

# 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

April 2024

## Es geht wieder aufwärts.



Liebe Anlegerinnen  
und Anleger,

der direkte Angriff des Irans auf Israel wird von den Märkten nicht als Auftakt zu einem Flächenbrand im Nahen Osten gesehen, allerdings bleiben die Risiken hierfür unzweifelhaft

vorhanden. Abseits der Geopolitik läuft es dagegen immer besser in der Weltwirtschaft. Dies zeigt sich etwa in den Aufwärtsbewegungen an den Aktienmärkten, beim Goldpreis oder in der Konjunktur in Europa. Weitgehend unbemerkt wird in den südeuropäischen Ländern ein Aufschwung der Boden bereitet, der seinen Namen auch verdient. Italien, Spanien und Griechenland, die Problemländer der europäischen Schuldenkrise Anfang der Zehnerjahre, profitieren in besonderem Maße vom Europäischen Wiederaufbaufonds, was für die nächsten Jahre eine höhere wirtschaftliche Dynamik dank der zusätzlichen Investitionsaktivität bedeutet. Auch die sich für Juni immer klarer abzeichnende erste Leitzinssenkung der Europäischen Zentralbank (EZB) sollte dank perspektivisch niedrigerer Zinsen mehr Schwung für die hiesige Konjunktur bringen.

Das „Aufwärts“ hat selbstverständlich auch seine Schattenseiten. Das ist insbesondere in den USA zu beobachten, wo die starken Leitzinserhöhungen der Notenbank Fed in den Jahren 2022 und 2023 die Konjunktur überraschenderweise nur leicht abgebremst haben. Das Wachstum ist damit nach wie vor so kräftig, dass die Inflation zu hoch bleibt, und deshalb mehren sich die Zweifel, ob die Fed tatsächlich schon im Sommer mit ihren Leitzinssenkungen starten kann. Auch die weltweit steigende Staatsverschuldung wirft Schatten auf die Zukunft, denn mittelfristig dürften die Staaten angesichts der zunehmenden Zinsbelastung an einer Konsolidierung ihrer Haushalte nicht vorbeikommen.

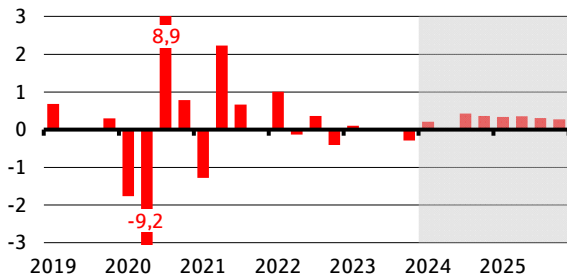
Insgesamt ergibt sich für den kurzfristigen Ausblick ein gemischtes Bild mit anhaltenden geopolitischen Spannungen, bangen Blicken auf den Ausgang der US-Wahlen und vielen nationalen Problemen – bei gleichzeitig aber auch überraschend kräftigem globalem Wachstum und steigenden Unternehmensgewinnen. Nach den erheblichen Kursgewinnen der vergangenen Monate kann es zu einer zwischenzeitlichen Kurspause an den Aktienmärkten kommen. Dies deuten wir mit der Prognose einer leichten Kursdelle in der Dreimonatsprognose der Aktienmärkte an. Darauf bei der Aktienanlage zu warten, ist jedoch nicht zu raten, hierfür sind kurzfristige Entwicklungen zu unsicher. Strategisch sehen wir Aktien weiterhin eindeutig in der Übergewichtung. Denn insgesamt bleibt unser Bild einer robusten Weltwirtschaft mit positivem Ausblick für die Unternehmen, ihre Gewinne und damit auch für die trendmäßige Aktienmarktentwicklung weiterhin bestehen.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Ulrich Kater  
Chefvolkswirt DekaBank

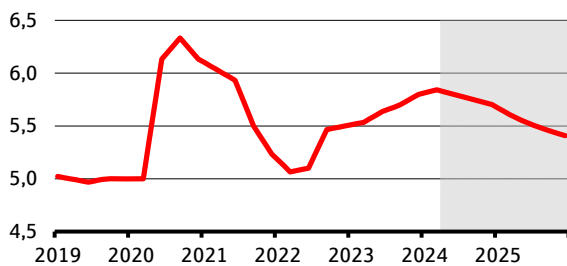
# Konjunktur Deutschland

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



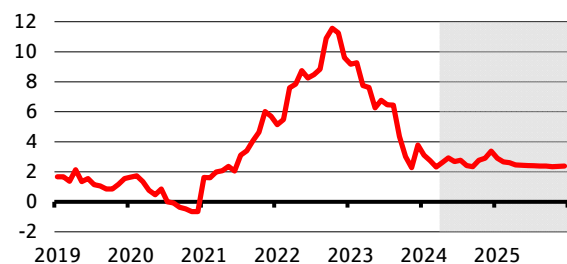
Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

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



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Destatis, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Deutschland	2023	2024P	2025P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	-0,3	0,3	1,2
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,7	5,8	5,5
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	6,0	2,7	2,5
Finanzierungssaldo des Staates*	-2,2	-1,6	-2,8
Schuldenstand des Staates*	64,8	64,5	65,3
Leistungsbilanzsaldo*	6,0	6,6	6,5
	Jan 24	Feb 24	Mrz 24
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	3,1	2,7	2,3
Arb.-losenquote (% , sb., nat. Def.)	5,9	5,9	5,9
Eink.-managerind. (verarb. Gew.; Pkte.)	45,5	42,5	41,9
ifo Geschäftsklima (Punkte)	85,2	85,7	87,8

\* in % des nominalen Bruttoinlandsprodukts

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

## Im Fokus

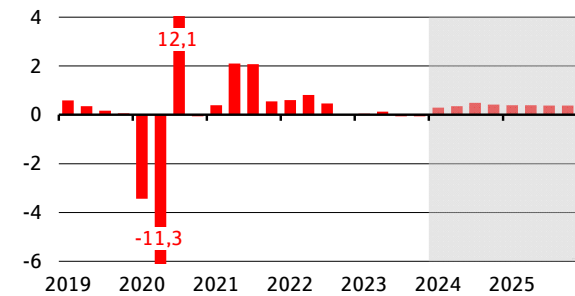
Nicht alle Konjunkturindikatoren, die in den vergangenen Wochen veröffentlicht wurden, waren erfreulich. Aber sie waren unterm Strich gut genug, um eine Aufwärtsrevision unserer Konjunkturprognose für 2024 zu rechtfertigen. Insbesondere das erste Quartal dieses Jahres erwies sich als stärker als gedacht. Gleichzeitig wird unsere seit längerem bestehende Erwartung einer Belebung der Konjunktur im zweiten Halbjahr durch die sich bessernde Stimmung bei den Finanzmarktteilnehmern und Unternehmen untermauert. Die strukturellen Herausforderungen und geopolitische Risiken dürften weit über den Zeithorizont unserer Konjunkturprognose hinaus belastend wirken.

## Perspektiven

Die enorm hohe Inflation klingt ab. Dies stabilisiert die Kaufkraft der Konsumenten. Doch die Wende zum Besseren zieht sich noch etwas hin. Aktuell sind immer noch die Folgen der globalen geldpolitischen Straffung spürbar. Die Investitionen im In- und Ausland leiden, und mit ihnen die deutschen Investitionsgüterproduzenten und letztlich die gesamte deutsche Volkswirtschaft. Der Krieg in der Ukraine hat alte Gewissheiten zunichtegemacht. 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 ist schwieriger geworden. Gleichzeitig wird mit den geopolitischen Spannungen auch in anderen Teilen der Welt die Frage nach der Neuausrichtung der Lieferketten immer dringlicher. Insbesondere der drohende protektionistische und isolationistische Kurs eine möglichen Trump-Regierung weckt Sorgen. Und 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. Es hat sich im Vergleich zu 2017 auf 0,8 % halbiert und wird sich für die kommenden Jahre nach Berechnungen des Sachverständigenrats ein weiteres Mal halbieren.

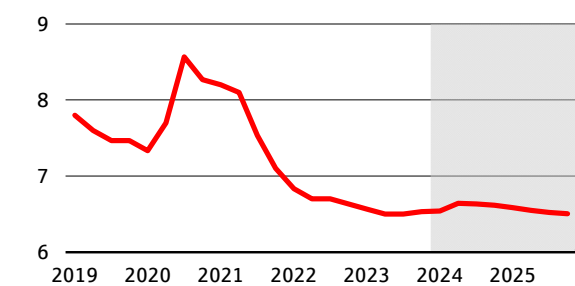
# Konjunktur Euroland

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



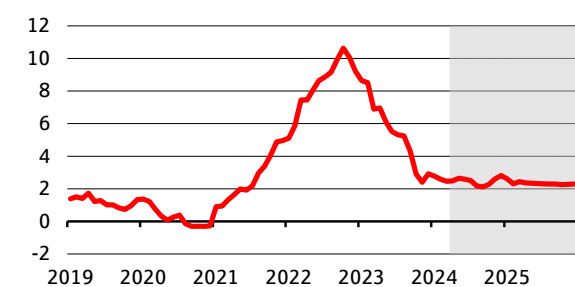
Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

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



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

**Inflation (% ggü. Vorjahr)**



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

**Wichtige Daten im Überblick**

Euroland	2023	2024P	2025P
Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	0,4	0,9	1,5
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	5,4	2,5	2,3
Finanzierungssaldo des Staates*	-3,4	-2,8	-3,0
Schuldenstand des Staates*	90,6	92,6	90,6
Leistungsbilanzsaldo*	2,2	2,4	2,6
	Jan 24	Feb 24	Mrz 24
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	2,8	2,6	2,4
Arb.-losenquote (% , sb., EU-Def.)	6,5	6,5	6,6
Economic Sentiment (Punkte)	96,1	95,5	96,3

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

**Im Fokus**

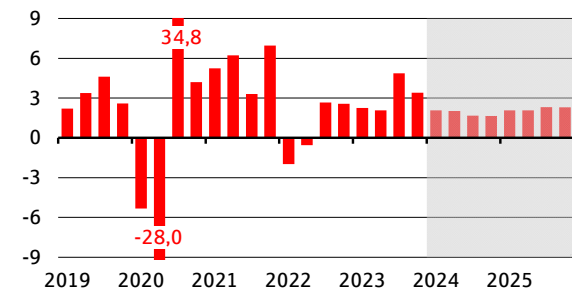
Das Wirtschaftsvertrauen im Euroraum, gemessen am Economic Sentiment Index der EU-Kommission, zeigt zwar für März noch eine unterdurchschnittliche Stimmung an. Aber dies ist kein gesamt-europäisches Phänomen. Denn die drei EWU-Schwergewichte Frankreich, Italien und Spanien wiesen im März überdurchschnittliche Werte auf. Es ist vor allem Deutschland, dass das EWU-Wirtschaftsvertrauen belastet. Die schwache konjunkturelle Entwicklung hinterlässt allerdings nach wie vor keine spürbaren Belastungen am europäischen Arbeitsmarkt. Die EWU-Arbeitslosenquote lag im Februar auf ihrem Allzeittief von 6,5 %. Unverändert blieb auch die hohe Heterogenität unter den vier großen EWU-Ländern. Nur Deutschland lag mit 3,2 % unter dem EWU-Durchschnitt. Die höchste Arbeitslosenquote verzeichnete Spanien (11,5 %). Italien (7,5 %) und Frankreich (7,4 %) haben sich dazwischen eingereiht.

