

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

November 2023

Kommt die Rezession oder kommt sie nicht?



Liebe Anlegerinnen
und Anleger,

die US-Notenbank Fed und die Europäische Zentralbank EZB haben innerhalb eines guten Jahres ihre Leitzinsen massiv angehoben, um die viel zu hohen Inflationsrisiken wirksam zu

bekämpfen. Nun scheint es, als ob sie fürs Erste zufrieden wären mit ihrer Vollbremsung. Bei den jüngsten Zinsentscheiden haben sich beide Notenbanken für unveränderte Leitzinsen ausgesprochen. Das Zinsplateau scheint erreicht zu sein. Warum „Zinsplateau“ und nicht „Zinsgipfel“? Weil vieles darauf hindeutet, dass die Leitzinsen in beiden Währungsräumen noch für geraume Zeit hoch bleiben werden.

Ein wichtiger Grund für dieses „High for longer“ ist die Tatsache, dass die Volkswirtschaften so robust auf die widrigen Bedingungen im Umfeld vehemente Zinsanstiege reagieren, sowohl die USA als auch Euroland. Einerseits ist es erfreulich, wenn die restriktive Geldpolitik keine Rezession verursacht. Andererseits steigt damit das Risiko, dass die Inflationsraten die Ziele der Notenbanken ohne Rezession nicht erreichen werden. Es wäre kritisch, wenn die Inflationsraten längerfristig deutlich über 2 % verharren würden, denn dann würden die Notenbanken ihren Ruf als Hüter der Geldwertstabilität riskieren und massiv an Glaubwürdigkeit verlieren.

Somit ist klar, dass baldige Leitzinssenkungen unrealistisch sind. Oder wird vielleicht doch noch eine Rezession kommen, die ein schnelles Umsteuern ermöglichen würde? Schaut man auf die Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes, dann ist zumindest ein konjunkturell frostiges Winterhalbjahr durchaus denkbar. Die Verunsicherung durch die Eskalation im Nahost-Konflikt durch den Überfall der Hamas auf Israel, die damit verbundenen Ängste wegen eines möglichen starken Anstiegs des Ölpreises und die enttäuschende Dynamik

der chinesischen Wirtschaft – dies alles sorgt zurzeit für wenig Optimismus.

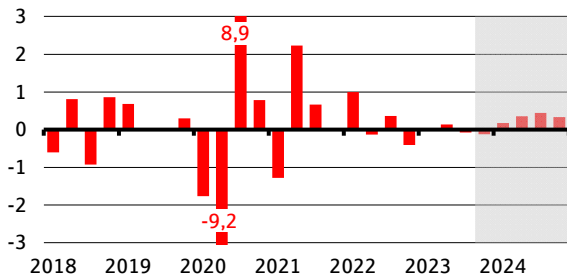
Doch halten wir an unserer Einschätzung fest, dass die Wirtschaft in den USA und in Euroland erstaunlich robust bleiben dürfte. Anhaltend niedrige Arbeitslosigkeit, steigende verfügbare Einkommen und rückläufige Inflationsraten bestärken uns in der Erwartung, dass im Winterhalbjahr das Wachstum in den großen Wirtschaftsräumen zwar lahm bleibt, es aber nicht zu einer spürbaren Schrumpfung der Wirtschaftsleistung kommen wird. Insofern verbleibt eine hohe Nervosität an den Aktien- wie auch an den Rentenmärkten. Aber die Aussicht auf sinkende Leitzinsen im Lauf des Jahres 2024 dürfte den Aktien- und den Rentenmärkten wieder neuen Schwung verleihen. Das macht die gegenwärtige Übergangsphase interessant für den Aufbau langfristiger Portfolios sowohl mit Anleihe- als auch mit Aktienbestandteilen.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater
Chefvolkswirt DekaBank

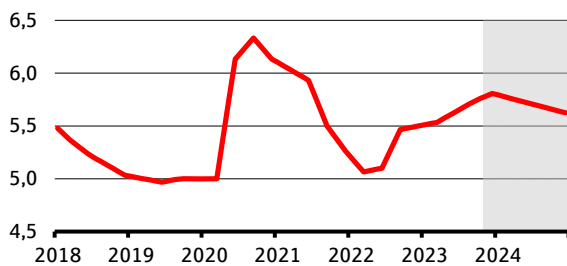
Konjunktur Deutschland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



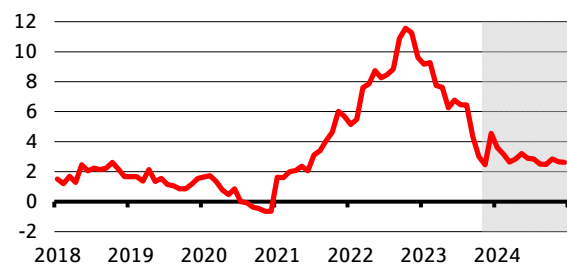
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

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	-0,3	0,6
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,3	5,7	5,7
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,7	6,1	2,9
Finanzierungssaldo des Staates*	-2,6	-3,3	-1,9
Schuldenstand des Staates*	66,3	65,3	65,1
Leistungsbilanzsaldo*	3,0	5,0	5,1
	Aug 23	Sep 23	Okt 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	6,4	4,3	3,0
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,7	5,7	5,8
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	39,1	39,6	40,8
ifo Geschäftsklima (Punkte)	85,8	85,8	86,9

* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

Im Fokus

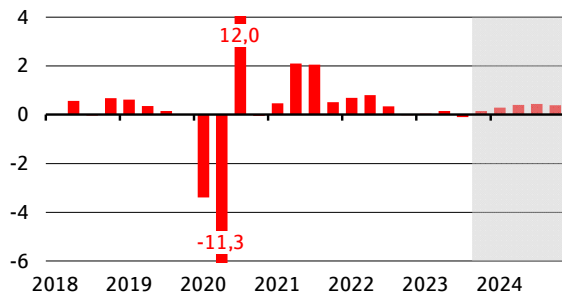
Die letzten Konjunkturdaten waren durch die Bank eine Enttäuschung. Man muss sich fragen, wie das Statistische Bundesamt auf eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts um nur 0,1 % im dritten Quartal gekommen ist; unsere Modelle deuten auf einen deutlich stärkeren Rückgang hin. Zudem startet die deutsche Volkswirtschaft angesichts der schwachen Septemberindikatoren mit einem sogenannten statistischen Unterhang in das letzte Quartal dieses Jahres, was sich von vornherein negativ auf die Wachstumsrate im vierten Quartal auswirkt. Bildlich gesprochen: Der Konjunkturkarren, der eigentlich den Berg hochfahren soll, ist sogar noch ein Stück zurückgerollt. Man muss daher mit einer zweiten Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts in Folge und damit mit einer technischen Rezession rechnen.

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 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.

