

# Deka-InvestmentBrief Konjunkturerholung stottert

September 2021



Verehrte Leserinnen und Leser,



wir hatten bereits im Juli über unsere Erwartungen berichtet, dass die konjunkturellen Indikatoren weltweit auch einmal wieder Enttäuschungen liefern würden. Dies ist inzwischen eingetreten. Die anhaltenden Probleme innerhalb der internationalen Produktionsketten führen dazu, dass die Konjunkturprognosen in Deutschland, den USA und in China für dieses Jahr leicht nach unten genommen werden. Wir hatten damit bereits vor zwei Monaten begonnen, und die Abwärtsrevisionen können auch noch anhalten. Allerdings bleibt die Nachfrage weltweit weiterhin sehr kräftig: Die Auftragsbestände der deutschen Unternehmen etwa befinden sich auf einem Rekordhoch. Was in diesem Jahr nicht mehr produziert werden kann, wird auf das nächste Jahr verschoben. Damit bleibt das große Bild einer kräftigen Konjunkturdynamik bis mindestens in das kommende Jahr hinein bestehen. Vor diesem Hintergrund ist die Gewinnentwicklung bei den Unternehmen wieder auf dem Vor-Corona-Pfad angekommen. Weiteres Ungemach braut sich allerdings über der Preisentwicklung zusammen. Die Preise bei Vorleistungsgütern sind in allen Volkswirtschaften steil nach oben gerichtet. Davon wird zwar nur ein Bruchteil an die Konsumenten weitergegeben. Es reicht jedoch aus, um auf der Ebene der Verbraucherpreise eine negative Überraschung nach der anderen zu produzieren. Vor diesem Hintergrund wirken die ständigen Hinweise der Notenbanken auf den vorübergehenden Charakter der Preisbewegungen nicht mehr recht glaubwürdig. Obwohl die Kapitalmarktrenditen daraufhin wieder etwas angezogen haben, können sie doch nicht mithalten mit den gestiegenen Inflationsraten. Die Folge ist, dass wir historisch niedrige Realzinsen erleben. Das macht Bankeinlagen, aber auch Staatsanleihen noch unattraktiver als bisher schon.

Wir sind nach wie vor der Auffassung, dass an den Kapitalmärkten in den kommenden Monaten Irritationen auftreten werden. Die Inflationsentwicklung wird sich weiter zuspitzen. Die erneute Corona-Welle wird weiteren Sand in die Produktionsmotoren vieler Länder spülen. In den USA könnte eine neue Diskussion um die Schuldengrenze des öffentlichen Haushalts neue Unsicherheiten versprühen. Dagegen halten wir die Auswirkungen der deutschen Bundestagswahl auf die Kapitalmärkte für äußerst gering. Insgesamt bleiben wir bei unserer eher vorsichtigen taktischen Anlageausrichtung. Lediglich für Schwellenländer-Aktien haben wir eine leichte Aufstockung vorgenommen. Die vorausliegenden Wochen und Herbstmonate sollten in Marktschwäche allerdings eine gute Chance zur Aufstockung von Risikopositionen bieten.

Ihr

**Jörg Boysen**  
**Chefanlagestrategie Deka Investment**

## Aktuelle Positionierung

Die Herbstmonate versprechen häufig mehr Kursschwankungen und damit einhergehend Möglichkeiten für neue aktive Positionierungen. Neue Allzeithochs bei US-Aktien gingen zuletzt bereits mit einer leicht ansteigenden Volatilität einher – ein Vorbote für einen spürbaren Rücksetzer in Richtung des vierten Quartals? In den großen Anlageklassen halten wir an der zuletzt kommunizierten Positionierung dementsprechend fest, welches ein Abwarten an der Seitenlinie für Aktien- und Income-Segmente bedeutet. Angesichts eines intakten Konjunkturtrends würde eine spürbare Kursschwäche die Möglichkeit für antizyklische Käufe vor einer ggf. erneut stattfindenden Jahresendrallye bieten. Noch befinden wir uns allerdings nicht an diesem Punkt, mit Ausnahme von EM-Aktien. Hier sehen wir in Folge der starken Bewertungskorrektur über die vergangenen Monate attraktive Niveaus für eine Erhöhung von Beständen. Eine Bodenbildung über die kommenden Wochen ist wahrscheinlich, mit guten Aussichten auf eine attraktive Wertentwicklung in Richtung 2022. Anleihen bester Bonität bleiben leicht untergewichtet. Wir glauben, dass die zwischenzeitlichen Renditerückgänge beendet sind und der Trend leicht ansteigender Renditeniveaus sich nun fortsetzt. USD-Währungsquoten halten wir offen, da zunächst ein volatiler Seitwärtstrend wahrscheinlich ist, bevor neue makroökonomische Events einen neuen klaren Trend herausstellen. Gold mögen wir weiterhin als Beimischung und in diesem Kontext vor allem als diversifizierendes Element im Portfoliokontext.

|   | Taktische Sicht<br>1-6M | Strategische Sicht<br>>12M |
|---|-------------------------|----------------------------|
| <b>Aktien</b>                               |                         |                            |
| <b>Staatsanleihen</b><br>Entwickelte Märkte |                         |                            |
| <b>Staatsanleihen</b><br>Emerging Markets   |                         |                            |
| <b>Credit</b><br>Investmentgrade            |                         |                            |
| <b>High Yield</b>                           |                         |                            |
| <b>FX</b><br>EURUSD                         |                         |                            |
| <b>Gold</b>                                 |                         |                            |

## Inflationsraten nur vorübergehend hoch

Die Liste der Sorgenthemen ist zurzeit ziemlich lang: Lieferengpässe, Afghanistan, Preissteigerungen, Coronavirus – um nur einige zu nennen. Doch die Finanzmärkte rund um den Globus schlagen sich überraschend wacker. Der gute Grund hierfür lautet: Die Notenbanken sind nach wie vor entspannt, trotz der aktuell hohen Inflationsraten. Schließlich sind es Sonder- und Basiseffekte, die in diesem Jahr die Inflationsrate nach oben schnellen lassen. Diese werden schon Anfang 2022 wieder verschwinden.