**Perspektiven**

Nach einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung im Jahr 2023 findet die europäische Wirtschaft langsam wieder in den Tritt. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass die deutsche Wirtschaft perspektivisch wieder wachsen wird. 2023 ist die größte EWU-Volkswirtschaft als Wachstumsstütze ausgefallen. Insgesamt lässt der Rückgang der Inflation den europäischen privaten Haushalten wieder mehr Spielraum für steigende Ausgaben und gibt damit einen wichtigen Impuls für die gesamtwirtschaftliche Belebung. Es bleibt aber bei einem etwas gedämpften Anziehen der wirtschaftlichen Aktivität, da die Finanzierungskosten der Unternehmen für Investitionen zunächst noch hoch bleiben. Ab Juni 2024 dürfte die EZB die Leitzinsen langsam senken, wird aber weiterhin aufmerksam darauf achten, die erhöhte Inflationsrate wieder in den Zielbereich zu bringen. Vieles deutet darauf hin, dass die Inflationsrate erst nach 2024 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 mit entsprechenden Folgen für die Lohnentwicklung zu rechnen ist. Die überdurchschnittlich hohen Inflationsraten führen zwar kurzfristig zu einem dämpfenden Effekt auf die Schuldenentwicklung der EWU-Staaten. Dennoch bleibt der Weg zu regelkonformen Staatsfinanzen noch weit.

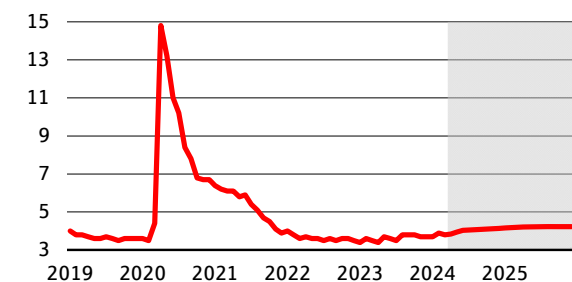
## Konjunktur USA

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



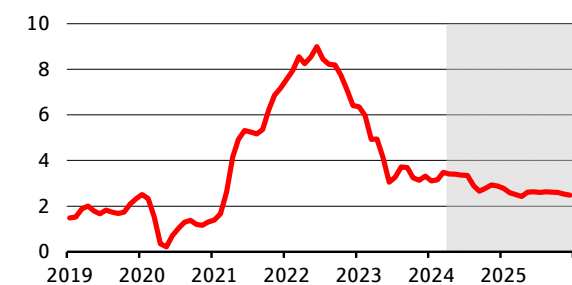
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

Arbeitslosenquote (% , saisonbereinigt)



Quellen: Bureau of Labor Statistics, Prognose DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Prognose DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

USA	2023	2024P	2025P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorj.)	2,5	2,6	2,0
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	4,1	3,1	2,6
Finanzierungssaldo des Staates*	-7,9	-7,5	-7,0
Schuldenstand des Staates*	118,9	123,7	125,5
Leistungsbilanzsaldo*	-3,0	-3,0	-2,5
	Jan 24	Feb 24	Mrz 24
Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	3,1	3,2	3,5
Arbeitslosenquote (% , saisonber.)	3,7	3,9	3,8
Einkaufsmanagerindex (verarb. Gew.)	49,1	47,8	50,3
Verbrauchervertrauen (Conf. Board)	110,9	104,8	104,7

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

### Im Fokus

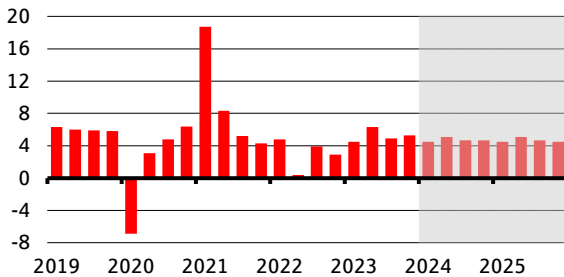
Die US-Preisentwicklung überrascht weiterhin auf der oberen Seite. Insbesondere in den Dienstleistungsbereichen sind die Preisanstiege in den ersten drei Monaten dieses Jahres stärker als erwartet ausgefallen. Die wirtschaftliche Entwicklung ist weiterhin erstaunlich kräftig. Zwar dürfte das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal niedriger als in der zweiten Jahreshälfte von 2023 ausfallen. Aber die zyklischen Teilbereiche könnten an Dynamik hinzugewonnen haben. Die Beschäftigungszuwächse sind weiterhin überdurchschnittlich, wofür zunehmend die hohe Zuwanderung verantwortlich gemacht wird. Hierdurch wird der Druck am Arbeitsmarkt gelindert, was sich in einer Verringerung der bislang noch zu hohen Lohndynamik widerspiegelt.

### Perspektiven

Die Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft gegenüber der massiv restriktiven Geldpolitik war die größte makroökonomische Überraschung des Jahres 2023. Während auch 2024 noch über das Ausmaß der Widerstandsfähigkeit gerätselt wird, gilt es als sehr wahrscheinlich, dass sie im Zeitablauf abnehmen wird. Dies bedeutet, dass die wirtschaftliche Entwicklung maßgeblich davon abhängt, ob die Fed den geldpolitischen Restriktionsgrad senken wird bzw. kann. Denn es fehlen nicht nur hinreichende Informationen darüber, wie robust die US-Wirtschaft tatsächlich ist und wie sich dies im Zeitablauf verändert, sondern auch der Inflationsausblick birgt weiterhin Risiken. Zwar hat 2023 gezeigt, dass die Inflationsdynamik zurückgeht. Aber insbesondere die letzte Wegstrecke zum Erreichen des Inflationsziels von 2 % könnte sich als extrem schwierig erweisen. Ende 2024 stehen die nächsten Präsidentschaftswahlen an. Im Falle eines Amtswechsels würde sich vermutlich am wirtschaftspolitischen Ausblick wenig ändern – für expansive Impulse fehlen schlichtweg die finanziellen Mittel. Zudem ist hierfür in den USA der Kongress und nicht der Präsident verantwortlich. Letzterem obliegt allerdings die Außenpolitik, und diese hat in den vergangenen Jahren auch für den wirtschaftlichen Ausblick wieder an Bedeutung gewonnen. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass unter einem Präsidenten Trump der globale Protektionismus weiter zunehmen wird.

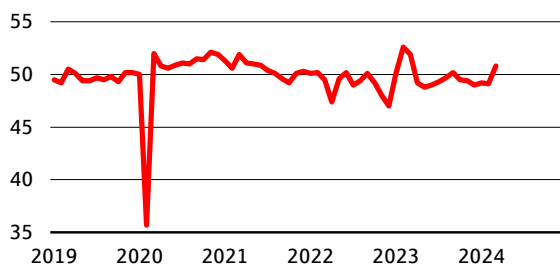
## Konjunktur China

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



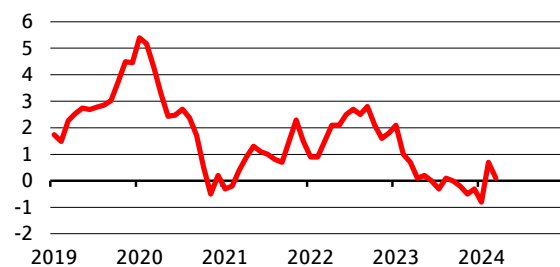
Quellen: Nationales Statistikamt, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Nationales Statistikamt, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

China	2023	2024P	2025P
Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	5,2	4,7	4,2
Finanzierungssaldo*	-7,1	-7,0	-7,3
Schuldenstandsquote*	83,0	87,4	91,8
Leistungsbilanzsaldo*	1,5	1,4	1,0
	Jan 24	Feb 24	Mrz 24
Inflation (% ggü. Vorjahr)	-0,8	0,7	0,1
Industrieproduktion (% ggü. Vorjahr)	6,8	7,0	
Einkaufsmanagerind. (verarb. Gew., Punkte)	49,2	49,1	50,8

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

### Im Fokus

Die chinesische Wirtschaft wies in den ersten Monaten des neuen Jahres eine zweigeteilte Entwicklung auf: Die Industrieproduktion entwickelte sich stark. Hier waren insbesondere „grüne“ Technologien (Elektroautos, Batterien, Solarmodule) sowie IT-Güter die Treiber. Gleichzeitig entwickelte sich der private Konsum weiter schwach, worauf auch die niedrige Inflationsrate hinweist. Die Immobilienkrise ist ungelöst und lastet auf dem Verbrauchervertrauen. In den Industrieländern werden die vorhandenen Überkapazitäten in Teilen der chinesischen Industrie zunehmend als Bedrohung gesehen, da die Produzenten auf die Weltmärkte streben und dort für einen Verdrängungswettbewerb sorgen. Unabhängig vom Ausgang der Präsidentschaftswahl in den USA erscheinen weitere Handelsbeschränkungen gegen chinesische Produkte sowohl in den USA als auch in der Europäischen Union wahrscheinlich.

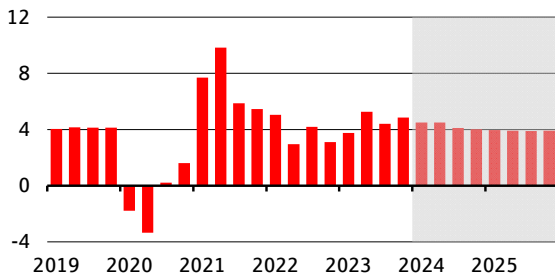
### Perspektiven

Der Immobilienmarkt leidet unter der Unsicherheit über die wirtschaftliche Solidität vieler Bauentwickler, was 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 US-Sanktionen verunsichert, was wohl auch mittelfristig auf der Investitionsnachfrage lasten wird. Der Rückgang der Erwerbsbevölkerung wird sich in den kommenden Jahren beschleunigen und dürfte 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, während die Europäische Union ein Verfahren wegen überhöhter Staatssubventionen für die Hersteller von Elektroautos eingeleitet hat. Das angespannte Klima zwischen China und den westlichen Regierungen spricht dafür, dass internationale Unternehmen mit Investitionen in China zurückhaltend bleiben werden. 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. Sollte Donald Trump ins Amt des US-Präsidenten zurückkehren, droht eine deutliche Erhöhung der US-Zölle auf chinesische Produkte.