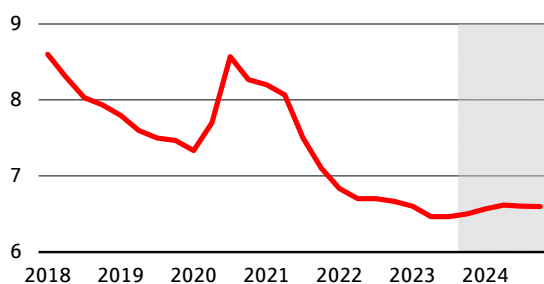
Konjunktur Euroland

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorquartal, saisonbereinigt)



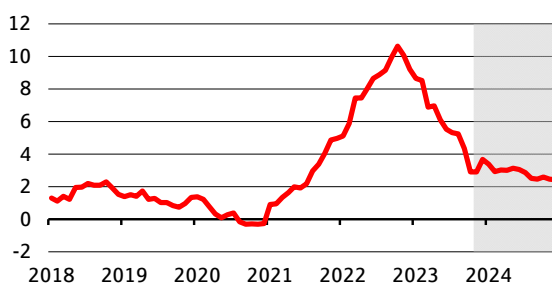
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

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

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

Im Fokus

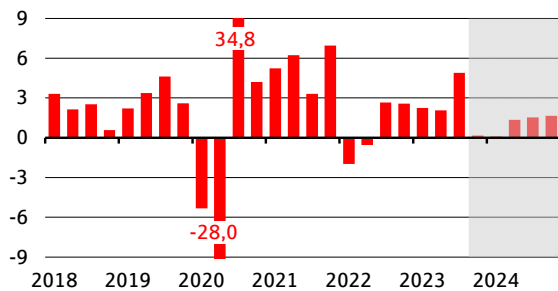
Die europäische Wirtschaft hat im dritten Quartal 2023 an Schwung verloren. Laut Veröffentlichung der vorläufigen Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Euroland nach einem Anstieg im zweiten Quartal um 0,2 % nun im dritten Quartal 2023 um 0,1 % im Vergleich zum Vorquartal (qoq) geschrumpft. Die konjunkturelle Entwicklung in Euroland war in der Betrachtung der vier großen EWU-Länder im dritten Quartal 2023 vergleichsweise homogen. Spitzenreiter war Spanien mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Aktivität um 0,3 % qoq. Mit etwas Abstand folgte Frankreich (+0,1 % qoq). Knapp dahinter lagen Italien mit einer stagnierenden Wirtschaftsleistung und Deutschland mit einer leichten Schrumpfung (-0,1 % qoq).

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.

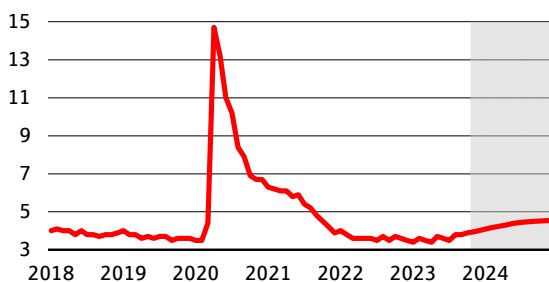
Konjunktur USA

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



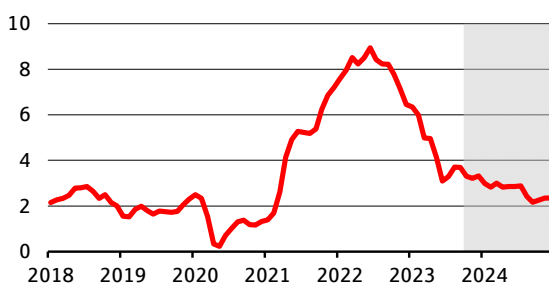
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

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	1,3
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	8,0	4,2	2,6
Finanzierungssaldo des Staates*	-4,0	-8,0	-7,5
Schuldenstand des Staates*	119,3	118,5	122,2
Leistungsbilanzsaldo*	-3,8	-3,0	-3,0
	Aug 23	Sep 23	Okt 23
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	3,7	3,7	
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,8	3,8	3,9
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	47,6	49,0	46,7
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	108,7	104,3	102,6

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

Im Fokus

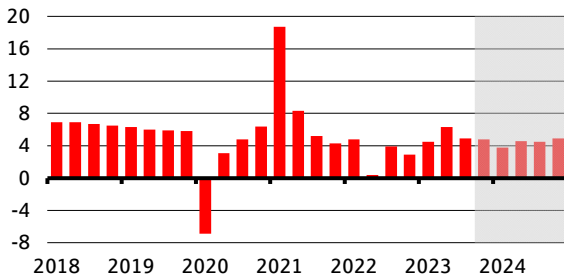
Das Bruttoinlandsprodukt ist im dritten Quartal mit 4,9 % gegenüber dem Vorquartal und auf das Gesamtjahr hochgerechnet überaus kräftig angestiegen. Gleichwohl überraschten die zyklisch bedeutsamen Ausrüstungsinvestitionen auf der unteren Seite. Auch die ersten Stimmungsindikatoren aus dem Unternehmensbereich für das vierte Quartal haben enttäuscht. Damit bekommt die bisherige Resilienz der US-Wirtschaft gegenüber dem sehr hohen Restriktionsgrad der Geldpolitik leichte Risse. Wir haben daher unseren Wachstumsausblick für das Winterhalbjahr 2023/24 etwas nach unten korrigiert, erwarten gleichwohl unverändert für diesen Zeitraum eine sanfte Landung.

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.

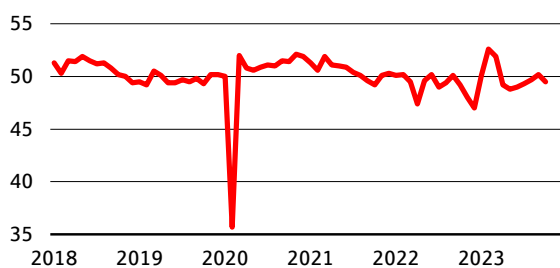
Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



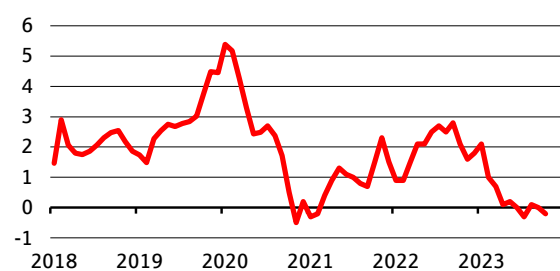
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

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

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

Im Fokus

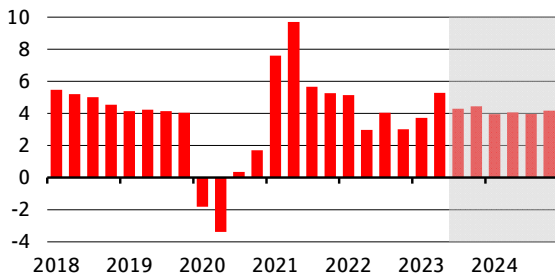
Das Bruttoinlandsprodukt Chinas ist im dritten Quartal überraschend stark um 4,9 % yoy und 1,3 % qoq gestiegen. Zwar dürfte sich die Dynamik im Schlussquartal abschwächen, doch aufgrund des starken dritten Quartals haben wir unsere BIP-Prognose für 2023 von 5,0 % auf 5,1 % angehoben. Die Regierung hat angekündigt, Staatsanleihen im Umfang von einer Billion Renminbi zu begeben, um damit Infrastrukturinvestitionen der Gebietskörperschaften zu finanzieren. Die schwache Einnahmementwicklung der Gebietskörperschaften hatte die Finanzierung der Investitionen zunehmend unsicher gemacht. Die monatlichen Konjunkturdaten zeichnen weiterhin das Bild einer eher schwachen Konjunktorentwicklung und wecken Zweifel an den guten BIP-Zahlen. Die bislang angekündigten Konjunkturstützungsmaßnahmen von Regierung und Zentralbank dürften nicht ausreichen, um eine stärkere Dynamik zu erreichen.