Für die Europäische Zentralbank (EZB) gibt es keine Notwendigkeit, in Hektik zu verfallen, sei es bei der Beendigung der Wertpapierkaufprogramme, sei es bei etwaigen Zinserhöhungen. Insofern erwarten wir nach wie vor erst für das Jahr 2026 einen Zinsschritt der EZB. Damit bleiben die günstigen Finanzierungsbedingungen weiterhin erhalten.

## Basisszenario: Inflationsfreies, moderates Wachstum – leicht steigende Zinsen (Wahrscheinlichkeit: 70 %)

- Weltwirtschaft lässt Corona-Pandemie Schritt für Schritt hinter sich und findet wieder auf ihren alten Wachstumspfad zurück.
- Corona-Krise hat bisher schon zu beobachtende Trends verstärkt: langanhaltende Niedrigzinsphase, Digitalisierung, Globalisierung mit ausgeprägterem regionalem Fokus.
- Euroland: Nach-Corona-Aufschwung wird gebremst durch gestiegene Staatsverschuldung, technologischen Strukturwandel und Brexit. EU-Wiederaufbaufonds stützt krisengeschüttelte südeuropäische Staaten.
- USA: Geld- und Finanzpolitik unterstützen Wirtschaft und Märkte auf dem Weg aus der Corona-Krise.
- Inflation: Nach der Corona-bedingt sehr geringen Teuerung im Jahr 2020 kommt es aufgrund von Sondereffekten zu einem temporären Inflationsschub. Annäherung der ab 2022 wieder unerwünscht niedrigen Inflationsraten an die Inflationsziele der Notenbanken erfolgt nur langsam.
- Geldpolitik: Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und fahren ihre Notfallmaßnahmen äußerst vorsichtig zurück, um die Konjunktur weiter zu stützen.
- Finanzmärkte: Aktienmärkte konzentrieren sich auf den Aufschwung. An Anleihemärkten weitere Verringerung der Risikoprämien, vor allem in Hochzinsbereichen positive Gesamtertragsersparungen.
- Zinsen: Dauer der Niedrigzinsphase wird durch Corona-Krise nochmals verlängert. Kaufkraftherhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch bei Wertpapieren, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

## Negativszenario: Rezession – Marktverwerfungen – Protektionismus (Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Zentralbanken verlieren Balance: Eine zu späte Reaktion der Zentralbanken bei unterschätzter wie auch eine Überreaktion bei überschätzter Inflationsgefahr könnte über stark steigende Renditen und rückläufige Vermögenspreise eine Rezession auslösen.
- Wirkung der Impfungen verpufft wegen resistenter Coronavirus-Mutationen. Langanhaltende globale Pandemie verursacht wiederkehrende großflächige Stillstände. Globale Produktionsketten werden nachhaltig gestört. Vertrauensverlust führt zu Abwärtsspirale an den Finanzmärkten.
- Stark gestiegene Staatsverschuldung löst globale bzw. regionale Schuldenkrisen aus mit dem Risiko einer umfassenden Emerging Markets-Finanzkrise bzw. in Euroland einer erneuten Infragestellung der Währungsunion.
- Globale Ausbreitung von Protektionismus und Nationalismus reduziert den Grad der internationalen Arbeitsteilung in spürbar wachstumsbremsender Form.
- Dauerhafte Wachstumsabschwächung in China.

## Positivszenario: Starkes Wachstum ohne Verspannungen (Wahrscheinlichkeit: 15 %)

- Corona-Pandemie ebbt dank zügiger Durchimpfung großer Teile der Weltbevölkerung schnell ab. Produktion und Konsum können wieder ungehindert wachsen.
- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz zunehmender Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank Verschuldungsabbau schreitet die Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu deutlichen Aktienkursanstiegen und wirken als Triebfeder für die Investitionsdynamik.
- Reformprozess in Euroland stabilisiert Finanzsektoren der Krisenländer und setzt damit stärkere Wachstumspotenziale frei.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für globale Wirtschaft.