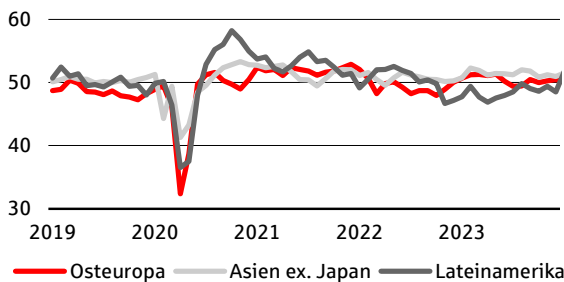
## Konjunktur Em. Markets

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)



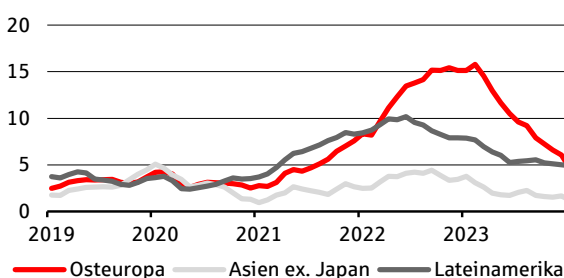
Quellen: EIU, Prognose DekaBank

Einkaufsmanagerindex (Punkte)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Inflation (% ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Bruttoinlandsprodukt (% ggü. Vorjahr)	2023	2024P	2025P
Brasilien	2,9	1,8	2,0
Russland	3,6	2,6	0,9
Indien	7,7	7,2	6,6
China	5,2	4,7	4,2
Inflation (% ggü. Vorjahr)	2023	2024P	2025P
Brasilien	4,6	3,8	3,6
Russland	5,9	6,5	6,1
Indien	5,7	4,7	5,0
China	0,2	0,4	1,4

Quellen: EIU, Bloomberg, Prognose DekaBank (P)

### Im Fokus

Für das erste Quartal deutet sich in vielen Schwellenländern eine erhöhte Konjunktur­dynamik an, die sich im weiteren Jahresverlauf noch beschleunigen sollte. Haupttreiber sind steigende Reallöhne, rückläufige Finanzierungskosten sowie eine verstärkte Nachfrage aus den Industrieländern. In China dürfte die anhaltend schwache Inlandsnachfrage allerdings in der zweiten Jahreshälfte zu einer konjunkturellen Verlangsamung führen. Die Inflationsraten sind deutlich gesunken, doch weitere Rückgänge dürften sich als schwierig erweisen. Das Tempo der Zinssenkungen in Teilen Lateinamerikas und Mitteleuropas wird bereit gedrosselt und in Asien warten viele Notenbanken mit dem Beginn von Zinssenkungen noch ab. Der (abgewehrte) Angriff des Iran auf Israel hat die Sicherheitslage im Nahen Osten weiter verschärft.

### Perspektiven

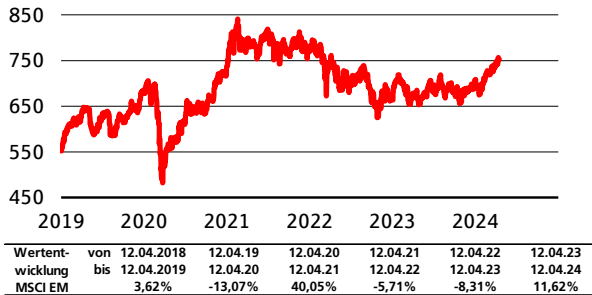
Gesunkene Inflationsraten und niedrigere Leitzinsen bedeuten, dass die globale Konjunktur in den kommenden Quartalen mit weniger Gegenwind zu kämpfen hat als 2022 und 2023. Doch von einem expansiven wirtschaftspolitischen Umfeld kann keine Rede sein, weshalb die Konjunktur­dynamik der Schwellenländer verhalten bleiben dürfte. Ein weiterer Belastungsfaktor ist die geopolitische Unsicherheit mit den Kriegen in der Ukraine und dem Nahen Osten sowie den Spannungen zwischen China und den westlichen Ländern. Die mögliche Rückkehr von Donald Trump ins Amt des US-Präsidenten würde wahrscheinlich weltweit zu einem Anstieg des Protektionismus führen. Die geopolitischen Konflikte und verstärkter Protektionismus würden die Standortattraktivität einzelner Länder verändern, gleichzeitig würde wohl der Handel innerhalb der Gruppe der Schwellenländer an Bedeutung gewinnen. Die Schwellenländer haben sich in den vergangenen Jahren gegenüber den vielen Belastungsfaktoren widerstandsfähig gezeigt, doch fehlen beim Blick nach vorne starke Impulse. Insbesondere in Lateinamerika bleibt die wirtschaftliche Dynamik gering. Mitteleuropa muss sich angesichts der Industrieschwäche neu sortieren, während vor allem Süd- und Südostasien insgesamt gute Wachstumsperspektiven haben.

### Risiken

Gestiegene Schuldenstände in Verbindung mit hohen Finanzierungskosten sorgen tendenziell für einen Abwärtsdruck auf die Länderratings. Auch die geopolitischen Risiken sind gestiegen.

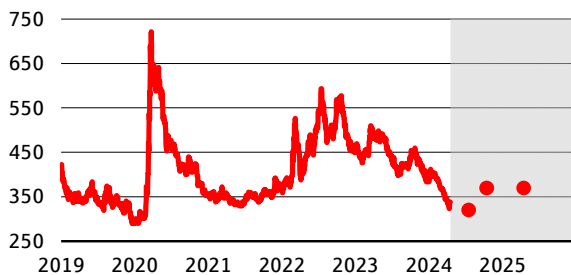
## Em. Markets-Märkte

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



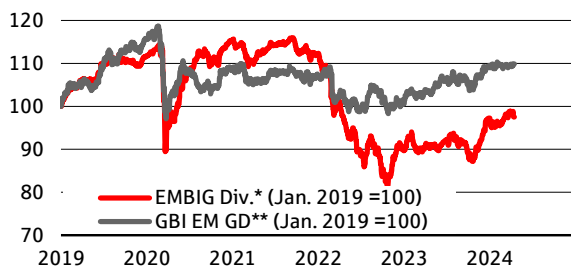
Quellen: MSCI, DekaBank

**Renten: EMBIG Diversified-Spread (Basispunkte)**



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

**Renten: Performanceindizes EMBIG Div. und GBI EM Global Div.**



\* in EUR hedged; \*\* in EUR

Quellen: J.P. Morgan, Bloomberg, DekaBank

### Wichtige Daten im Überblick

Emerging Markets (Performance in EUR)	12.04.2024	% ggü. Vormon.	% ggü. Jahresanf.	% ggü. Vorjahr
MSCI Em. Markets Total Ret.	753	2,3	6,4	11,6
EMBIG Div* Performanceind.	431	-0,5	0,3	7,1
GBI EM Div** Perform.-ind.	279	0,3	0,3	6,4
zum Vergleich:				
REXP Performanceind.	442	-0,3	-1,3	1,2
MSCI World Total Return	574	1,6	10,5	26,4
<b>Prognose DekaBank</b>				
EMBIG Div-Spread (Basisp.)	338	in 3 Mon. 320	in 6 Mon. 370	in 12 Mon. 370

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

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

### Im Fokus

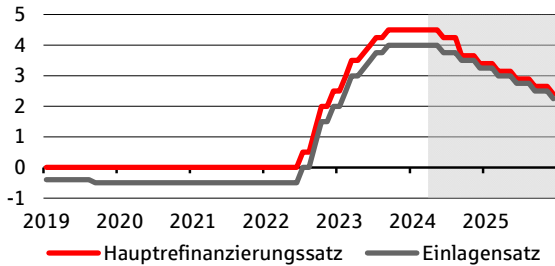
Trotz des deutlichen Renditeanstiegs am US-Rentenmarkt entwickelten sich Schwellenländeranleihen in den vergangenen Wochen weitgehend stabil. Bei Hartwährungsanleihen kompensierte ein starker Rückgang der Risikoprämien diese Belastung, während Lokalwährungsanleihen von der Euro-Schwäche profitierten. Insgesamt ist bemerkenswert, dass das Auspreisen der Zinssenkungserwartungen für die Fed die Stimmung für Schwellenländeranlagen nicht erkennbar belastet hat. EM-Aktien haben sich zuletzt gut entwickelt, wobei hier vor allem die starke Entwicklung taiwanischer Werte geholfen hat. Die Verschärfung der Spannungen im Nahen Osten hat zu einem Anstieg des Ölpreises geführt. Der Angriff des Iran auf Israel konnte zwar vollständig abgewehrt werden, doch dürfte hierdurch die Bereitschaft Israels, Schritte zur Deeskalation zu unternehmen, weiter gesunken sein. Trotz der gestiegenen Risiken erscheinen die Energielieferungen aus dem Nahen Osten nicht akut gefährdet, weshalb es auch nicht zu einem massiven Anstieg der Risikoaversion gekommen ist. Bessere Konjunkturdaten aus fast allen Weltregionen stützen die Stimmung.

### Perspektiven

Vor allem in Lateinamerika und Mitteleuropa haben die meisten Zentralbanken bereits begonnen, die Zinsen zu senken. Zwar gibt es eine hohe Unsicherheit über das Tempo der Senkungen, doch der Trend ist klar und dürfte das Aufwärtsrisiko bei den Renditen begrenzen. Die Risikoaufschläge für EM-Hartwährungsanleihen sind gefallen, doch erscheint der Markt nicht sorglos. Allmählich sinkende Leitzinsen und moderates Wirtschaftswachstum sprechen für eine weitgehend stabile Spreadentwicklung, womit das Umfeld für EM-Hartwährungsanleihen weiterhin gut ist. Auch EM-Lokalwährungsanleihen dürften sich angesichts sinkender Leitzinsen positiv entwickeln. Das Risiko von Währungsverlusten ist gegeben, doch haben sich die meisten Zentralbanken in den vergangenen Monaten hier vorsichtig gezeigt. Wir gehen daher davon aus, die Zinssenkungen nur in dem Maße vorangetrieben werden, wie dies mit weitgehender Währungsstabilität vereinbar ist. Schwellenländeraktienindizes litten in den vergangenen Monaten unter der schwachen Entwicklung Chinas. Der unsichere Ausblick für die Entwicklung der chinesischen Wirtschaft und für die Beziehungen zu den USA dürften auch in diesem und nächsten Jahr auf der Marktentwicklung lasten.