Perspektiven

Der Immobilienmarkt leidet 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 das Potenzial, ihre Produktivität zu steigern, sodass BIP-Wachstumsraten von rund 4 % erreichbar sind. Niedrige Inlandszinsen und der unsichere Wirtschaftsausblick sprechen für eine leichte Abwertung des Renminbis.

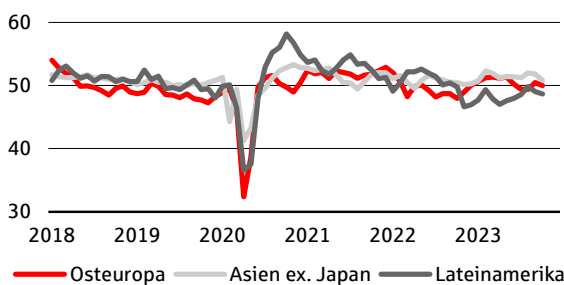
Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



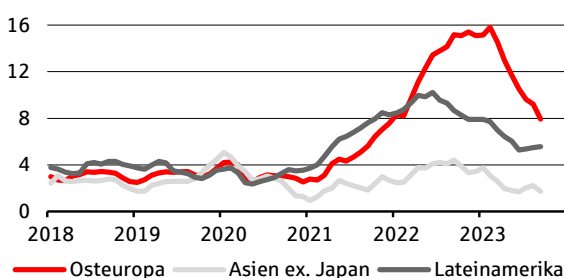
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

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

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

Im Fokus

Der Terrorangriff der Hamas auf Israel und die massiven Luftschläge sowie die Bodenoffensive der israelischen Armee in Gaza haben bislang nicht dazu geführt, dass andere bewaffnete Gruppen oder gar Armeen in der Region mit größeren Operationen in den Krieg eingetreten wären. Die Sorge um eine Einschränkung der Öllieferungen aus der Region mit möglichen Folgen für die globale Wirtschaftsentwicklung ist daher nicht gestiegen. Die anhaltende Unsicherheit um die Nahost-Krise dürfte dennoch dazu führen, dass die Notenbanken der Schwellenländer zunächst eher vorsichtig agieren. Die EM-Konjunktur entwickelt sich eher schwach. Da die Inflationsraten deutlich gesunken sind, dürften die Leitzinsen spätestens im zweiten Quartal kommenden Jahres in den meisten Schwellenländern gesenkt werden.

Perspektiven

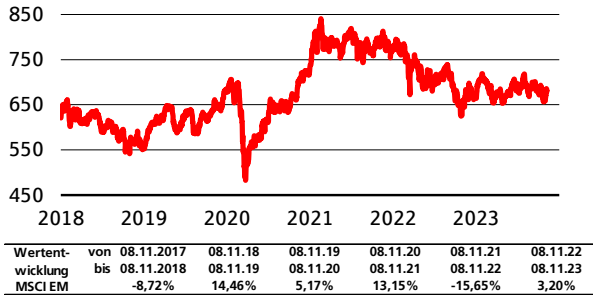
Die restriktive Geldpolitik und die Schwäche des Welt Handels dürften dazu führen, dass sich die Konjunktur in den Schwellenländern in den kommenden Quartalen unterdurchschnittlich entwickelt. In Asien dürften die Wirtschaftswachstumsraten dabei erneut deutlich höher liegen als in anderen Regionen. Da 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 und den massiven Gegen schlägen gestiegen.

Risiken

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

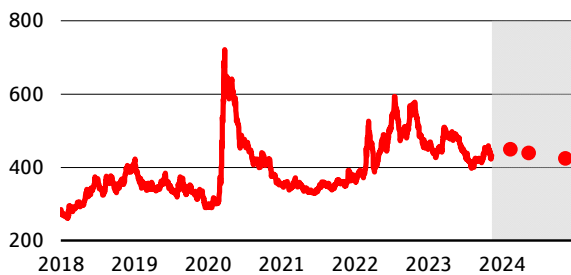
Em. Markets-Märkte

Aktien: MSCI Emerging Markets (Performanceindex, in Euro)



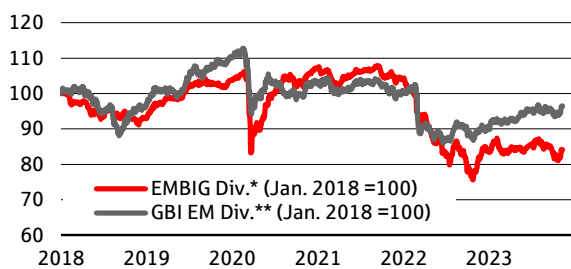
Quellen: MSCI, DekaBank

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)	08.11.2023	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	681	0,7	2,5	3,2
EMBIG Div* Performanceind.	400	3,2	0,9	6,5
GBI EM Div** Perform.-ind.	244	3,2	7,3	8,5
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	437	1,6	1,1	0,8
MSCI World Total Return	487	0,0	12,7	8,6
Prognose DekaBank		in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	432	450	440	425

* Hartwährungsanleihen (EUR hedged), ** Lokalwährungsanl.

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

Im Fokus

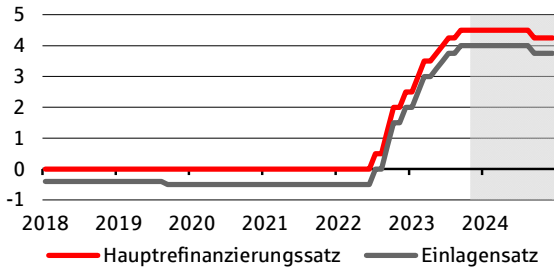
Der Zinsentscheid der US-Notenbank Anfang November hat zu einem Stimmungswchsel an den internationalen Kapitalmärkten geführt: Die Renditen und Risikoaufschläge sind gesunken, die Aktienkurse gestiegen und die meisten Währungen haben gegenüber dem US-Dollar zugelegt. Rückläufige Inflationsarten und schwache Konjunkturdaten aus den USA stützen die Sicht, dass der Zinsanhebungszyklus der Fed beendet ist. Die Eskalation der Gewalt im Nahen Osten hat nicht zu einem nennenswerten Anstieg der Risikoaversion geführt. Zwar ist eine politische Lösung nicht in Sicht, doch das Risiko, dass die Kampfhandlungen in einer Weise auf andere Länder der Region ausgeweitet werden, dass dadurch die Ölversorgung der Weltmärkte in Gefahr geriete, ist nach zurückhaltenden Äußerungen sowohl der iranischen Führung als auch der libanesischen Hisbollah eher gesunken. Wir erwarten weitere Renditerückgänge an den internationalen Rentenmärkten, von denen auch Schwellenländeranleihen profitieren sollten. EM-Aktien leiden unter der anhaltend schlechten Wirtschaftsentwicklung und einer schwachen Berichtssaison in China.

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 2024 dazu kommen wird, erneute Renditeanstiege begrenzen. In den kommenden Monaten 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. Das Risiko einer russischen Eskalationsstrategie ist angesichts ausbleibender Erfolge der ukrainischen Gegenoffensive gesunken. 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. Die Krise im Nahen Osten dürfte anhalten, doch die Versorgung der Weltmärkte mit Öl nicht gefährden.