## ASSET ALLOKATION

Das Börsenjahr 2021 ist bisher von einer sehr robusten Wertentwicklung an den Risikomärkten gekennzeichnet. In nur sehr wenigen Fällen fiel im historischen Kontext die Kursralley am Aktienmarkt vergleichbar robust im Nachgang einer Weltrezession aus. Unterhalb der Indexoberfläche zeigte sich die scheinbar ruhige Marktphase jedoch gänzlich anders. Schnelle und ausgeprägte Rotationsbewegungen zwischen zyklischen und defensiven Aktiensektoren prägten das Bild. Seit dem Frühjahr hatten die konjunktursensitiven Werte eher das Nachsehen, sodass der auf Indexebene ausgedrückte Optimismus innerhalb des Aktienmarktes nicht bestätigt wurde. Gleichmaßen divergierend kam es über die letzten Monate nicht zu einem weiteren Rückgang der Aktienrisikoprämie (berechnet über die Differenz der Aktiengewinnrendite und der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen). Gemessen am Anstieg der Aktienrisikoprämie seit April 2021 hat die Unsicherheit über die künftige Konjunktur- und Wertentwicklung an den Risikomärkten zumindest aus Investorensicht zugenommen. Mittlerweile nähert sich die Aktienrisikoprämie mit der 4 %-Marke bereits historischen attraktiven Niveaus für Zukäufe an. Das Erreichen dieser Niveaus kann im Einklang mit den von uns weiterhin erwarteten Kursrückgängen bei US-Aktien einhergehen. Gerade in den Herbstmonaten ist eine Stimmungseintrübung am Aktienmarkt eher wahrscheinlich, welche auch die breiten Indexniveaus mehr als zuletzt unter Druck bringen kann. Im Rahmen der Asset Allokation bleiben wir in der Anlageklasse Aktien in Summe noch an der Seitenlinie. Zwischen den Aktienregionen haben sich bei EM-Aktien jedoch mit der dort erfolgten Bewertungskorrektur von 20 % bereits jetzt attraktive Einstiegsniveaus für einen ersten Schritt zurück in eine Aktienübergewichtung ergeben.

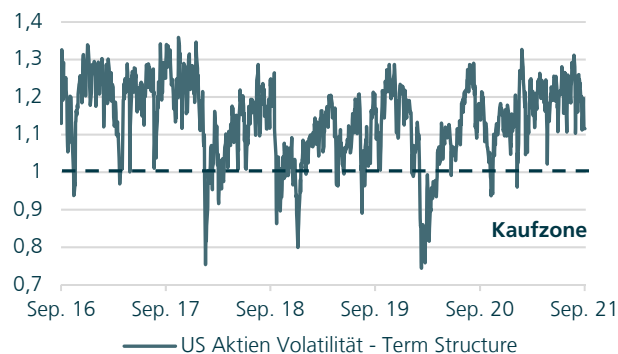
### US-Aktienmarkt und US-Aktienrisikoprämie\*



Quellen: Bloomberg, DekaBank  
 Zeitraum: 19.09.2016 – 19.09.2021  
 \*Gewinnrendite S&P 500 (1/ KGV) abzüglich Rendite 10J-US Staatsanleihen

Für das Timing von breit angelegten Zukäufen in eine Herbstkorrektur hinein bieten sich verschiedene taktische Indikatoren an. Einer davon ist die US-Aktienmarktvolatilität. Das Niveau der verschiedenen Future-Fälligkeitstermine zueinander kann einen Eindruck vom kurzfristigen Kapitalmarktstress bzw. der potentiellen Investorenpanik verschaffen. Seit Monaten können wir eine anhaltend optimistische Stimmungslage ohne auch nur annähernd pessimistische Züge und damit antizyklischer Einstiegsgelegenheiten erkennen. Neue Kurshochs sind zuletzt mit steigender Volatilität einhergegangen. Dies kann als Indiz für ein sich veränderndes Umfeld genommen werden. Sollte die kurzfristige Aktienmarktvolatilität höher als die zukünftigen Future-Notierungen stehen, würden wir attraktiven Niveaus für Aktienkäufe näherkommen.

### Timing-Indikator US-Aktienvolatilitätskurve\*



Quellen: Bloomberg, DekaBank  
 Zeitraum: 19.09.2016 – 19.09.2021  
 \*Differenz VIX-Future 3 Monate minus VIX-Index

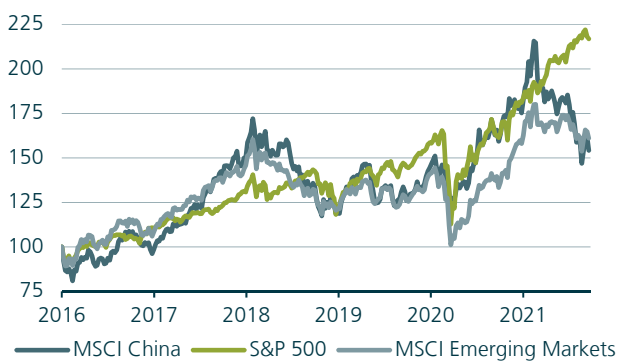
Entsprechend unserer Aktienausrichtung bleibt auch die Empfehlung für die Income-Segmente (Unternehmensanleihen, Hochzinsanleihen, EM-Anleihen) bei neutral. Eine etwas spürbarere Aktienkursschwäche dürfte auch mit einem Spread-Anstieg einhergehen. In einem Rücksetzer würden insbesondere die höherverzinsten Segmente für Aufstockungen interessant erscheinen. Innerhalb der Anleihesegmente halten wir Staatsanleihen aus den Industrieländern in einer leichten Untergewichtung. Die Renditen haben aus unserer Sicht zuletzt einen Wendepunkt hin zu wieder leicht ansteigenden Niveaus ausgeprägt. Beim Währungspaar EUR-USD halten sich die Argumente für eine neue aktive Positionierung unverändert die Waage, sodass wir an der Präferenz von offenen Währungsquoten festhalten. Gold betrachten wir im Portfoliokontext als diversifizierendes Element. Gerade in der aktuellen Zeit, mit ansteigenden Inflationsrisiken und einer eher zunehmenden Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Notenbankpolitik, bietet sich eine höhere Beimischung an.