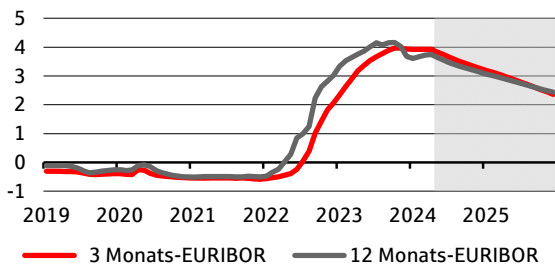
# Geldmarkt Euroland

EZB-Leitzinsen (% p.a.)



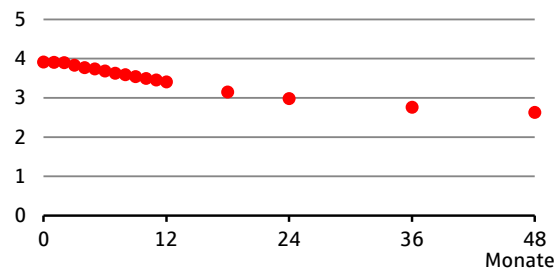
Quellen: Europäische Zentralbank, Prognose DekaBank

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.)	12.04.2024	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,50	4,50	3,50
3 Monats-EURIBOR	3,92	3,93	3,13
12 Monats-EURIBOR	3,75	3,71	3,65
EURIBOR-Future, Dez. 2024	3,10	2,99	2,93
EURIBOR-Future, Dez. 2025	2,49	2,32	2,73
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EZB-Leitzins (Hauptrefin.-satz)	4,25	3,65	3,15
3 Monats-EURIBOR	3,65	3,40	3,00
12 Monats-EURIBOR	3,45	3,25	2,90

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

## Im Fokus

Die EZB-Presskonferenz am 11. April stand in Einklang mit dem Beginn von Leitzinssenkungen im Juni, lieferte aber erneut wenig Hinweise auf das anschließende Tempo der geldpolitischen Lockerung. Kommentare zur Datenabhängigkeit deuten darauf hin, dass ein wieder höheres Gewicht auf dem Inflationsausblick liegen wird, während die aktuellen Inflationszahlen etwas in den Hintergrund rücken. Bei Entscheidungen über weitere Zins-schritte, die die EZB nur von Sitzung zu Sitzung treffen will, dürfte es daher vor allem darum gehen, die optimistischen Annahmen über Löhne, Gewinnmargen und Arbeitsproduktivität zu überprüfen. Diese Herangehensweise spricht für Leitzinssenkungen lediglich im Quartalsrhythmus. Darüber hinaus wird die EZB im September den Hauptrefinanzierungssatz auf nur noch 15 Basispunkte über dem Einlagensatz absenken. Kurzfristig dürfte der engere Zinskorridor keine nennenswerten Auswirkungen auf die Geldmarktsätze haben. Auf längere Sicht dämpft er den Aufwärtsdruck, der von weiter rückläufigen Überschussreserven ausgehen würde.

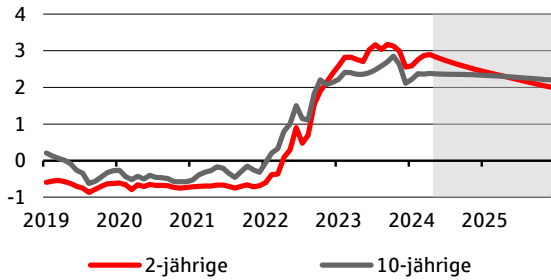
## Perspektiven

Viele Mitglieder des EZB-Rats gaben zuletzt zu verstehen, dass ihre Unsicherheit über den mittelfristigen Inflationsausblick abgenommen habe. Verbleibende Zweifel am Erreichen des Inflationsziels beruhen vor allem auf dem hartnäckig hohen Preisauftrieb im Dienstleistungssektor, während Hinweise auf einen nachlassenden Lohndruck zuversichtlich stimmen. In diesem Spannungsfeld gehen wir davon aus, dass die EZB zwar im Juni mit der Lockerung der Geldpolitik beginnen, diese danach aber nur mit geringem Tempo fortsetzen wird. Wir rechnen mit Leitzinssenkungen von 25 Basispunkten im Quartalsrhythmus bis zu einem in etwa neutralen Niveau, das wir mit einem Einlagensatz von 2,0 % beziffern. Darüber hinaus wird die EZB ihre Bilanz weiter abbauen. Sowohl die sukzessiven Fälligkeiten der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III als auch das Abschmelzen ihrer Wertpapierbestände werden dazu beitragen, die Überschussreserven zu reduzieren. Längerfristig plant die EZB ein Geldmarktregime, in dem das Niveau der Überschussreserven durch die Nachfrage der Banken bei den Refinanzierungsgeschäften bestimmt wird. Wir gehen davon aus, dass sich die EURIBOR-Sätze dann knapp oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes ansiedeln werden, während der €STR weiterhin knapp unter dem Einlagensatz notiert. In Einklang damit wird die EZB ab September den Korridor zwischen diesen beiden Leitzinssätzen auf 15 Basispunkte einengen.



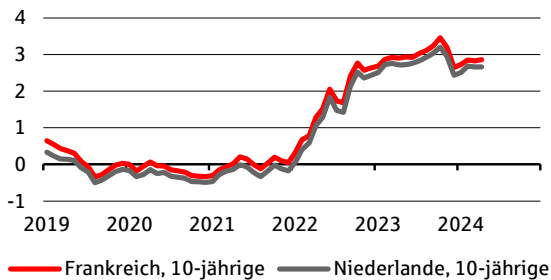
# Rentenmarkt Euroland

Deutschland: Renditen (% p.a.)



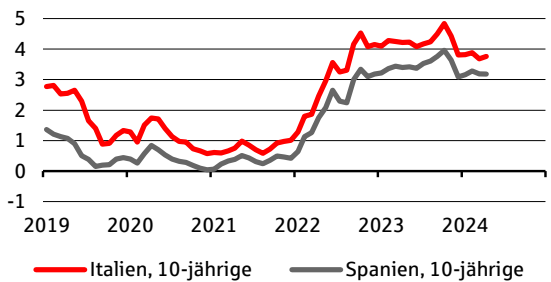
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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.)	12.04.2024	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Deutschland 2J	2,86	2,85	2,80
Deutschland 10J	2,36	2,33	2,37
Frankreich 10J	2,87	2,78	2,95
Italien 10J	3,76	3,61	4,22
Spanien 10J	3,18	3,14	3,41
Prognose DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Deutschland 2J	2,70	2,55	2,30
Deutschland 10J	2,35	2,35	2,30

Quellen: Bloomberg, DekaBank

### Im Fokus

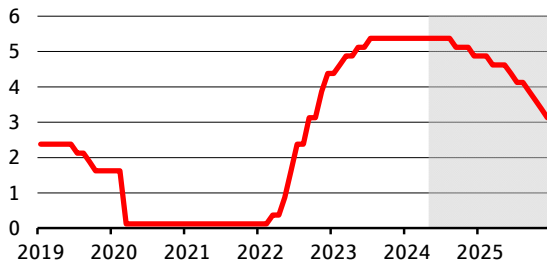
Hinter der Seitwärtstendenz der Renditen von Bundesanleihen in den vergangenen Wochen verbargen sich divergierende Einflüsse. Auf der einen Seite erhärtete sich der Eindruck, dass die EZB im Juni mit der Senkung der Leitzinsen beginnen wird. Auf der anderen Seite belasteten Datenveröffentlichungen aus den USA die globalen Rentenmärkte. Da sie zudem Zweifel am Ausmaß der geldpolitischen Lockerung im Euroraum hervorriefen, strahlten sie in ungewöhnlich starker Weise auch auf das kurze Ende der Bundkurve aus. Vor diesem Hintergrund sollten sich Leitzinssenkungen der EZB im Quartalsrhythmus in sinkenden Renditen kurzlaufender Bundesanleihen niederschlagen. Demgegenüber dürften sich in den längeren Laufzeitbereichen die Lockerung der Geldpolitik und die sich verbessernden Konjunkturaussichten in etwa die Waage halten.

### Perspektiven

Der Rückgang der Inflation und die damit einhergehende Aussicht auf eine Lockerung der Geldpolitik bilden bis auf Weiteres die dominierenden Triebfedern für die Staatsanleihemärkte. Wir gehen davon aus, dass die EZB im Juni mit der Senkung der Leitzinsen beginnen wird. Anschließend dürften die persistente Inflation und die nur langsam nachlassenden Lohnzuwächse das Tempo weiterer Zinsschritte jedoch begrenzen, sodass der Einlagensatz erst Anfang 2026 ein in etwa neutrales Niveau von 2,0 % erreichen wird. Die Renditen kurzlaufender Bundesanleihen sollten deshalb einem leicht nach unten gerichteten Trend folgen. Das lange Ende dürfte diese Bewegung jedoch nur zu einem geringen Teil nachvollziehen, sodass sich die Inversion allmählich zurückbildet und die Bundkurve ab Frühjahr 2025 eine wieder positive Steilheit aufweist. Gegen einen stärkeren Rückgang der Renditen langlaufender Bundesanleihen spricht zum einen das Konjunktur- und Inflationsbild im Euroraum, das der EZB keinen Anlass für eine Lockerung bis in den expansiven Bereich gibt. Zum anderen rechnen wir mit langsameren Leitzinssenkungen der Fed, was sich hierzulande eher auf die längeren Laufzeitbereiche auswirken dürfte. Der hohe Emissionsbedarf der Staaten und der Bilanzabbau der EZB sollten die Rentenmärkte weiterhin nur in einem überschaubaren Maße belasten, da die Nachfrage nach langlaufenden Anleihen kräftig und zinselastisch ist. Dies setzt jedoch zumindest leicht positive reale Erträge voraus, sodass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen bei gut verankerten Inflationserwartungen nicht unter 2 % fallen sollte.

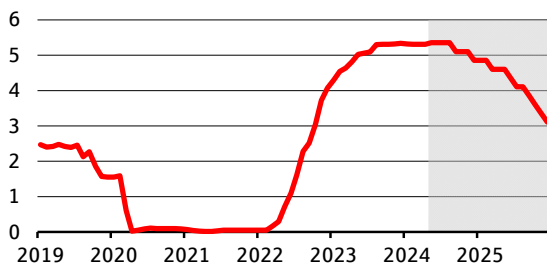
## Rentenmarkt USA

Fed: Leitzins (% p.a.)