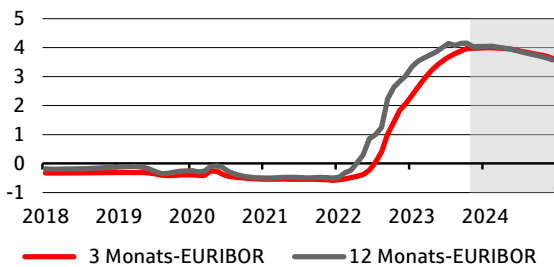
Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



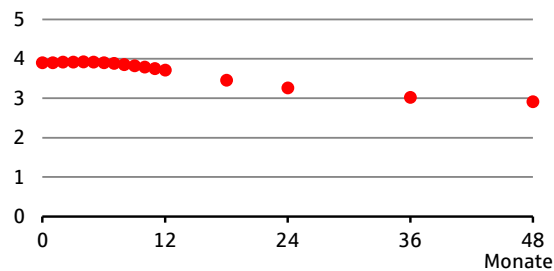
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

EURIBOR-Sätze (% p.a.)



Quellen: European Money Markets Institute, Prog. DekaBank

€STR-Swapkurve (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Euroland: Zinsen (% p.a.)		08.11.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)		4,50	4,50	2,00
3 Monats-EURIBOR		3,97	3,98	1,79
12 Monats-EURIBOR		4,03	4,19	2,85
EURIBOR-Future, Dez. 2024		3,08	3,33	2,92
EURIBOR-Future, Dez. 2025		2,69	3,02	2,86
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	3,95	3,70
12 Monats-EURIBOR		4,05	3,95	3,65

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

Im Fokus

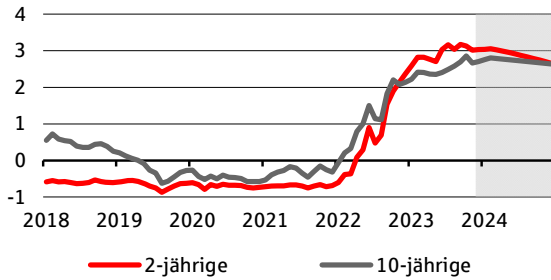
Die Marktteilnehmer stellen sich zunehmend auf umfangreiche Leitzinssenkungen im kommenden Jahr ein. Wir halten diese Erwartungen jedoch für überzogen, denn trotz des steilen Rückgangs der Inflation in den vergangenen Monaten bleibt die Unsicherheit über das Erreichen des Inflationsziels vorerst hoch. Wir rechnen mit der ersten Leitzinssenkung im September nächsten Jahres, gefolgt von weiteren Schritten in größeren zeitlichen Abständen. Der Rückgang der Überschussreserven im Bankensystem sollte in absehbarer Zeit noch keine Auswirkungen auf die €STR- und EURIBOR-Sätze haben, sodass sich diese weiterhin am Einlagensatz orientieren. Auf der EZB-Presskonferenz am 26. Oktober gab Präsidentin Lagarde zu verstehen, dass sich der Rat nicht mit dem Abbau der Wertpapierbestände des PEPP und einer potenziellen Anhebung des Mindestreservesatzes beschäftigt habe. Dennoch dürften diese beiden Themen schon früh im kommenden Jahr wieder in den Blickpunkt rücken, sobald die EZB ihre Überprüfung des operativen Rahmens der Geldpolitik abgeschlossen hat.

Perspektiven

Der Rückgang der Inflation erstreckt sich zunehmend auch auf die Kernrate und dürfte sich daher noch etwas 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 % 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.

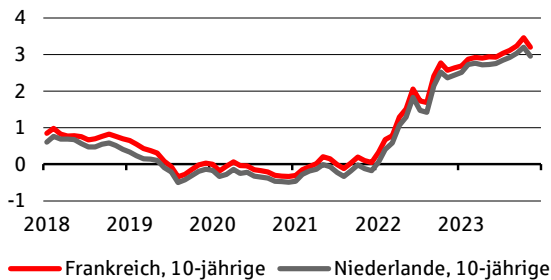
Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



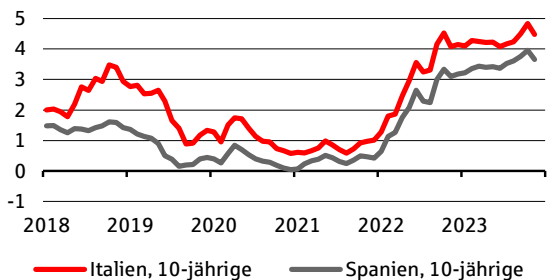
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	08.11.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	3,02	3,13	2,32
Deutschland 10J	2,62	2,88	2,28
Frankreich 10J	3,20	3,47	2,80
Italien 10J	4,48	4,91	4,39
Spanien 10J	3,66	4,01	3,32
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	3,05	2,95	2,70
Deutschland 10J	2,80	2,75	2,65

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

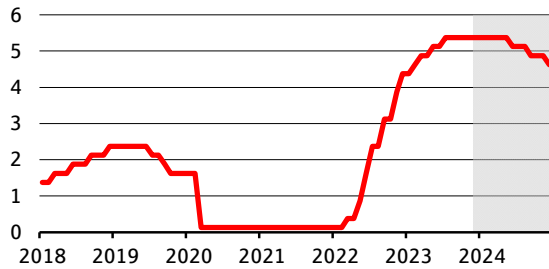
Die Absicht der EZB, die Leitzinsen für längere Zeit auf dem derzeitigen Niveau zu belassen, findet angesichts sinkender Inflationsraten und schwacher Konjunkturdaten wenig Gehör bei den Marktteilnehmern, was sich in niedrigeren Renditen vor allem kurzlaufender Bundesanleihen widerspiegelt. Gleichzeitig profitierte das lange Ende der Bundkurve von rückläufigen Inflationserwartungen und sinkenden Renditen von US-Treasuries. Nachlassende geopolitische Risiken und die Wahrnehmung, dass der Beginn von Leitzinssenkungen noch etwas weiter entfernt ist als angenommen, könnten in den kommenden Monaten zu einer leichten Korrektur an den Rentenmärkten führen. Anschließend rechnen wir jedoch mit einem vom kurzen Ende ausgehenden Rückgang der Renditen im Vorgriff auf eine in den kommenden Jahren vermutlich neutrale Geldpolitik.

Perspektiven

Auf Sicht von zwölf Monaten gehen wir 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 bevorstehen, auch wenn wir diese erst später erwarten als derzeit in den Geldmarkt-Futures eingepreist ist. Die Renditen langlaufender Bundesanleihen dürften darüber hinaus auch 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 Laufzeitenbereich als begrenzt an. Auch der von US-Staatsanleihen ausgehende Aufwärtsdruck sollte mittelfristig weiter nachlassen, denn wir rechnen 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 keine allzu großen Belastungen ausgehen, da die Nachfrage nach langlaufenden Staatsanleihen relativ zinselastisch ist. Auf die Rentenmärkte dürfte sich die expansive Fiskalpolitik eher in der Weise auswirken, dass sie die Persistenz des Preisauftriebs verstärkt und dadurch ein längeres Festhalten an der restriktiven Geldpolitik erforderlich macht.