## AKTIEN

Das Bild an den globalen Aktienmärkten bleibt weiter zweigeteilt. Während die US-Titel ihren Aufwärtstrend über die letzten Handelswochen in Summe weiter fortsetzen konnten, hat sich das Momentum in Europa spürbar abgeschwächt. Zwar gelang es dem Euro Stoxx 50 die Hochs vom Juni zu überschreiten, deutliche Anschlusskäufe sind zumindest bisher jedoch ausgeblieben. Dies gilt auch für den DAX, der zwar mit 16.000 Punkten eine neue historische Bestmarke erreichte, aktuell jedoch nur knapp über dem Niveau von Anfang April notiert. Dagegen wird der S&P 500 weiter von den großen Technologiewerten gestützt und liegt seit Jahresanfang etwa 20 % im Plus. Verglichen mit den Corona-Tiefständen von März vergangenen Jahres konnten sich die Kurse mittlerweile sogar verdoppeln. Der Anstieg von 100 % in nur 17 Monaten stellt dabei die schnellste Aufwärtsbewegung am US-Markt seit der „großen Depression“ in den 30er Jahren dar.

Anhaltend positive Revisionen der Unternehmensgewinne und eine unverändert expansive Ausrichtung der Notenbanken sorgen weiter für die entsprechende Unterstützung bei den Investoren. Dies haben die jüngsten Aussagen des Fed-Präsidenten im Rahmen des „Jackson Hole Meetings“ nochmal verdeutlicht. Zwar ist in den kommenden Monaten mit einer Ankündigung zur Reduktion der Anleihekäufe („Tapering“) zu rechnen. Eine zeitnahe geldpolitische Straffung wird jedoch nicht erwartet, da die hohen Inflationsraten von den Zentralbanken weiterhin als nur „transitorisch“ angesehen werden. Entsprechend verharren die Renditen sowohl nominal als auch real auf tiefen Niveaus, und die zuletzt leichte Abkühlung in den makroökonomischen Indikatoren, wie beispielsweise beim US-Konsumentenvertrauen, führte erneut nur kurzzeitig zu Gewinnmitnahmen an den Märkten.

### Wertentwicklung EM-Aktien gegenüber USA

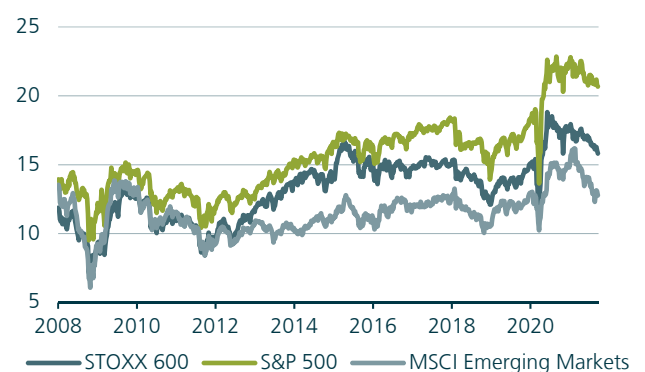


Quellen: Wertentwicklung indiziert (01.01.2016=100), Refinitiv, DekaBank  
Zeitraum: 01.01.2016 – 17.09.2021

Im Rahmen der taktischen Anlagestrategie halten wir unverändert an einer weitestgehend neutralen Aktienpositionierung fest. Im Bereich der Schwellenländer wurden jedoch

erste antizyklische Zukäufe getätigt und die Region damit insgesamt auf „Übergewichten“ heraufgestuft. Die Sorge vor einer konjunkturellen Abkühlung infolge steigender Corona-Infektionen haben die Stimmungsindikatoren insbesondere in Asien zuletzt deutlich belastet. Der lokale Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe notiert nur noch knapp oberhalb von 50 und damit auf dem niedrigsten Niveau der vergangenen zwölf Monate. In China befindet sich der Maßstab sogar bereits im restriktiven Bereich. Darüber hinaus sorgen stärkere Regulierungsmaßnahmen der chinesischen Regierung für Verunsicherung und deutliche Kurseinbrüche im heimischen Technologiesektor. Entsprechend hat der MSCI China gemessen an den Höchstständen im Februar ein Drittel an Wert verloren und EM-Aktien in der Spitze etwa 16 % eingebüßt. Dies spiegelt sich mittlerweile auch deutlich in der Bewertung wider. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von EM-Aktien ist auf 13 gefallen – gegenüber 20 für den S&P 500 und 16 für den Stoxx 600. Das erwartete Gewinnwachstum der Unternehmen von +50 % in 2021 liegt jedoch gleichauf mit Europa und den USA. Das zuletzt stark erhöhte Impftempo in Asien sollte in den kommenden Monaten zu einer Stabilisierung in den Konsumausgaben führen und neben einem anhaltend starken Exportwachstum die Konjunktur nachhaltig unterstützen. Dagegen muss an den Aktienmärkten in den USA und Europa in der nun saisonal schwächsten Jahresphase von September bis Oktober mit einem deutlichen Kursrücksetzer gerechnet werden. Dieser sollte als Kaufgelegenheit genutzt werden, um die Aktienquote in eine spürbare Übergewichtung zu erhöhen.