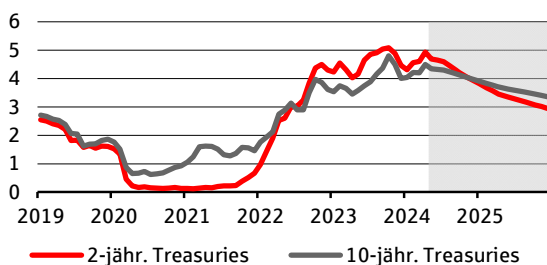
Quellen: Federal Reserve, Prognose DekaBank

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.)	12.04.2024	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Fed Leitzins	5,25-5,50	5,25-5,50	4,75-5,00
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,31	5,31	4,80
Renditen 2-j. Treasuries	4,90	4,59	3,96
Renditen 10-j. Treasuries	4,52	4,15	3,39
Prog. DekaBank (% p.a.)	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Fed Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	4,50-4,75
Overnight-Zinsen (SOFR)	5,36	5,11	4,61
Renditen 2-j. Treasuries	4,60	4,15	3,45
Renditen 10-j. Treasuries	4,30	4,10	3,70

Quellen: Federal Reserve, Bloomberg, Prognose DekaBank

### Im Fokus

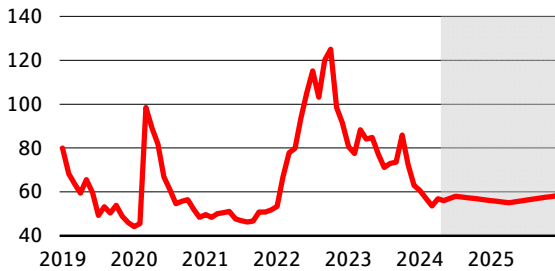
Im März sind die Verbraucherpreise insbesondere in der engeren Abgrenzung ohne Nahrungsmittel und Energie zum dritten Mal in Folge stärker als allgemein erwartet angestiegen. Zwar hatte die Fed beim Zinsentscheid im März erneut ihre Absicht geäußert, die Leitzinsen in diesem Jahr dreimal zu senken, womit sie implizit für Juni die Leitzinswende angedeutet hat. Allerdings haben die anhaltend hohen Preisanstiege sowie die soliden Daten vom Arbeitsmarkt zuletzt die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinswende im Sommer auf unter 50 % verringert. Daher gehen wir nun davon aus, dass die erste Leitzinssenkung erst beim Zinsentscheid im September erfolgen wird. Dies sorgt für eine Aufwärtsrevision unserer Zinsprognosen vor allem im kürzeren Laufzeitenbereich.

### Perspektiven

Nach den massiven Leitzinserhöhungen der Fed in den Jahren 2022 und 2023 geht nun der Blick in die andere Richtung: Wann, wie schnell und bis auf welches Niveau wird die Fed die Leitzinsen senken? Unsere aktualisierte Einschätzung ist, dass sie im September 2024 die Leitzinswende einläuten und im März 2026 die letzte Leitzinssenkung auf das Intervall von 2,50 % bis 2,75 % beschließen wird. Die Erfahrung mit der Leitzinserhöhungsphase war, dass auch geringfügige Änderungen beim makroökonomischen Ausblick erheblichen Einfluss auf den erwarteten Leitzinspfad sowie die gehandelten Renditeniveaus für US-Staatsanleihen haben konnten. Zudem hat der Corona-Aufschwung die Grenzen der makroökonomischen Modellprognosen aufgezeigt. Denn gemessen am Ausmaß der geldpolitischen Straffung hätte es 2023 zu einer spürbaren Rezession kommen müssen. Diese blieb aufgrund der noch nachwirkenden staatlichen Unterstützungsmaßnahmen für die privaten Haushalte wie auch für die Unternehmen aus. Unklar ist, wie groß diese Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft noch ist. Es ist aber wahrscheinlich, dass sie im Zeitablauf weiter abnehmen wird. Dies bedeutet, dass die US-Rentenmärkte auch 2024 noch sehr schwankungsanfällig bleiben können. Neben der Leitzinswende wird 2024 auch über das Ende der Bilanzverringering der Fed spekuliert. Diese Diskussion ist losgelöst von der Entwicklung der Leitzinsen.

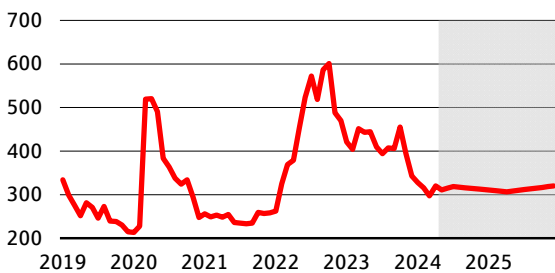
# Unternehmensanleihen

iTraxx Europe 5 Jahre (Basispunkte)



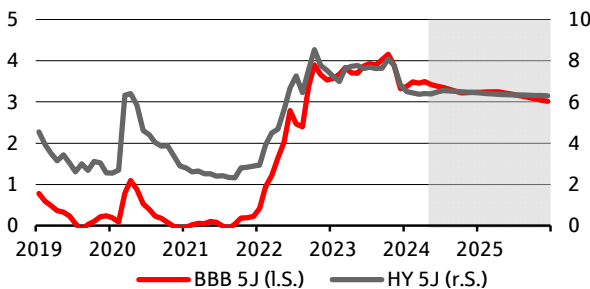
Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

iTraxx Crossover 5 Jahre (Basispunkte)



Quellen: International Index Company, Prognose DekaBank

Corporates 5 Jahre (% p.a.)



Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Unternehmensanleihen	12.04.2024	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
iTraxx Europe (Basispunkte)	59	52	84
iTraxx Crossover (High Yield; Basispunkte)	326	294	440
Corporates BBB 5 J (%)	3,39	3,43	3,73
Corporates HY 5 J (%)	6,41	6,32	7,73

iTraxx-Indizes: CDS-Spread in Basispunkten;

Quellen: International Index Company, Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

Die Kreditmärkte halten sich unerschütterlich gut. Weder die schwache Wirtschafts­lage in Euroland noch die kräftigen Zinsanstiege seit Jahresbeginn haben iTraxx & Co. beeindruckt. Auch die jüngste starke Korrektur der Spreads italienischer Staatsanleihen im Vergleich zur Kernzone Eurolands hat sich kaum merklich ausgewirkt. Kurzzeitige Spreadanstiege sind für erneute Käufe genutzt worden. Kassa-Anleihen bleiben sehr gefragt und entwickelten sich in den letzten Wochen besser als ihre entsprechenden Derivate. Die deutliche Spreadausweitung gegenüber den Derivaten seit letztem Herbst haben sie jedoch bisher noch nicht wieder aufholen können. Der Neuemissionsmarkt funktioniert weiterhin reibungslos. Die meisten neuen Bonds werden kräftig überzeichnet, obwohl sie inzwischen kaum noch Neuemissionsprämien bieten.

## Perspektiven

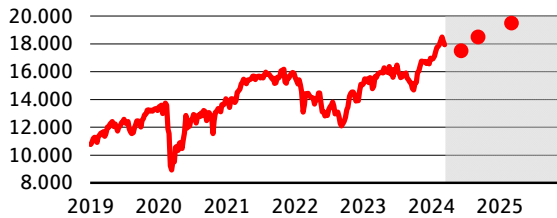
Im vergangenen Jahr haben sich die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen trotz trüber Konjunkturlage teils überraschend deutlich eingeeengt. Dieser Trend hat sich fortgesetzt und führte Kreditindizes auf die niedrigsten Stände seit zwei Jahren. Die jüngsten Quartalsberichte konnten zwar nicht sonderlich positiv überraschen und auch die Markterwartungen an die Ergebnisse für 2024 und 2025 sind etwas gekürzt worden, aber dennoch erwarten wir für das Gesamtjahr 2024 in allen Regionen einen Anstieg der Unternehmensgewinne im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich gegenüber dem Vorjahr. Vor allem die Aussicht auf die Zinswende in der Jahresmitte sollte die Stimmung an den Kreditmärkten hoch halten. Die immer noch attraktiven absoluten Renditen von Unternehmensanleihen bieten einen ordentlichen Puffer, um vorübergehende Rückschläge aufgrund von möglicherweise zwischenzeitlich enttäuschenden Wirtschaftsdaten abfedern zu können.

## Anmerkung

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

# Aktienmarkt Deutschland

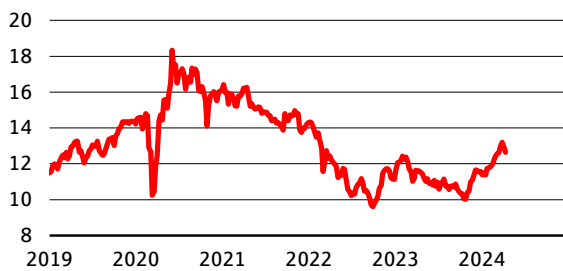
DAX (Indexpunkte; Ende 1987=1000)



Wertentwicklung	von bis	12.04.18	12.04.19	12.04.20	12.04.21	12.04.22	12.04.23	12.04.24
DAX		-3,34%	-11,96%	44,02%	-7,16%	11,18%	14,18%	

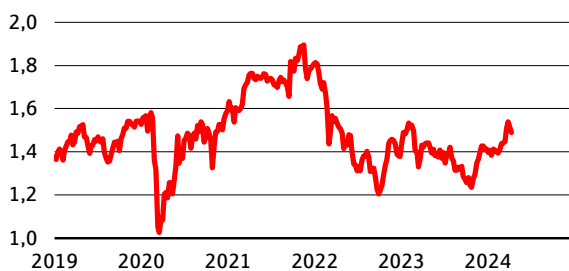
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

Preis-Buchwert-Verhältnis DAX



Quellen: Factset, DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	12.04.2024	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
DAX (Indexp.)	17.930	17.965	15.704
DAX (Veränd. in % seit ...)		-0,19	14,18
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
DAX (Indexp.)	17.500	18.500	19.500
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
DAX aktuell	12,65	1,49	3,25
DAX Ø (10 Jahre roll.)	13,02	1,52	3,29

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

## Im Fokus

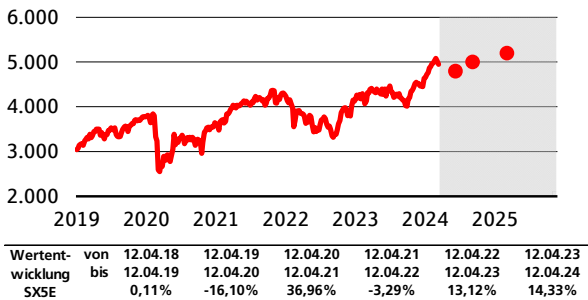
Bis Ende März setzte der DAX seine Rallye mit immer neuen Rekordständen fort. Es stützte die Aussicht auf bald sinkende Leitzinsen in den USA und in der Eurozone sowie bessere Wirtschaftsdaten. Nach den überraschend starken US-Daten zu Wirtschaft und Inflation kamen zunehmend Zweifel an der US-Leitzinswende im Juni auf und geopolitische Risiken belasteten. Nun rücken wieder die Unternehmensgewinne in den Fokus. Dank der etwas besseren Perspektiven für Deutschland und des global weiterhin stabilen Wachstums besteht Grund zur Zuversicht, wenngleich sich einzelne Branchen weiter schwer tun dürften. Wegen der Verschiebung des Prognosezeitfensters erwarten wir nun schon auf Dreimonatssicht eine marktübliche Korrektur. Diese bedeutet jedoch keine Trendumkehr und ist daher eine gute Gelegenheit für den schrittweisen Zukauf von Aktien. Entsprechend haben wir unser Zwölfmonatskursziel erhöht.