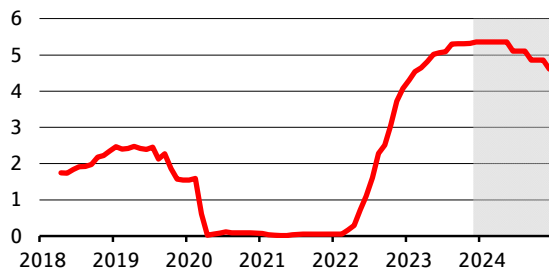
Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



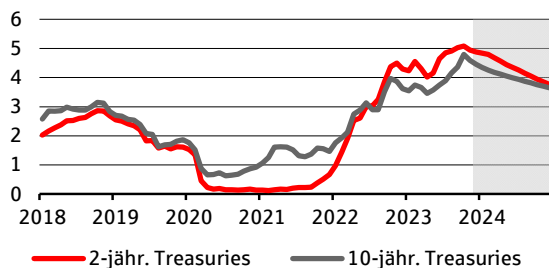
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

USA: Renditen (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Zinsen / Renditen (% p.a.)	08.11.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	5,25-5,50	5,25-5,50	3,75-4,00
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,32	5,31	3,78
Renditen 2-j. Treasuries	4,93	5,08	4,65
Renditen 10-j. Treasuries	4,49	4,80	4,12
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	4,80	4,45	3,85
Renditen 10-j. Treasuries	4,25	4,05	3,70

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

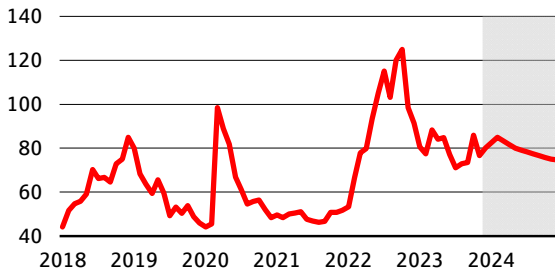
Erwartungsgemäß haben die FOMC-Mitglieder das Leitzinsintervall auch beim Zinsentscheid im November nicht verändert, und Aussagen von Fed-Chef Powell deuten an, dass die Hürde für eine weitere Leitzinserhöhung sehr hoch ist. Damit richtet sich aus Marktsicht der Blick nun auf die Frage, wann und in welchem Ausmaß die Fed das Leitzinsintervall wieder senken wird. Während sich die aus geldpolitischer Sicht wichtigsten Bereiche Inflation und Lohndynamik weiterhin im Rahmen der allgemeinen Erwartungen entwickeln, kommen von der Konjunktur widersprüchliche Signale. So nahm das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal überaus kräftig zu und unterstrich damit die Resilienz der US-Wirtschaft. Hingegen war die Investitionsdynamik der Unternehmen in diesem Zeitraum eher enttäuschend.

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 nun 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.

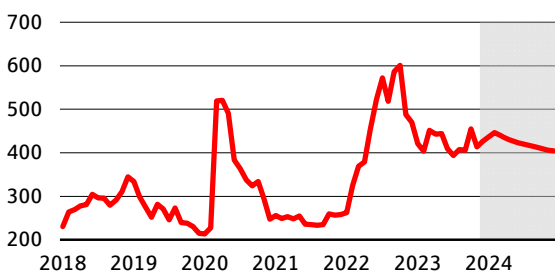
Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



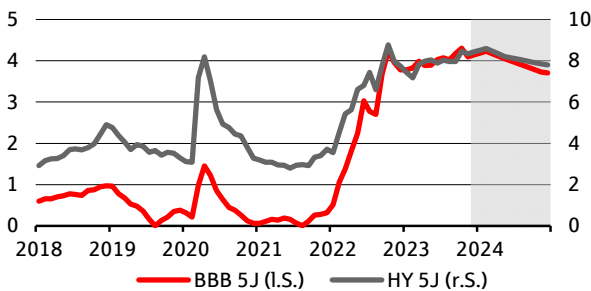
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, DekaBank

Corporates 5 Jahre (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	08.11.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	76	87	106
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	412	457	516
Corporates BBB 5 J (%)	4,09	4,32	4,26
Corporates HY 5 J (%)	8,36	8,42	8,43

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

Sorgen über eine Eskalation der Lage im Nahen Osten haben im Oktober die Risikoaufschläge an den Kreditmärkten kurzzeitig anspringen lassen. Doch mit der Beruhigung an Zins- und Aktienmärkten sind auch die Spreads wieder deutlich gesunken. Kassa-Anleihen profitierten hiervon noch stärker als Kreditderivate, da durch eine Pause bei Neuemissionen die Nachfrage nach Bonds am Sekundärmarkt zusätzlich geschürt wurde. Von den Geschäftsberichten der großen europäischen Unternehmen kam dabei allerdings etwas weniger Unterstützung als erhofft. Die Umsatzentwicklung blieb hinter den Erwartungen zurück, dafür konnten die Gewinnergebnisse aber leicht positiv überraschen. Im November dürfte die Neuemissionspipeline noch einmal etwas Druck aufbauen, bevor sich viele Marktteilnehmer Richtung Jahresende zurückziehen.

Perspektiven

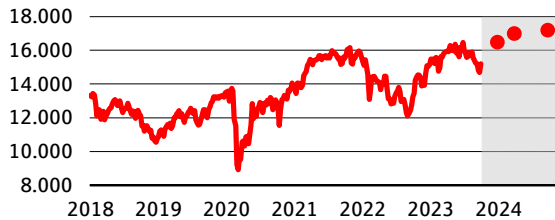
Die Kreditmärkte werden vor allem von dem sehr starken Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus dominiert. Die Renditen von Unternehmensanleihen aus dem Investmentgradebereich hielten sich dadurch seit dem Frühjahr auf vergleichsweise hohem Niveau stabil. Anziehende Bundrenditen wurden teilweise mit Rückgängen 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

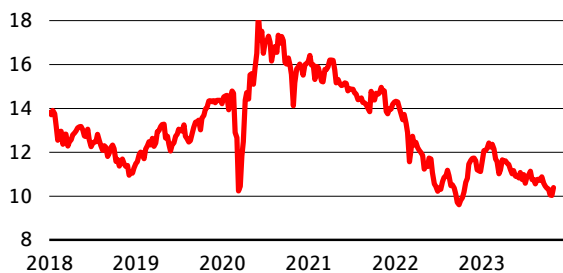
DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung DAX	von bis	08.11.17 08.11.18	08.11.18 08.11.19	08.11.19 08.11.20	08.11.20 08.11.21	08.11.21 08.11.22	08.11.22 08.11.23
		-13,86%	14,76%	-5,66%	28,58%	-14,69%	11,26%

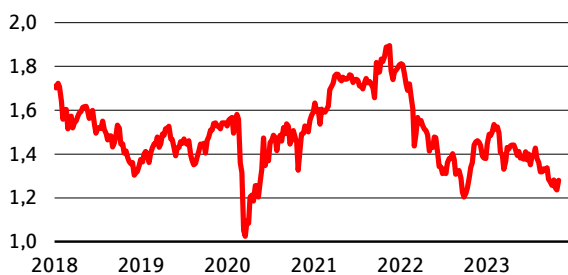
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	08.11.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	15.230	15.230	13.689
DAX (Veränd. in % seit ...)		0,00	11,26
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	16.500	17.000	17.200
Kennzahlen*	Kurs-Gew.- Verhältnis	Kurs-Buchw.- Verhältnis	Dividenden- rendite %
DAX aktuell	10,39	1,28	4,69
DAX Ø (10 Jahre roll.)	13,07	1,53	3,29