### Bewertung (KGV) globaler Aktienmärkte



Quellen: KGV basierend auf den erwarteten Unternehmensgewinnen der nächsten 12 Monate, Bloomberg, DekaBank  
Zeitraum: 01.01.2008 – 17.09.2021

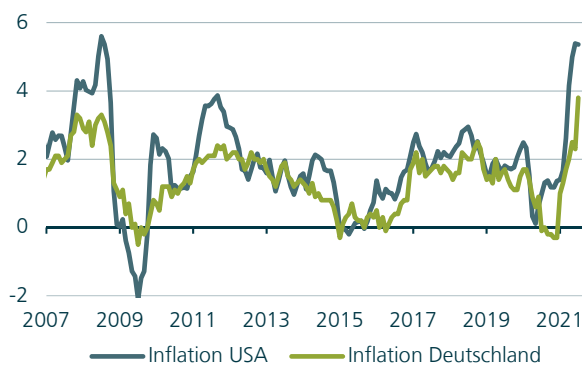
## STAATSANLEIHEN

Die Rentenmärkte zeigen sich weiterhin relativ unbeeindruckt von den weltweit steigenden Inflationsraten. Während die Verbraucherpreise in den USA mit plus 5,3 % (ge-

genüber Vorjahr) auf hohem Niveau verharren, ist die Teuerungsrate in Deutschland für den Monat August auf 3,9 % geklettert. Zwar konnten sich die Renditen in der Folge von den jüngsten Tiefständen wieder etwas erholen, die Jahreshochs bleiben jedoch weiter deutlich unterschritten. Ausschlaggebend hierfür ist die Einschätzung der Notenbanken, dass es sich bei der Inflation nur um einen „transitorischen“ Effekt handelt und es folglich keiner Straffung der Geldpolitik bedarf. Auch wenn in den kommenden Monaten mit einer Ankündigung über eine Reduktion der Anleihekäufe („Tapering“) gerechnet werden muss, scheinen Zinserhöhungen noch immer in weiter Ferne. Und der zuletzt erneut schwache Bericht vom US-Arbeitsmarkt hat den Druck auf die Federal Reserve diesbezüglich keinesfalls erhöht.

Wir halten im Rahmen der taktischen Anlagestrategie dennoch weiter an der vorsichtigen Durationspositionierung fest. Kurzfristig scheinen die Risiken im Hinblick auf die Inflationsentwicklung eindeutig zu überwiegen. Und die aktuellen Renditeniveaus spiegeln in keinster Weise die langfristigen Erwartungen am Markt wider. Die „Break-Even-Inflation“ in den USA liegt auf Sicht von 10 Jahren unverändert bei 2,3 % und die Realrendite mit -1 % nur knapp oberhalb der historischen Tiefstände. Nachdem die Renditen von US-Treasuries und Bundesanleihen im August einen Boden gefunden haben, sollte sich der Zinsanstieg in den kommenden Monaten sukzessive fortsetzen.

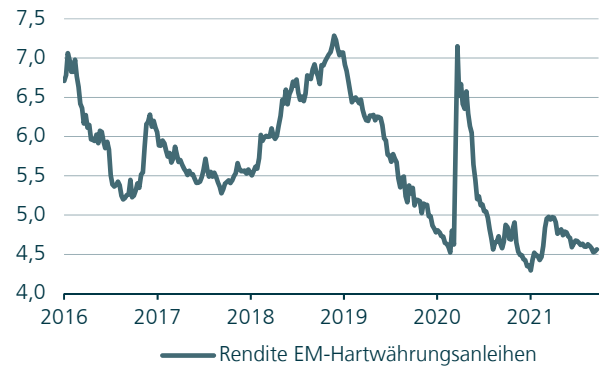
## Sprunghafter Anstieg in der Inflation



Quellen: Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2007 – 06.09.2021

Deutlich attraktiver erscheinen dagegen die Anleihen von Schwellenländern. Nach einer deutlichen Korrektur im ersten Quartal infolge steigender US-Renditen, konnten sich die Emerging Markets in den vergangenen sechs Monaten sukzessive von den Kursverlusten erholen. Das Renditeniveau nähert sich mittlerweile wieder den Tiefständen von Ende 2020 an, liegt im Durchschnitt aber noch immer bei etwa 4,5 %. Im Rahmen der Anlagestrategie werden EM-Anleihen unverändert gegenüber bonitätsstarken Staatsanleihen eindeutig präferiert. Dies gilt sowohl für in US-Dollar als auch in Lokalwährung notierte Emissionen.

## Renditerückgang von EM-Anleihen hält an

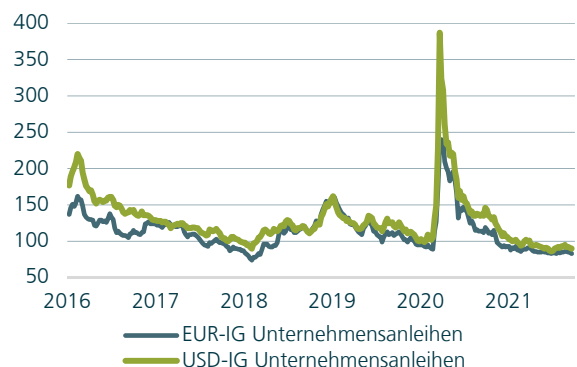


Quellen: Bank of America Emerging Markets Government Bond Index USD, Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 17.09.2021

## UNTERNEHMENSANLEIHEN

In Erwartung einer perspektivisch restriktiveren Geldpolitik haben sich die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen über den Juni und Juli leicht ausgeweitet. Mit dem Ausgang des Jackson Hole Meetings in den USA hat sich die gesehene Spread-Ausweitung bei Unternehmensanleihen mit guter wie auch minderer Bonität am aktuellen Rand wieder auf historische Tiefstände eingengt. Ein Rückgang der Anleihekäufe seitens der Fed und der EZB wird erst Ende dieses Jahres oder im ersten Quartal des kommenden Jahres erwartet. Damit kann die Anlageklasse weiterhin von der sehr lockeren Geldpolitik der großen beiden Zentralbanken profitieren.