## Perspektiven

Die deutsche Volkswirtschaft steht vor erheblichen konjunkturellen und strukturellen Herausforderungen und liegt beim Wachstum in den kommenden Jahren im globalen Vergleich weit hinten. Die Auswirkungen der multiplen geopolitischen Krisen sorgen im Zusammenspiel mit der Energiewende für Unsicherheit und hohe zuzuschulternde Kosten. Dieses Umfeld zieht 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. Dadurch gelingt es ihnen, vom globalen Wachstum zu profitieren, was sich auch in der Gewinnentwicklung niederschlägt. Für die DAX-Unternehmen ist 2024 mit einem Anstieg der Unternehmensgewinne im hohen einstelligen Prozentbereich gegenüber 2023 zu rechnen. Eine zusätzliche Unterstützung erfährt der Aktienmarkt durch die absehbare Lockerung der Geldpolitik. Zusammen mit einer moderaten Bewertung des deutschen Aktienmarktes stellt das im Hinblick auf die Geldanlage eine gute Basis dar.

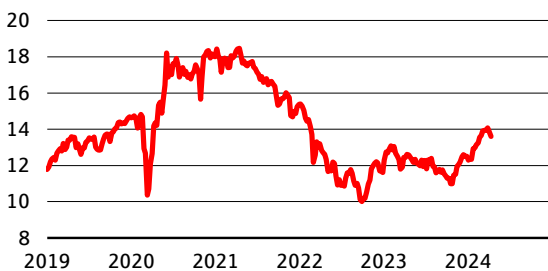
# Aktienmarkt Euroland

**EURO STOXX 50 (Indexpunkte)**



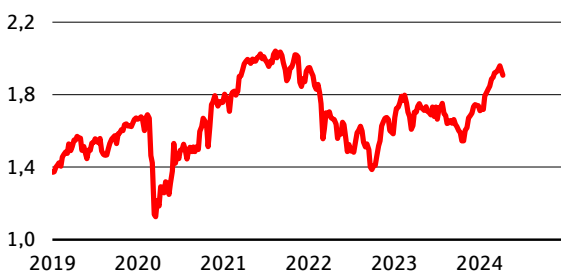
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

**Kurs-Gewinn-Verhältnis EURO STOXX 50**



Quellen: Factset, DekaBank

**Preis-Buchwert-Verhältnis EURO STOXX 50**



Quellen: Factset, DekaBank

**Wichtige Daten im Überblick**

Aktienmarkt	12.04.2024	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.955	4.983	4.334
EURO STOXX 50 (Veränd. in % seit ...)		-0,6	14,3
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
EURO STOXX 50 (Indexp)	4.800	5.000	5.200
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
EURO STOXX 50 aktuell	13,6	1,9	3,4
EURO STOXX 50 Ø (10 Jahre roll.)	13,8	1,6	3,7

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

**Im Fokus**

Die Hausse des Euro Stoxx 50 setzte sich im März fort. Phasenweise lag der Index seit Jahresbeginn mit über 12 % im Plus. Dann setzten Gewinnmitnahmen ein, auch ausgelöst durch höhere geopolitische Risiken und den Anstieg beim Ölpreis. In den nächsten Wochen ist einerseits wichtig, wie zäh die US-Inflation ist und für wann sich in den USA die erste Leitzinssenkung abzeichnet. Andererseits ist die Unternehmensberichtssaison für das erste Quartal von großer Bedeutung. Während wir für die US-Märkte deutlich positive Überraschungen erwarten, ist die Unsicherheit für die Eurozone größer, weil die wirtschaftliche Entwicklung kaum positiv überraschte, sondern lediglich die Erwartungen erfüllte. Zwar sollten in den kommenden Wochen weiterhin die sich für Juni abzeichnende Leitzinssenkung der EZB ebenso unterstützen wie die Dividendensaison, die Verbesserungen bei den globalen und europäischen Einkaufsmanagerindizes und die moderaten Bewertungen in der Eurozone. Allerdings scheint uns kurzfristig bereits sehr viel Gutes in den Kursen vorweggenommen zu sein. Damit steigt das Risiko vorübergehender Gewinnmitnahmen, also einer leichten Korrektur. Diese wäre ebenso gesund wie normal und sollte aufgrund der längerfristig guten Aussichten für Aktien nicht sonderlich deutlich ausfallen.

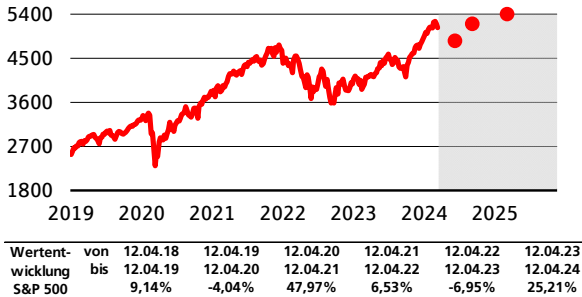
**Perspektiven**

Die moderate Bewertung und die attraktiven Dividendenrenditen von Euroland-Aktien sprechen im Umfeld von nachlassendem Inflations- und Zinsdruck sowie soliden Perspektiven bei den Unternehmensgewinnen für längerfristig höhere Kurse. Risiken sind vor allem eine überraschend zähe Inflationsentwicklung, unerwünschte Nebenwirkungen der geldpolitischen Straffung seit 2022, eine weitere Eskalation im Russland-Ukraine-Krieg oder im Nahen Osten sowie die US-Präsidentenwahlen im November 2024. Zwar gibt es international stärker wachsende Volkswirtschaften als Euroland. Allerdings verdeutlicht beispielsweise die verhaltene Performance der Schwellenländer-Aktien im vergangenen Jahrzehnt, dass hohes Wirtschaftswachstum nicht automatisch hohe Kursgewinne bedeutet. Für Aktionäre sind letztlich Gewinnwachstum und Zukunftsperspektiven entscheidend. Diese boten einige Sektoren den Anlegern in den vergangenen Jahren und konnten daher beeindruckende Entwicklungen vorweisen. Allerdings gibt es mit Energie, Banken oder Automobilen Sektoren, die aufgrund unsicherer Aussichten sehr niedrig bewertet sind – und vor allem im Falle einer Aufhellung ihres Umfeldes gute Perspektiven hätten.



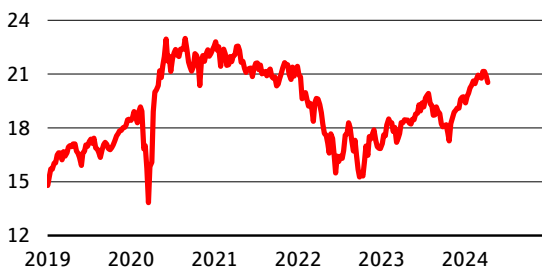
# Aktienmärkte Welt

USA: S&P 500 (Indexpunkte)



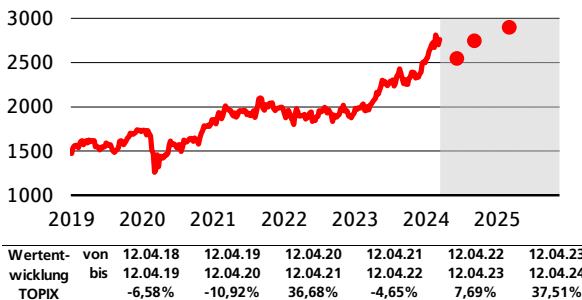
Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

USA: Kurs-Gewinn-Verhältnis S&P 500



Quellen: Factset, DekaBank

Japan: Topix (Indexpunkte)



Quellen: Bloomberg, Factset, Prognose DekaBank

## Wichtige Daten im Überblick

Aktienmarkt	12.04.2024	vor 1 Monat	vor 1 Jahr
S&P 500 (Indexp.)	5.123	5.175	4.092
S&P 500 (Veränd. in % seit ...)		-1,0	25,2
Prognose DekaBank	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
S&P 500 (Indexp.)	4.850	5.200	5.400
TOPIX (Indexp.)	2.550	2.750	2.900
Kennzahlen*	Kurs-Gew.-Verhältnis	Kurs-Buchw.-Verhältnis	Dividendenrendite %
S&P 500	20,5	4,1	1,5
TOPIX	15,9	1,4	2,3

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

## USA

Nach fünf Monaten mit kräftigen Kursgewinnen von in der Spitze fast 30 % haben S&P 500 und Nasdaq 100 zuletzt auf hohem Niveau konsolidiert. Der deutliche Anstieg von Nominal- und Realzinsen sowie die vermutlich spätere US-Leitzinswende wurden erstaunlich gut verarbeitet, sicherlich auch, weil die bessere wirtschaftliche Entwicklung positiv für die Unternehmensgewinne sein sollte. Wie gut, das wird die Unternehmensberichtssaison für das erste Quartal zeigen. Trotz der überraschend starken Konjunkturdaten haben die Analysten ihre Gewinnschätzungen für das erste Quartal reduziert. Daher erwarten wir ein spürbares Übertreffen dieser Prognosen. Ob das ausreicht, um den Märkten kurzfristig einen weiteren Schub zu geben, ist aus unserer Sicht jedoch fraglich.

## Japan

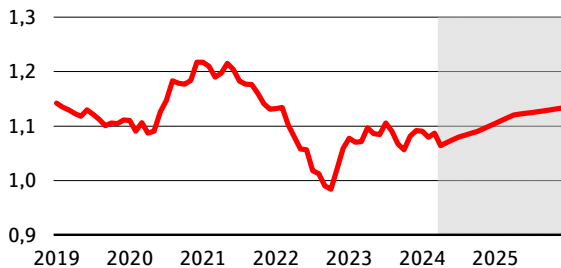
Japanische Aktien haben die erste Leitzinsenerhöhung seit 17 Jahren gut verkraftet. Nach der massiven Rallye in den vergangenen zwölf Monaten haben sie zuletzt parallel zu den globalen Märkten auf hohem Niveau konsolidiert. Es stützen unverändert die Aussicht auf ein Ende der jahrzehntelangen Deflation, der schwache Yen, das Interesse internationaler Anleger sowie die Fortschritte bei Gewinnentwicklung und Unternehmensführung.