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

Im Fokus

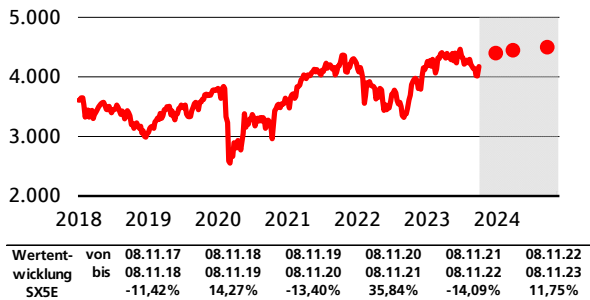
Das wirtschaftliche Umfeld bleibt herausfordernd. Sowohl Produktion als auch Nachfrage sind schwach, und die Einkaufsmanagerindizes deuten auf keine zeitnahe Belebung hin. Das liegt auch daran, dass im Rest der Welt derzeit keine neuen Wachstumsimpulse auszumachen sind. Neben den Wachstumsperspektiven hat das geopolitische Umfeld zuletzt zusätzlich für Unsicherheit gesorgt. Angesichts dieser Rahmenbedingungen können sich die Ergebniszahlen der Unternehmen durchaus sehen lassen. Die Gewinnzuwächse sind zwar gering, aber es sind Zuwächse, und sie liegen oberhalb der Erwartungen. Stabile Gewinne sind – in Kombination mit der für den DAX mittlerweile sehr niedrigen Bewertung – zum einen eine hervorragende Begrenzung für Kurskorrekturen in Unsicherheitsphasen. Zum anderen legen sie eine solide fundamentale Basis für eine Kursaufholung zum Jahresende und darüber hinaus sowie für hohe Dividendenausschüttungen im kommenden Jahr.

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 des globalen Wachstums aber gut abgesichert. Die EZB hat ihre Politikausrichtung deutlich verändert. Das Anleihekaufprogramm ist beendet, die betreffenden Reinvestitionen sind 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)



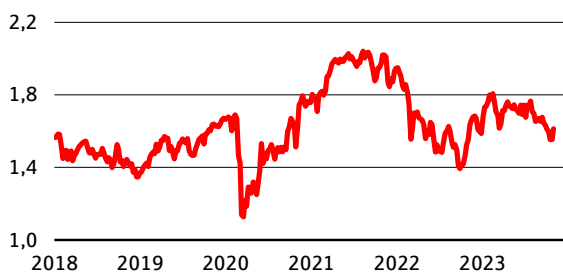
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis EURO STOXX 50



Quellen: Factset, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	08.11.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.178	4.144	3.739
EURO STOXX 50 (Veränd. in % seit ...)		0,8	11,7
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.400	4.450	4.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EURO STOXX 50 aktuell	11,6	1,6	4,1
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

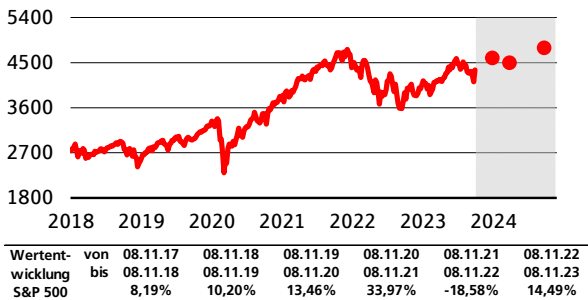
Der Euro Stoxx 50 setzte im Oktober seine Schwäche vom September fort, weil deutlich höhere Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries die Stimmung trübten. Erst gegen Monatsende begannen die Aktienmärkte eine spürbare Erholung dank sinkender Renditen. Die Unternehmensberichtssaison für das dritte Quartal verlief gemischt. Die Gewinnentwicklung konnte die Prognosen zuletzt geringfügig übertreffen, aber die Umsätze verfehlten ungewohnt häufig die Erwartungen. Die Kursreaktionen auf die Zahlen waren überwiegend leicht negativ, auch bei den Indexschergewichten gab es einige auffällige Enttäuschungen. Saisonal läuft nun eine gute Phase für die Aktienmärkte. Ob es eine richtige Jahresendrally gibt, hängt stark davon ab, ob die Renditen sich stabilisieren bzw. im Idealfall aufgrund von nachlassendem Preisdruck sinken und die Entwicklung der Weltkonjunktur unterstützend bleibt.

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 nicht teuer und bieten attraktive Dividendenrenditen. Allerdings verzerren die niedrigen Bewertungen von strukturell unter Druck stehenden Sektoren wie Energie, Banken und Automobile das Bild etwas. Nach der langen Phase fehlender Anlagealternativen konkurrieren Aktien nun wieder mit Geldmarkt- und Rentenanlagen um die Gunst der Anleger. 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 oder im Nahen Osten, 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.

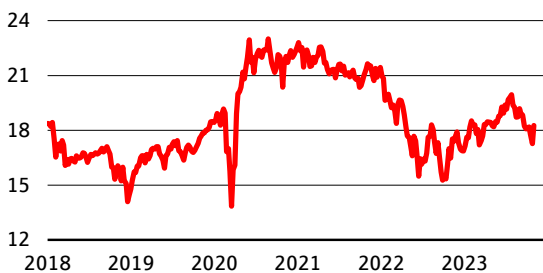
Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



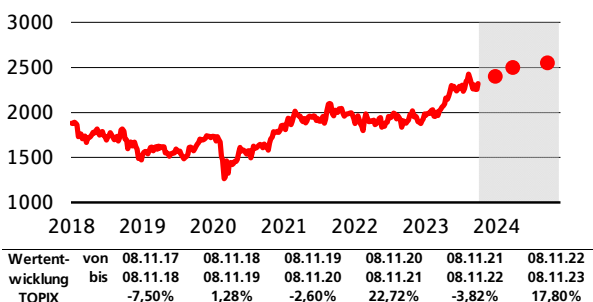
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	08.11.2023	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	4.383	4.309	3.828
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		1,7	14,5
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	4.600	4.500	4.800
TOPIX (Indexp.)	2.400	2.500	2.550
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	18,3	3,6	1,7
TOPIX	14,3	1,2	2,5

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

USA

Ein weiterer Anstieg der Nominal- und Realrenditen belastete im Oktober über weite Phasen die US-Aktienmärkte. Erst kurz vor Monatsende drehte der Wind, und die Indizes erholten sich kräftig, weil die Renditen stark sanken. Hauptgründe hierfür waren eine taubenhafte Kommunikation der US-Notenbank und weniger umfangreiche Pläne der US-Regierung für die Emissionen von Staatsanleihen. Wie von uns erwartet, konnten die Unternehmen im Rahmen der Quartalsberichtssaison die Konsenserwartungen klar übertreffen. Die Kursreaktionen waren allerdings gemischt, teilweise wurden auch überraschend gute Zahlen kritisch aufgenommen. In den kommenden Wochen stützt die Saisonalität die Aktienmärkte, sehr wichtig dürfte die Entwicklung der US-Renditen bleiben.