## Spreads von IG-Unternehmensanleihen



Quellen: ICE BofAML, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 17.09.2021

Die noch anhaltende expansive Geldpolitik hat zur Folge, dass aus anlagestrategischer Sicht das vorübergehende Potenzial für weitere Spread-Einengungen gering ist. Die Risikoprämien der Anlageklasse handeln nahe historischer Tief-

stände. Da die Geldpolitik sowohl in den USA als auch im Euroraum locker bleiben wird, trifft das verminderte Einengungspotenzial für Euro- und US-Dollar-denominierte Anleihen zu. Eine Differenzierung zwischen HY- und IG-Unternehmen in Bezug auf die Renditechancen wird am aktuellen Rand nicht vorgenommen. Mit der insgesamt neutralen Ausrichtung in dieser Anlageklasse wird bei entsprechender Gelegenheit eine aktive Gewichtung eingegangen, welches sich am ehesten bei High-Yield-Papieren im Umfeld einer kurzfristigen Schwächephase bei Aktien ergeben könnte. Auch die über die Sommermonate hinweg starken Inflationszahlen können sich negativ auf die Nettomittelzuflüsse in der Anlageklasse, vor allem im HY-Sektor auswirken und so zu Spread-Ausweitungen führen. Die nach wie vor negativen Realrenditen unterstreichen diese Erwartung.

## WÄHRUNGEN

Der makroökonomisch robuste Ausblick verliert auf hohem Niveau leicht an Dynamik. Der globale Erholungskurs dauert an, der Konjunkturzyklus wird von der Geld- und Fiskalpolitik weltweit führender Volkswirtschaften weiter unterstützt. Der handelsgewichtete US-Dollarkorb (DXY-Index) markierte in der zweiten Augushälfte ein Jahreshoch, korrigiert jedoch seither den vorherigen Anstieg. Die Entwicklung des US-Dollars geht einher mit der Netto-Positionierung des Greenbacks, die in 2021 von short auf long gedreht ist.

Im Zuge der Bewegung fiel auch der Euro gegenüber dem US-Dollar am 20.8. auf ein neues Jahrestief bei 1,1671 EUR-USD, um hernach mit Kursen über 1,1850 in den September zu starten. Der Verlauf des EUR-USD-Wechselkurses ist nach wie vor von niedriger Volatilität geprägt. Die Unsicherheiten haben sich bislang nicht in größeren Schwankungen bei dem Währungspaar widerspiegelt.

Im Fokus steht derzeit die Kommunikation der Fed bezüglich des Beginns der Verringerung ihrer Wertpapierkäufe sowie einer potenziellen Leitzinswende. Markterwartungen, die auf eine frühe Kursänderung der Notenbank gesetzt haben, wurden von Fed-Chef Powell im Rahmen des Zentralbanksymposiums in Jackson Hole nicht bestätigt. Es gilt weiterhin ein Fahren auf Sicht, d.h. eine datenabhängige und graduelle geldpolitische Straffung wird in Aussicht gestellt. Es wird erwartet, dass die Fed ihre Wertpapierkäufe ab Dezember dieses Jahres reduziert, bevor eine Leitzinswende ab Mitte 2023 eingeleitet werden könnte. Die EZB hinkt der Entwicklung weit hinterher, eine Leitzinswende dürfte bis 2026 auf sich warten lassen. Die Zinsdifferenz zwischen Euroland und den USA stärkt grundlegend die Mittelbewegungen in den Dollar. Die Gemeinschaftswährung der Eurozone hat mit der Ausweitung des US-Zinsvorteils in diesem Jahr zu kämpfen, der zwischenzeitlich im Jahresverlauf über 200 Basispunkte betragen hatte. Die Ursache diesbezüglich ist in den unter-

schiedlichen Wachstumsprofilen der beiden Regionen begründet. Die Eurozone zeigt weniger Wachstumsdynamik und bleibt bei der positiven Entwicklung im globalen Vergleich bis auf Weiteres etwas zurück. Die Wachstums- und Zinsdifferenzen zwischen den Vereinigten Staaten und der Eurozone sprechen demnach zugunsten des Dollars.

Auf der anderen Seite bilden die enormen Ausgabenprogramme in den USA und die deutlich gestiegenen US-Staatsschulden strukturelle Belastungsfaktoren für den US-Dollar. Das ausufernde US-Budgetdefizit bleibt mittel- bis langfristig für die Kapitalmärkte ein limitierender Faktor für die Entwicklung des Greenbacks gegenüber anderen Währungen. In der strategischen Perspektive sind die fundamentalen Argumente ausgewogen, weshalb auch in der längeren Sicht keine Präferenz für die eine oder andere Seite des Währungspaares EUR-USD vorliegt.

## US-Dollar: Netto-Positionen und Währungskorb



Quellen: Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 17.09.2021

Der japanische Yen korrigiert derzeit etwas vor dem Hintergrund politischer Entwicklungen. Nach nur knapp einem Jahr im Amt hat der japanische Ministerpräsident Suga überraschend seinen Rücktritt bekannt gegeben und wird bei der anstehenden Parlamentswahl im Herbst nicht mehr antreten.

Im Rahmen der taktischen Allokation liegen derzeit keine aktiven Währungspositionen vor. Eine Handlungsempfehlung zur Absicherung von Währungsbeständen gegenüber dem Euro wird nicht abgeleitet.