## Perspektiven

Nach den kräftigen Kursgewinnen durch die Euphorie um künstliche Intelligenz und in Erwartung von umfangreichen Leitzinssenkungen würde es uns nicht überraschen, wenn selbst eine überzeugende US-Berichtssaison letztlich zu Gewinnmitnahmen führte. Zudem sind einige Risiken zuletzt größer geworden, vor allem mit den gestiegenen (Real-)Renditen und der zähen Inflationsentwicklung. Mittel- und langfristig verbessert die beeindruckende Stärke der US-Wirtschaft aber die Gewinnaussichten der Unternehmen und somit der US-Aktienmärkte. Wildcard ist, vor allem im Herbst, die Politik inklusive der Präsidentschaftswahl am 5. November 2024 mit all ihren Chancen und Risiken.

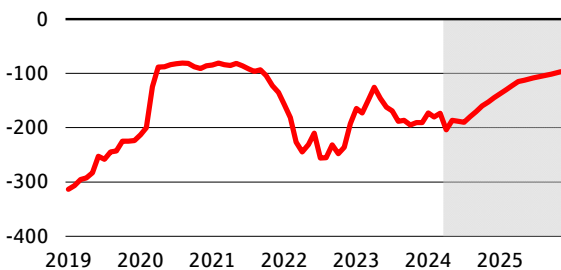
## Währungen: EUR-USD

Wechselkurs (US-Dollar je Euro)\*



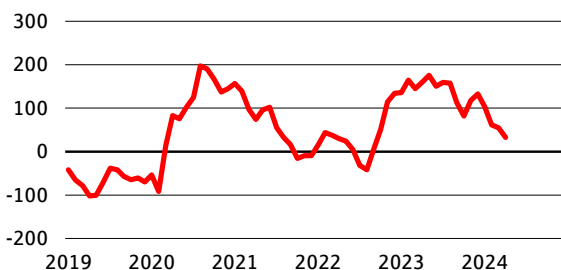
\* Anstieg bedeutet Aufwertung des Euro  
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	12.04.2024	in 3 Mon.	in 6 Mon.	in 12 Mon.
Wechselkurs EUR-USD	1,06	1,08	1,09	1,12
Zinsdiff. 2J (Basisp.)	-204	-190	-160	-115
Zinsdiff. 10J (Basisp.)	-216	-195	-175	-140
Leitzins EZB (%)	4,50	4,25	3,65	3,15
Leitzins Fed (%)	5,25-5,50	5,25-5,50	5,00-5,25	4,50-4,75
<b>Konjunkturdaten</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	
EWU Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	0,4	0,9	1,5	
USA Bruttoinlandsprod. (% ggü. Vorj.)	2,5	2,6	2,0	
EWU Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	5,4	2,5	2,3	
USA Inflationsrate (% ggü. Vorjahr)	4,1	3,1	2,6	

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

### Im Fokus

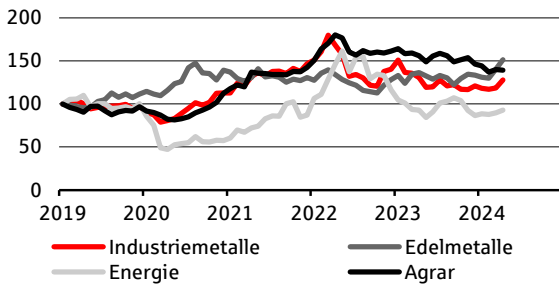
Nach den jüngsten Zinsentscheiden der Fed und der EZB festigt sich die kurzfristige Divergenz ihrer geldpolitischen Ausblicke. Der EUR-USD-Wechselkurs quittierte dies mit einem Rückgang in die Nähe des Jahrestiefs von 1,07 USD je EUR. Die US-Dollar-Stärke hält somit an. Denn in den USA haben weder der letzte Arbeitsmarktbericht noch die Inflationsdaten für März für Entspannung bei der Fed gesorgt. Somit verschieben wir unsere Prognose für die US-Leitzinswende von Juni auf September, was dem US-Dollar auf kurze Sicht wieder mehr Unterstützung verleiht. Dagegen steht der ersten Leitzinssenkung der EZB ab Juni wohl nichts im Wege. Dies hat der jüngste Rückgang der Euroland-Inflation auf 2,4 % untermauert. Die von uns erwartete Euro-Aufwertung ist vor diesem Hintergrund vorerst aufgeschoben, aber nicht aufgehoben.

### Perspektiven

Nach einer kräftigen Abwertung um insgesamt 13 % in den Jahren 2021/22 hat der Euro im Jahr 2023 gegenüber dem US-Dollar um 3 % (bzw. vier US-Cent) aufgewertet. In den Jahren 2024/25 erwarten wir einen moderaten Anstieg des EUR-USD-Wechselkurses bzw. einen Aufwertungstrend für den Euro. Das Einpreisen der Geldpolitik wird dabei zentral für den Wechselkurs bleiben und dürfte wie im Jahr 2023 – je nach Änderung der Leitzinserwartungen – für einige Volatilität sorgen. Nunmehr stehen Leitzinssenkungen der Fed und der EZB im Fokus, die wir ab Mitte 2024 prognostizieren. Dabei dürfte die Geldpolitik in beiden Währungsräumen aber noch länger restriktiv bleiben, um die Inflationsraten auch sicher in Richtung der Notenbankziele von 2 % zurückzuführen. Im Zuge der Leitzinssenkungen sollte sich der Vorsprung der US-Renditen gegenüber den Bundesanleihen reduzieren und dem Euro zunehmend Rückenwind verleihen. Zudem dürfte die Resilienz der US-Wirtschaft gegenüber den hohen Leitzinsen der Fed, die im Jahr 2023 positiv überraschte, perspektivisch nachlassen. Gleichzeitig erwarten wir angesichts fallender Inflationsraten und steigender Löhne eine Wiederbelebung der Euroland-Konjunktur. So dürfte der Euro mit fortschreitender makroökonomischer Normalisierung auch seine Unterbewertung gegenüber dem US-Dollar allmählich abbauen können.

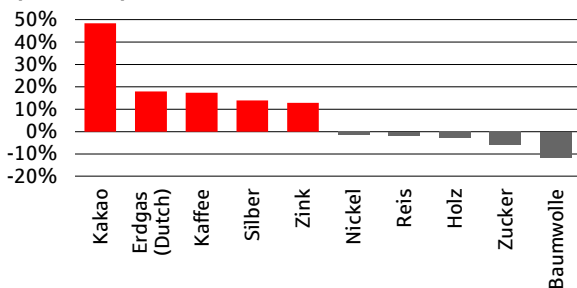
# Rohstoffe im Überblick

Bloomberg Rohstoffindex (Januar 2019 = 100)



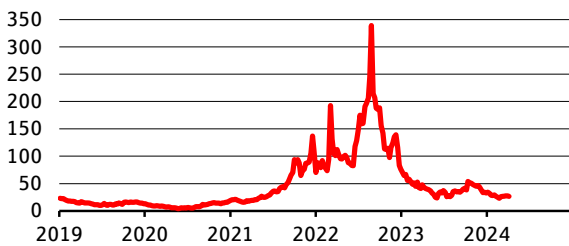
Quellen: Bloomberg, DekaBank

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	12.04.2024	Veränderungsraten in %	
		ggü. Vormon.	ggü. Vorjahr
BCOM Energie	32,8	7,6	-5,9
BCOM Industriemet.	150,5	6,2	-3,8
BCOM Edelmetalle	253,8	10,3	9,4
BCOM Agrar	59,5	-0,4	-13,5

Indexpunkte (Originalindex); Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

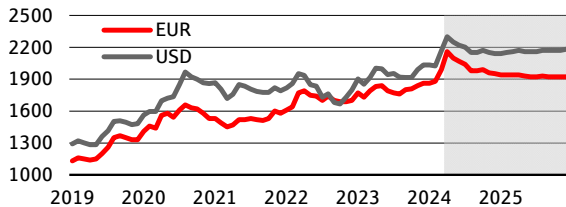
Während die Rohstoffpreise zu Beginn des Jahres eher seitwärts tendiert hatten, schaltete die Preisentwicklung seit März vor allem bei Edel- und Industriemetallen einen Gang hoch. Die Goldnotierung markierte neue Allzeithochs, aber auch Silber und Platin konnten im Windschatten von Gold deutlich zulegen. Die Industriemetalle erhielten durch die starken chinesischen Einkaufsmanagerindizes Anfang April einen positiven Impuls und verzeichneten in der Breite Preisanstiege. Dabei dürften vor allem der Zink- und der Kupferpreis von Angebotsorgen gestützt worden sein, da sich erste Anzeichen eines Stopps der chinesischen Kapazitätsausweitung andeuten. Allerdings hat China nach wie vor mit konjunkturellen Problemen bzw. mit der Schwäche im Immobiliensektor zu kämpfen, weshalb die Rohstoffnachfrage insgesamt gedämpft und weitere Preisanstiege begrenzt bleiben dürften. Im Energiesektor verzeichnete der Rohölpreis im Zuge der weiter zunehmenden Spannungen im Nahost-Konflikt und des Ausblicks eines Angebotsdefizits am Ölmarkt für das erste Halbjahr 2024 Preisanstiege. Insgesamt dürfte allerdings der weltweite Rohstoffkonsum auf absehbare Zeit ohne größere Engpässe bedient werden können. Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass lediglich schockartige Produktionseinschränkungen für eine stärkere Verteuerung von Rohstoffen sorgen könnten, was wir jedoch lediglich als Teil des Risikoszenarios ansehen.

## Perspektiven

Ein nur moderates Wachstum, eine strukturell etwas erhöhte Inflation, vergleichsweise hohe Zinsen und anhaltende geopolitische Konflikte dürften die Entwicklung in den kommenden zwei Jahren prägen. Die konjunkturelle Schwächephase wird im Verlauf von 2024 überwunden werden. Aber das für den Rohstoffbereich sehr relevante chinesische Wachstum dürfte aufgrund hausgemachter Probleme auf absehbare Zeit schwach bleiben. Das neue globale Gleichgewicht wird längerfristig von stärkeren regionalen Produktionsmustern geprägt sein, und die Weltwirtschaft als Ganzes 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 einem nachhaltigeren Wirtschaften dürfte die Energiepreise strukturell erhöhen. Die Edelmetalle werden ab Mitte 2024 durch die Geldpolitik etwas Unterstützung erfahren, und die geopolitische Risikoprämie könnte für längere Zeit erhöht bleiben. Grundsätzlich gilt es zu beachten, dass bei Rohstoffanlagen jederzeit starke Wertschwankungen auftreten können.