Japan

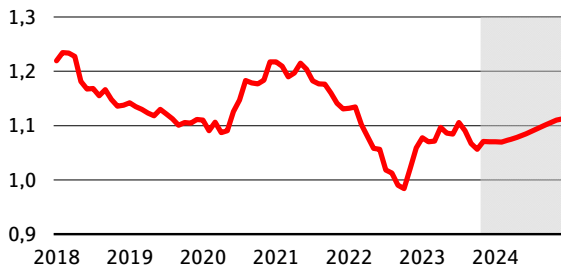
Auf sechs Monate Hausse und ein neues 30-Jahreshoch folgte eine kurze, aber scharfe Korrektur im Zuge der Konsolidierung an den Weltmärkten. Diese wurde von den Anlegern schnell als Kaufgelegenheit wahrgenommen, denn der Optimismus für Japan scheint auch nach der faktischen Aufgabe der Zinskurvenkontrolle ungebrochen. Positive Gewinnrevisionen, Fortschritte bei der Unternehmensführung und verbessertes nominales Wachstum stützen die Kurse.

Perspektiven

Weiterhin überzeugt in den USA der private Konsum. Der Arbeitsmarkt ist relativ stark, und der Immobilienmarkt erholte sich zuletzt. Aber seit Ende Oktober mehrten sich Anzeichen für eine leichte wirtschaftliche Abschwächung, die es nun zu beobachten gilt. Eine sanfte Landung dürfte den Aktienmärkten gefallen, doch das Risiko einer harten Landung, also einer Rezession, könnte bei einer längeren Serie schwacher Daten die Kurse belasten. Wichtig ist auch ein weiterer Rückgang des Inflationsdrucks. Die jüngsten Quartalsberichte belegten die Stärke der US-Konzerne, vor allem der Tech-Schwergewichte, womit diese Argumente für ihre erhöhten Bewertungen lieferten. Mittel- und längerfristig sind die Perspektiven für US-Aktien weiterhin positiv.

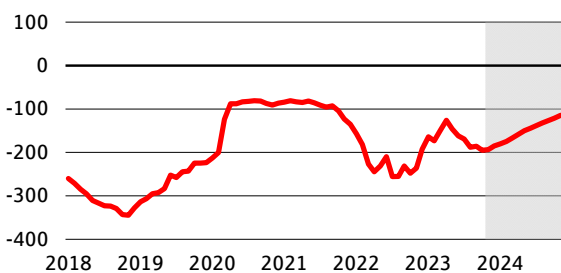
Währungen: EUR-USD

Wechselkurs (US-Dollar je Euro)*



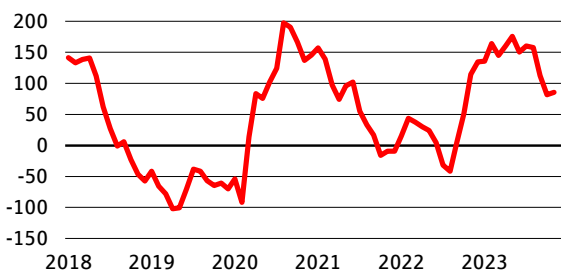
* Anstieg bedeutet Aufwertung des Euro
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	08.11.2023	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,07	1,07	1,08	1,11
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-192	-175	-150	-115
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-188	-145	-130	-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.)	3,4	0,5	1,0	
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	1,9	2,3	1,3	
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

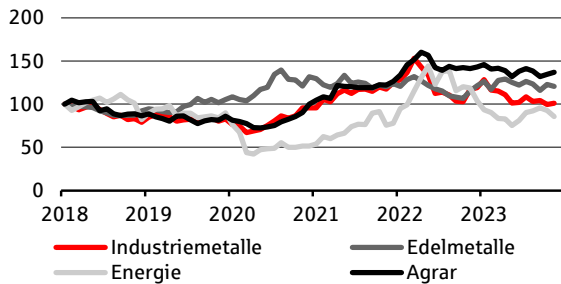
Der EUR-USD-Wechselkurs schwankte im Oktober seitwärts zwischen 1,05 und 1,07 USD je EUR. Anhaltend starke Meldungen zur US-Konjunktur wie das überaus dynamische Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2023 boten dem US-Dollar weiterhin Unterstützung. Anfang November konnte der Euro allerdings über die Marke von 1,07 USD je EUR aufwerten. Dazu beigetragen hat zum einen, dass die US-Notenbank ihre Zinspause bekräftigt hat. Zum anderen fielen die Daten zum US-Arbeitsmarkt für Oktober schwächer als erwartet aus. Nachhaltig stärker konnte sich der Euro bisher aber nicht zeigen. Zwar hat in Euroland die Inflationsrate im Oktober mit einem Rückgang auf 2,9 % positiv überrascht. Dafür hat das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal mit einer leichten Schrumpfung die Erwartungen enttäuscht.

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.

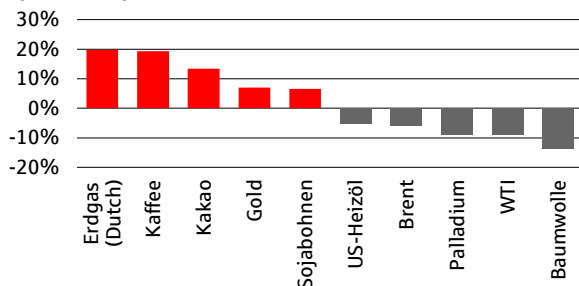
Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2018 = 100)



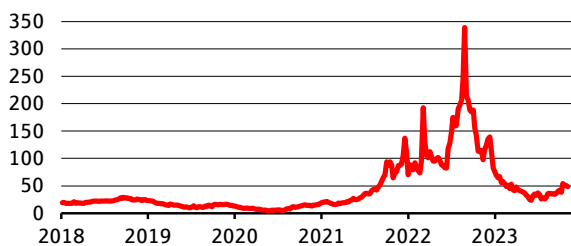
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	08.11.2023	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	34,0	-6,3	-29,7
BCOM Industriemet.	139,9	0,7	-9,4
BCOM Edelmetalle	213,8	5,8	6,3
BCOM Agrar	65,9	3,1	-3,5

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

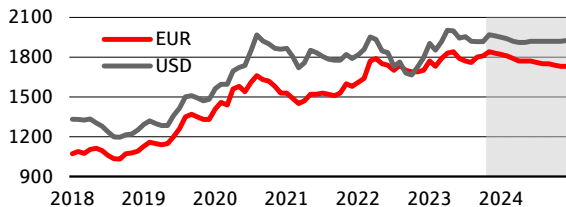
Mit dem Kriegsausbruch in Israel kam im Oktober die Abwärtstendenz bei den Rohstoffpreisen abrupt zu einem Ende. Zwar zeichnet sich seit Anfang November erneut ein breit angelegter Preiserückgang ab, doch verharren einige Rohstoffpreise oberhalb der Niveaus von vor der Eskalation im Nahen Osten. Am stärksten stiegen freilich die Edelmetallnotierungen wie Gold, Silber und Platin an, die von der Eigenschaft als sicherer Anlagehafen profitierten. Doch eine gewisse Risikoprämie wurde auch bei den anderen Rohstoffbereichen wie Industriemetalle und Agrar eingepreist. Am unmittelbarsten bedroht der Konflikt die globale Öl- und Gasversorgung. Er könnte zu weiteren starken Preisschwankungen führen. Doch zunächst waren die Öl- und Gaspreise nur bis Mitte Oktober angestiegen, der Ölpreis fiel seitdem sogar wieder deutlich. Der europäische Erdgaspreis hält sich aufgrund der stärkeren saisonalen Nachfrage weiterhin auf dem erhöhten Niveau. Zugleich sind die deutschen und europäischen Gasspeicher vollständig aufgefüllt worden. Sollte die militärische Eskalation des Nahost-Konflikts weiterhin regional begrenzt bleiben, dürften unseres Erachtens die Sorgen um die Konjunktur im Gefolge der geldpolitischen Straffung wieder in den Vordergrund rücken und die Rohstoffpreise in der Tendenz eher belasten.