## Bundestagswahl. Bewertung und Markteinschätzung

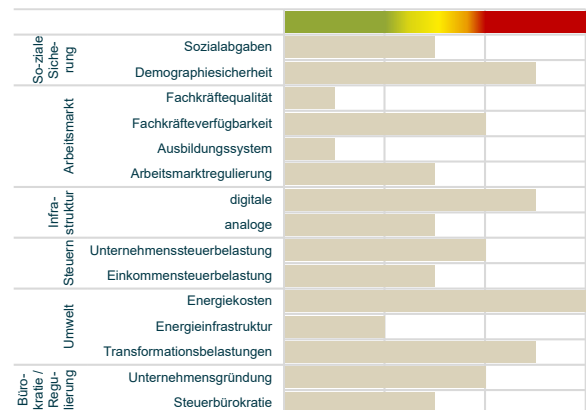
Am Ende einer ereignisreichen 16-jährigen Kanzlerschaft Angela Merkels zeigen die meisten wirtschaftspolitischen Beurteilungen zwei Gesichter. Einerseits wird dem Land weiterhin eine hohe wirtschaftliche Leistungskraft bescheinigt, verbunden mit einem anhaltend hohen Lebensstandard. Deutschland steht im weltweiten Vergleich der Pro-Kopf-Einkommen an 14. Stelle. Innerhalb des Euroraums gilt Deutschland unangefochten als stärkste Wirtschaftsmacht, die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte sind in den letzten vier Legislaturperioden real um insgesamt 17 % angestiegen, die Arbeitslosigkeit bewegte sich von 13 % im Jahr 2005 auf 6,5 % im Corona-Jahr 2020 und damit in die Nähe von Vollbeschäftigung. Andererseits macht sich jedoch ein gewisses Unbehagen breit, ob das Land für die sozialen, technologischen und umweltpolitischen Herausforderungen der Zukunft ausreichend gut aufgestellt ist. Dies hat auch mit der Narration zu tun, dass aus wirtschaftspolitischer Perspektive die Kanzlerschaft Merkels eher blass wirke, weil mit Finanzkrise, Eurokrise, Flüchtlingskrise, Fukushima-Krise und der Corona-Pandemie immer nur reagiert wurde und für eine systematische Wirtschaftspolitik kaum Gelegenheit (und Interesse) blieb. So resultierten einige wichtige wirtschaftspolitische Entwicklungen dieser Zeit tatsächlich eher aus Reaktionen auf akute Krisen: die Neuregulierung des Finanzsektors, das Ende der Atomkraft oder das Voranschreiten der europäischen Fiskalunion unter den Euro-Staaten mit europaweiten Kreditfonds und Transferprogrammen. Hier war die große Koalition handlungsfähig, und das hat bei der Bewältigung dieser Krisen sehr geholfen.

Bei allen anderen Themen der Zukunftsfähigkeit des Landes traf in den vergangenen vier Legislaturperioden allerdings nicht zu, was man Großen Koalitionen landläufig am ehesten zutraut, nämlich große Reformvorhaben voranzubringen. Die Gründe dafür liegen auf der Hand: Zum ersten war von der Vorgängerregierung unter Bundeskanzler Schröder am Arbeitsmarkt gerade eine Jahrhundertreform umgesetzt und damit eines der drängendsten Probleme Deutschlands, die hohe Arbeitslosigkeit, entschärft worden. Zum zweiten waren visionäre Zukunftsreformen auch erklärtermaßen nicht der Ansatz der ersten deutschen Kanzlerin. Trotzdem hat das „große“ Regierungsbündnis zwischen CDU/CSU und SPD während der langen Regierungszeit stetig an Zustimmung verloren: von 69,4 % 2005 auf nur noch 45,9 % nach den aktuellen Umfragen. In einer Stärken-Schwächen-Analyse der deutschen Volkswirtschaft fallen heute sowohl die positiven Rahmenbedingungen auf, die vielen Branchen eine gute Wettbewerbsposition ermöglichen, als auch ein erklecklicher Bedarf an Verbesserungen in den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

Wenn die verschiedenen Kabinette Merkels auch aktive wirtschaftspolitische Akzente gesetzt haben, dann vor allem im Bereich der Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik: Hier sind mit Mindestlöhnen, Kinderbetreuung sowie der Ausweitung von Leistungen in der Renten- und Pflegeversicherung soziale Ansprüche deutlich ausgebaut worden – bemerkenswerter Weise ohne dass das gegenwärtig weit verbreitete Gefühl von Ungerechtigkeit und sozialer Schiefelage im Land dadurch besänftigt werden konnte. Auch die Umwelt- und Klimapolitik wurde beständig vorangetrieben. Die vielen wahrgenommenen Defizite beim Strukturwandel, bei der Infrastruktur, im Bildungswesen, im Energiesektor, bei der Nachhaltigkeitstransformation, beim demografischen Wandel sowie der Überregulierung vieler Sektoren blieben jedoch unangetastet.

## Wirtschaftliche Rahmenbedingungen: Stärken und Schwächen in Deutschland

(von grün = kein Handlungsbedarf bis rot = dringender Handlungsbedarf)



Quelle: DekaBank

Die relativ geringe Bedeutung von Bundestagswahlen für den Kapitalmarkt in Deutschland liegt hauptsächlich daran, dass bei allen Unterschieden in wirtschaftlichen Einzelfragen der große Rahmen der marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung von einem überwältigenden Teil des politischen Spektrums nicht infrage gestellt wird. Politisch ist das Land von den Spaltungen und Grabenkämpfen etwa in den USA meilenweit entfernt. Dazu kommt, dass Wachstums- und Inflationstrends mehr von anderen Bedingungen abhängen als dem Handeln einer einzelnen Regierung: Hält sich dieses Regierungshandeln innerhalb gewisser marktwirtschaftlicher Leitplanken, dann sind es eher solche konjunkturellen und wachstumsrelevanten Faktoren, die mittelfristig den Verlauf der Märkte bestimmen.