# Rohstoffe: Gold

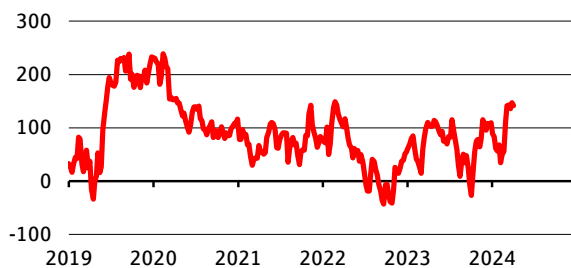
Gold (Preis je Feinunze)



Wertentwicklung	von bis	31.03.18	31.03.19	31.03.20	31.03.21	31.03.22	31.03.23	31.03.24
Gold in Euro			7,07%	25,25%	1,06%	20,59%	3,00%	13,38%
Gold in USD			-2,25%	22,46%	8,24%	13,74%	1,02%	12,62%

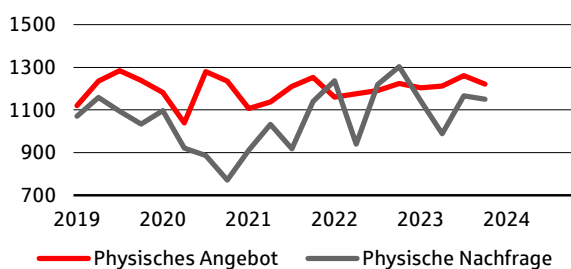
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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	12.04.2024	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Gold (EUR je Feinunze)	2214,06	1984	1829
Gold (USD je Feinunze)	2356,20	2166	2011
Silber (EUR je Feinunze)	26,62	22	23
Silber (USD je Feinunze)	28,33	24	25
<b>Prognose DekaBank</b>	<b>in 3 Mon.</b>	<b>in 6 Mon.</b>	<b>in 12 Mon.</b>
Gold (EUR je Feinunze)	2040	1990	1940
Gold (USD je Feinunze)	2200	2170	2170

Quellen: Bloomberg, DekaBank

## Im Fokus

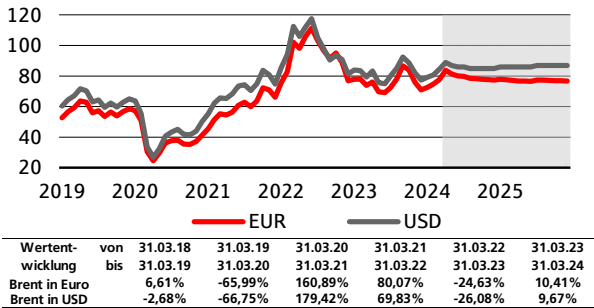
Die Dynamik des Goldpreisanstiegs seit Anfang März war überraschend stark und ist aus unserer Sicht schwer zu erklären. So dürfte die Goldnachfrage der Notenbanken zwar kräftig geblieben sein, aber nicht außerordentlich stark zugenommen haben. Auch boten weder die Renditen langlaufender US-Staatsanleihen noch der US-Dollar Unterstützung. Zudem hätte der Goldpreis aufgrund der jüngsten überraschend hohen US-Inflationsdaten, die auf ein späteres Einläuten der Leitzinswende seitens der Fed hindeuten, unter Druck geraten können. Dennoch markierte die Goldnotierung abermals neue Allzeithochs. Zunehmend drängt sich die Frage auf, inwieweit es sich bei dieser Entwicklung um eine spürbare Übertreibung handelt. Zwar könnte die aktuelle Aufwärtsdynamik durchaus noch eine ganze Weile anhalten, doch ist eine zeitlich befristete Preiskorrektur unserer Einschätzung nach überfällig.

## Perspektiven

Die Leitzinsen der großen Notenbanken befinden sich auf einem Plateau, und die Inflationsraten nähern sich langsam den Notenbankzielen an. Doch die Leitzinsen dürften bis Mitte 2024 auf dem höheren Niveau verharren und erst in der zweiten Jahreshälfte moderat zurückgehen. Damit dürften die anstehenden Zinsrückgänge sowie ein schwächerer US-Dollar perspektivisch stützend wirken. Zugleich bleiben die risikolosen Zinsen, also die Opportunitätskosten der (zinslosen) Goldhaltung, im gesamten Prognosezeitraum im historischen Vergleich auf moderaten Niveaus. In Summe erwarten wir, dass der Goldpreis perspektivisch auf einem moderaten Aufwärtstrend bleibt und in der langen Frist einen Ausgleich für die globale Inflation bietet. Sollte sich zeigen, dass die Leitzinsen für längere Zeit wider Erwarten auf ihren hohen Niveaus verharren oder sogar noch weiter steigen, bestünde ein Abwärtsrisiko für unsere Goldpreisprognose. Geopolitische Risiken wie der Krieg Russlands gegen die Ukraine und der Nahost-Konflikt sowie die US-Wahlen stellen hingegen Aufwärtsrisiken dar.

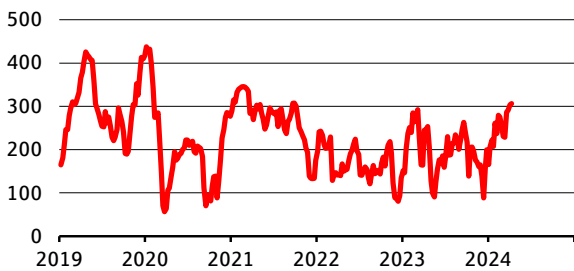
# Rohöl

Ölpreis der Sorte Brent (je Barrel)



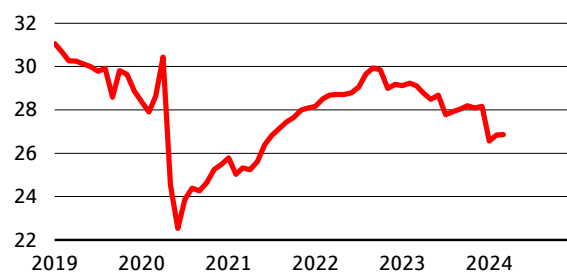
Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

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)	12.04.2024	vor 1 Mon.	vor 1 Jahr
Brent (EUR)	85,0	75,0	79,4
Brent (USD)	90,5	81,9	87,3
WTI (USD)	85,7	77,6	83,3
Prognose DekaBank	In 3 Mon.	In 6 Mon.	In 12 Mon.
Brent (EUR)	78	78	77
Brent (USD)	84	85	86
WTI (USD)	80	81	82

Quellen: Bloomberg, Prognose DekaBank

## Im Fokus

Die Rohölpreise setzten in den vergangenen Wochen ihre Aufwärtsbewegung fort. Der Preis für die Sorte Brent übersprang erstmals seit einem halben Jahr wieder die Marke von 90 US-Dollar je Fass. Dies spiegelt einerseits die aufgrund des Nahost-Konflikts erhöhte Risikoprämie wider. Andererseits deutet der höhere Preis aber auch auf eine angespanntere Versorgungslage am weltweiten Ölmarkt hin. Denn nach einem schwachen Jahresstart legte der globale Ölkonsum in den Folgemonaten zu. Zugleich stabilisiert sich die US-Ölförderung auf dem hohen Niveau von über 13 Mio. Fass täglich. Die Politik der OPEC+ bleibt das Zünglein an der Waage: Das Kartell beschloss, seine Fördermengenkürzung bis zur Jahresmitte zu verlängern. Infolgedessen wird nunmehr erwartet, dass sich am weltweiten Ölmarkt zunächst ein Angebotsdefizit einstellen wird.

## Perspektiven

Um zu verhindern, dass das weltweite Ölangebot die Nachfrage deutlich übersteigt, und um den Ölpreis zu stützen, einigten sich die OPEC+-Mitglieder Ende 2023 auf eine kartellweite Fördermengenkürzung um 1 Mio. Fass pro Tag, die bis Mitte 2024 Gültigkeit hat. Hinzu kommt eine zusätzliche freiwillige Fördermengenkürzung von 1 Mio. Fass pro Tag von Saudi-Arabien. Auf der Nachfrageseite zeigen sich zunächst noch die Bremspuren der konjunkturellen Schwächephase der Weltwirtschaft, die im Verlauf des Prognosezeitraums nachlassen dürften. Alles in allem wird der globale Ölkonsum nicht zuletzt aufgrund des schwachen Wachstums der chinesischen Wirtschaft nur moderat zunehmen. 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 verlieren und dürfte damit im Preis nachgeben.



## Szenarien

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Anpassungen nach der Ausnahmesituation durch die Corona-Pandemie und der langen Jahre der Nullzinspolitik verlaufen überraschend geschmeidig. Weltwirtschaft durchläuft eine Schwächephase und wächst im Verlauf von 2024 wieder kräftiger.
- Deglobalisierung, Demografie und Dekarbonisierung halten perspektivisch den Inflationsdruck erhöht und dämpfen das globale Wachstum.
- Notenbanken haben ihren Leitzinsanhebungszyklus abgeschlossen und lassen Leitzinsen unverändert, bis sichergestellt ist, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen im Zielbereich von 2 % verankert bleiben. Erste Leitzinssenkungen sind ab Mitte 2024 zu erwarten. Leitzinsen verharren aber noch für längere Zeit oberhalb der neutralen Niveaus.
- Die Geldpolitik wird bis auf Weiteres die Entwicklung von Wirtschaft und Kapitalmärkten nicht mehr so stützen können wie bisher. Die Fiskalpolitik bleibt angesichts struktureller Herausforderungen (wie Klimawandel, Sozialversicherungssysteme, Demografie usw.) trotz erhöhter Zinsen global eher expansiv. Allgemein ist ein Trend zu höherer Staatsverschuldung zu beobachten.
- Für Europa und insbesondere für Deutschland ist im Jahr 2024 noch ein schwaches Wachstum zu erwarten. Die US-Wirtschaft zeigt sich robuster.
- 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. Kaufkrafterhalt der Geldanlagen funktioniert am besten über breit gestreute Wertpapieranlagen, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

### Negativszenarien (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- Dramatische Eskalation des Russland-Ukraine-Krieges oder des militärischen Konflikts im Nahen Osten mit Ausweitung auf weitere Länder. Infrastruktur-Sabotage als Mittel der unkonventionellen Kriegsführung. Anhaltende Ost-West-Konfrontation bzw. die Verschiebung globaler politischer Gewichte zugunsten autoritärer Regime verringert positive Wachstumswirkungen der Globalisierung.
- Einführung neuer Handelsbeschränkungen durch USA führt zu einem Handelskrieg mit China, der auch Europa erfasst und das globale Wachstum empfindlich bremst.
- 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 nochmaligen Straffung der Geldpolitik gezwungen, die eine massive Rezession auslöst.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst regionale bzw. globale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Finanzkrise bzw. in Euroland mit 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:** 15.04.2024 (7 Uhr)  
**Nächste Ausgabe:** 07.05.2024

**Herausgeber:**

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

**Impressum:**

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

**Disclaimer:**

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



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

Telefon: (0 69) 71 47 - 0  
Telefax: (0 69) 71 47 - 19  
[www.deka.de](http://www.deka.de)

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