Perspektiven

Das schwache weltwirtschaftliche Wachstum, die erhöhte Inflation, die geldpolitische Straffung und die geopolitischen Konflikte 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

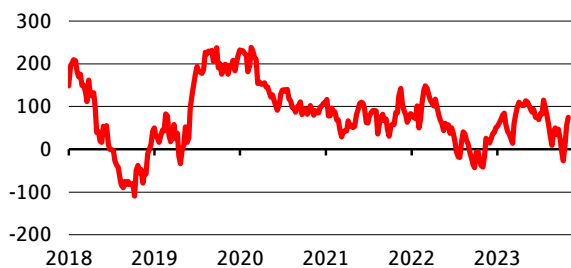
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	31.10.17	31.10.18	31.10.19	31.10.20	31.10.21	31.10.22	31.10.23
Gold in Euro		-1,48%	26,46%	18,77%	-4,23%	7,34%	13,64%	
Gold in USD		-4,37%	24,67%	24,10%	-5,11%	-8,03%	21,55%	

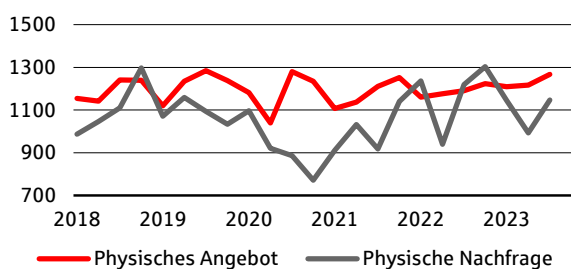
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung der Spekulanten*



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

Physisches Angebot und Nachfrage*



* in Tonnen; Quellen: World Gold Council, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Edelmetalle	08.11.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	1828,35	1730	1701
Gold (USD je Feinunze)	1957,80	1830	1716
Silber (EUR je Feinunze)	21,23	21	21
Silber (USD je Feinunze)	22,73	22	22
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Gold (EUR je Feinunze)	1810	1770	1730
Gold (USD je Feinunze)	1940	1910	1920

Quellen: Bloomberg, DekaBank

Im Fokus

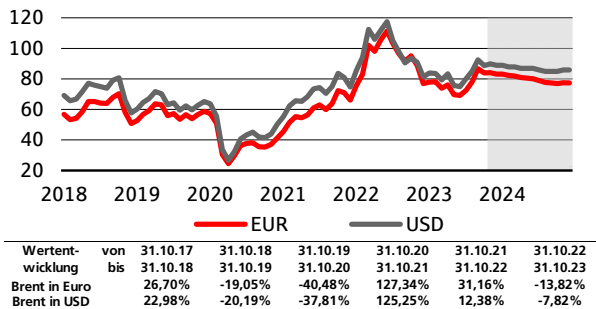
US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit nahmen im Oktober die Rendite von 5 % ins Visier. Damit stiegen auch die Realzinsen weiter an. Zusammen mit der fortgesetzten Stärke des US-Dollars hatte dies den Goldpreis bis Anfang Oktober nahe an die Marke von 1.800 US-Dollar je Feinunze gedrückt. Umso beeindruckender war dann der kräftige Anstieg des Goldpreises auf über 2.000 US-Dollar Ende Oktober. Dieser dürfte auf die Funktion des sicheren Anlagehafens zurückzuführen sein. Denn mit der militärischen Eskalation des Nahost-Konflikts und der Angst einer Ausbreitung auf umliegende Staaten hat eine Flucht in Sicherheit stattgefunden, die das Einpreisen einer geopolitischen Risikoprämie zur Folge hatte. Unserer Einschätzung nach sollte sich die Risikoprämie allerdings bei weiterhin regionaler Begrenzung des Konflikts zurückbilden und die Goldnotierung erstmal wieder etwas nachgeben.

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 beendet haben. Die Leitzinsen sollten vorerst auf den erhöhten Niveaus verharren und im Verlauf von 2024 wieder moderat zurückgehen. Die Belastungen für den Goldpreis 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.

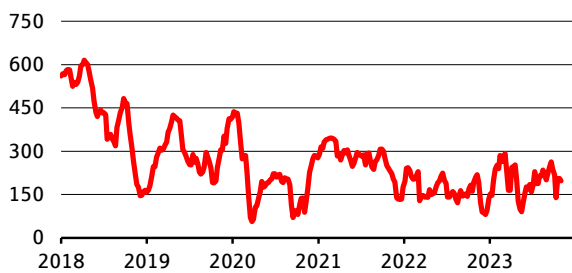
Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



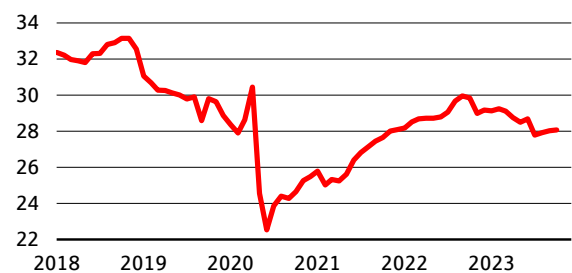
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Nettopositionierung* der Spekulanten



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

OPEC Produktion (Mio. Barrels pro Tag)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Wichtige Daten im Überblick

Rohöl (Preis je Barrel)	08.11.2023	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	74,3	80,0	94,5
Brent (USD)	79,5	84,6	95,4
WTI (USD)	75,3	82,8	88,9
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	82	81	77
Brent (USD)	88	87	86
WTI (USD)	84	83	82

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

Im Fokus

In den vergangenen Wochen kam es zu starken Bewegungen beim Ölpreis. Nach dem Beginn der militärischen Eskalation des Nahost-Konflikts hatte sich Rohöl zunächst bis Mitte Oktober verteuert. Da sich aber keine unmittelbare Ausweitung der militärischen Auseinandersetzungen in der Region abzeichnete, preisten die Marktteilnehmer diese Risikoprämie wieder vollständig aus. Der Ölpreis fiel innerhalb eines Monats auf das Niveau von vor dem Kriegsausbruch zurück. Aufgrund der Bedeutung des Nahen Ostens für die globale Ölversorgung muss jedoch weiterhin mit erhöhten Preisschwankungen und im Falle von tatsächlichen Produktionsausfällen auch mit einem nennenswerten Anstieg beim Ölpreis gerechnet werden. Dieser ist jedoch nicht Bestandteil unseres Basis-, sondern des Risikoszenarios. Derweil bestätigten Saudi-Arabien und Russland, ihre freiwilligen Produktionskürzungen bis Ende dieses Jahres beizubehalten.

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 Fördermengen-kürzung auch für das Jahr 2024 verlängert. Bei Bedarf würden sie 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.

Negativszenarien (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.

Positivszenarien (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: 09.11.2023 (7 Uhr)

Nächste Ausgabe: 08.12.2023

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