
Gold (USD je Feinunze)	1872,80	1929	1679
Silber (EUR je Feinunze)	20,87	21	20
Silber (USD je Feinunze)	22,13	23	19
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Gold (EUR je Feinunze)	1780	1740	1710
Gold (USD je Feinunze)	1900	1880	1900

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

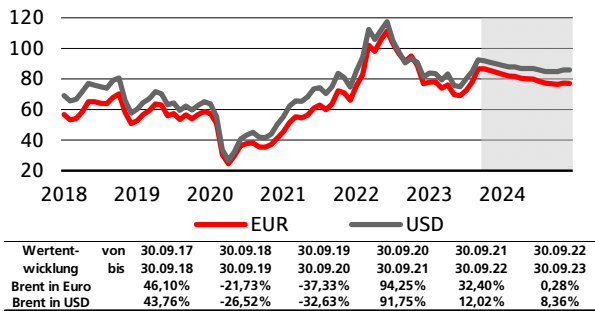
Zwar ließ die US-Notenbank Fed bei ihrer Septemberversitzung die Leitzinsen unverändert, doch ihre falkenhafte Kommunikation brachte die Goldnotierung gehörig unter Druck, sodass diese zwischenzeitlich auf 1.820 US-Dollar je Feinunze fiel. Denn robuste Wirtschaftsdaten aus den USA bestärkten die Markterwartung einer „weichen Landung“ der US-Wirtschaft, was noch für längere Zeit eine restriktive Geldpolitik seitens der Fed erfordern würde. Das bedeutet: hohe Zinsen für längere Zeit. Während daraufhin die Anleiherenditen mit längeren Laufzeiten kräftig stiegen, sank der Goldpreis – nicht zuletzt auch aufgrund der Dollar-Stärke. Durch die erneute Eskalation des Nahost-Konflikts wird Gold zunehmend als sicherer Hafen gesucht. Dies gibt der Goldnotierung kurzfristig Aufwind. Allerdings erwarten wir erst bei absehbaren ersten Leitzinssenkungen und damit erst im Lauf des kommenden Jahres mit einem belastbaren neuen Aufwärtstrend.

Perspektiven

Die hohen Inflationsraten haben dafür gesorgt, dass die großen Notenbanken ihre geldpolitischen Zügel gestrafft haben. Die US-Notenbank Fed und die EZB dürften ihren Leitzinserhöhungszyklus inzwischen aber weitestgehend beendet haben. Die Leitzinsen sollten vorerst auf den erhöhten Niveaus verharren und im Verlauf von 2024 wieder moderat zurückgehen. Die Belastungen von Seiten der geldpolitischen Straffung laufen also langsam aus, und die Zinsrückgänge im kommenden Jahr dürften stützend wirken. Auch bleiben die risikolosen Zinsen, also die Opportunitätskosten der (zinslosen) Goldhaltung, im gesamten Prognosezeitraum im historischen Vergleich auf moderaten Niveaus. Preisstützend wirkt zudem, dass die geopolitische Risikoprämie, die der Krieg Russlands gegen die Ukraine sowie der erneut ausgebrochene Nahost-Konflikt nach sich ziehen, noch längere Zeit erhalten bleibt. In der Summe erwarten wir, dass der Goldpreis perspektivisch auf einen moderaten Aufwärtstrend zurückkehren wird.

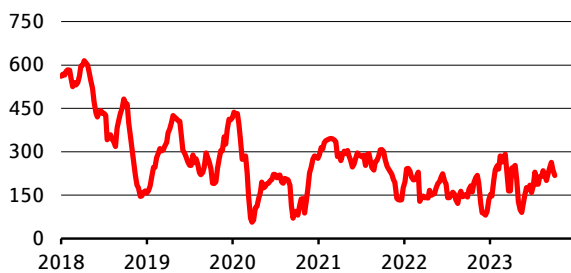
Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



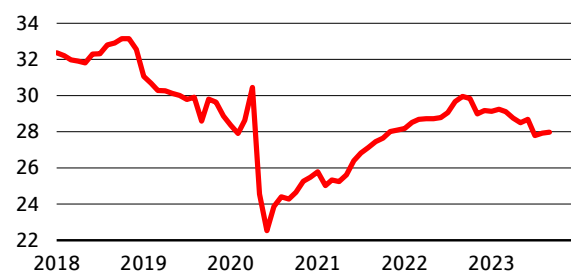
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettositionierung* 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)	11.10.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	80,9	84,3	96,6
Brent (USD)	85,8	90,6	94,3
WTI (USD)	83,5	87,3	89,4
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	83	81	77
Brent (USD)	89	87	85
WTI (USD)	85	83	81

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

Seit Ende September sind die Rohölnotierungen kräftig unter Druck geraten. Die Ursachen hierfür sind außerhalb des Rohstoffsektors zu suchen. Denn der spürbare Rückgang des Rohölpreises resultierte aus verstärkten Konjunkturängsten, die mit den deutlich gestiegenen Anleiherenditen zu erklären waren. Mit der militärischen Eskalation des Nahost-Konflikts in Israel drehten die Ölnotierungen dann nach der ersten Oktoberwoche wieder nach oben. Zwar dürfte der globale Ölmarkt von dem Konflikt nicht direkt betroffen sein, solange er lokal begrenzt bleibt. Doch ist in diesem Umfeld jederzeit mit erhöhten Risikoprämien für den Ölpreis zu rechnen. Die jüngsten Daten weisen inzwischen ein klares Angebotsdefizit am weltweiten Ölmarkt aus. Es wird erwartet, dass die Lücke zwischen Nachfrage und Angebot, also das Defizit, im Jahresverlauf weiter zunehmen wird.

Perspektiven

Die hohe Inflation und die dadurch ausgelöste geldpolitische Straffung der Notenbanken bremsen die Konjunktur vorübergehend und in moderatem Ausmaß. Es wird lediglich eine wirtschaftliche Schwächephase, aber keine scharfe Rezession erwartet, die mit einem entsprechenden Einbruch des Ölkonsums einherginge. Chinas Wirtschaft wächst im Prognosezeitraum aufgrund anhaltender inländischer Probleme schwach. Alles in allem dürfte die globale Ölnachfrage moderat zunehmen. Die Länder der OPEC+ haben als Reaktion auf die schwächeren Ölnachfrageerwartungen ihre Strategie der Fördermengenreduzierung 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: 70 %)

- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck hoch und dämpfen das globale Wachstum.
- Regimewechsel am Kapitalmarkt durch dauerhaft höhere Zinsen.
- Notenbanken haben ihren Leitzinsanhebungszyklus weitgehend abgeschlossen und agieren mit aufmerksamem Blick auf die Datenlage. 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 moderat aufwärts mit hohen Schwankungen. Sie profitieren vom globalen Wachstum und vom Umbau der Wirtschaft mit Blick auf Digitalisierung und Nachhaltigkeit.
- Zinsen dürften tendenziell Inflationsraten nur knapp übertreffen. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Zweitrundeneffekte bei der Inflation setzen Lohn-Preis-Spirale in Gang und führen für lange Zeit zu 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 oder des militärischen Konflikts im Nahen Osten 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 der geopolitischen Konflikte führt zu zügiger Beruhigung von Wirtschaft und Finanzmärkten.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen lassen Aktienkurse deutlich steigen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

Redaktionsschluss: 12.10.2023 (7 Uhr)
Nächste Ausgabe: 10.11.2023

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