Bundestagswahlen finden traditionell im Herbst statt und fallen somit in eine eher schwächere Börsenphase, in der es historisch oftmals zu Drawdowns an den Aktienmärkten kam. Insofern überrascht es nicht, dass der Zeitraum von zwei Monaten um den Wahltermin eine negative Kursentwicklung aufweist. Die leicht negative DAX-Tendenz betrifft sowohl den Vormonat als auch den Monat nach der Wahl. Der DAX zeigte rund um Bundestagswahlen taktisch im Durchschnitt eine absolut schwächere Kursentwicklung (-1,29 % seit 1965), eine stabile Börsenregel soll jedoch nicht abgeleitet werden. Deutsche Aktien schneiden allerdings um die Wahltermine auch relativ schwächer im internationalen Vergleich ab. Betrachtet man zum Beispiel US-Aktien, so liegt hier in den Zeiträumen durchschnittlich jeweils eine positive Entwicklung vor, die sich in der Summe beim S&P 500 zu mehr als drei Prozent addiert.

## Bundestagswahlen und DAX-Kursentwicklung

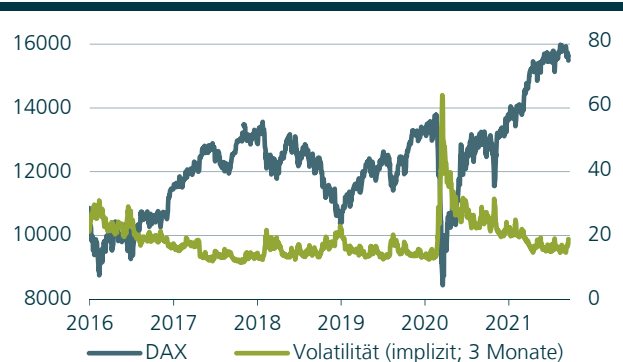
| Jahr | Datum      | T-1 Monat | T+1 Monat | Gesamt  |
|------|------------|-----------|-----------|---------|
| 1965 | 19.09.1965 | 2,29%     | -3,89%    | -1,68%  |
| 1969 | 28.09.1969 | 1,03%     | 0,50%     | 1,54%   |
| 1972 | 19.11.1972 | 4,07%     | -5,64%    | -1,80%  |
| 1976 | 03.10.1976 | -2,38%    | -5,44%    | -7,69%  |
| 1980 | 05.10.1980 | 0,22%     | -5,03%    | -4,82%  |
| 1983 | 06.03.1983 | 13,56%    | 6,40%     | 20,82%  |
| 1987 | 25.01.1987 | -6,12%    | -8,01%    | -13,64% |
| 1990 | 02.12.1990 | 3,41%     | -6,60%    | -3,41%  |
| 1994 | 16.10.1994 | -1,31%    | 0,95%     | -0,38%  |
| 1998 | 27.09.1998 | -9,87%    | 2,65%     | -7,48%  |
| 2002 | 22.09.2002 | -21,52%   | 2,94%     | -19,21% |
| 2005 | 18.09.2005 | 2,79%     | -0,79%    | 1,98%   |
| 2009 | 27.09.2009 | 2,03%     | 0,96%     | 3,01%   |
| 2013 | 22.09.2013 | 3,31%     | 3,13%     | 6,54%   |
| 2017 | 24.09.2017 | 3,38%     | 3,34%     | 6,83%   |

Quellen: Refinitiv, CIO-Office der DekaBank. Zeitraum: 1965 – 2017

Die Konzentriertheit mit nur 30 Werten, sowie die zyklische Komposition des DAX haben bei den Bundestagswahlen 1987 und 2002 besonders negativ beigetragen (-13,64 bzw. -19,21 %). Bei nur wenigen Datenpunkten belasten also wenige aber signifikante Korrekturen das durchschnittliche Ergebnis sehr deutlich. Der deutsche Aktienindex wird neun Tage vor der Bundestagswahl 2021 von 30 auf 40 Unternehmen aufgestockt, die ersten zehn Aktien aus dem MDAX steigen in den DAX auf. Allerdings wird das Indexprofil durch die Umstellung nochmals zugunsten der Wachstumstitel gestärkt. Das deutsche Leitbarometer geht auf dem Niveau von Allzeithochständen sowie niedrigen Schwankungen in die Endphase des Wahlkampfs. Implizite Aktienmarktvolatilität als Gradmesser für die Risikowahrnehmung handelt derzeit auf Indexebene relativ tief und spiegelt damit die jüngst erreichten Allzeithochs wider. Die SPD startet mit Rückenwind in

den Wahlmonat, erstmals seit 2006 liegt die Partei in Umfragen vor den Christdemokraten. Kanzlerkandidat Scholz von den Sozialdemokraten profitiert vom Abwärtstrend der Unionsparteien CDU/CSU und könnte den Auftrag zur Regierungsbildung erhalten. Bei den postulierten Wahlprogrammen der Parteien ist vor dem Hintergrund eines künftig wahrscheinlichen Dreierbündnisses davon auszugehen, dass die finalen Kompromissformeln in einem Koalitionsvertrag schlussendlich anders als geplant aussehen werden. Es ist mit komplizierten Verhandlungen zu rechnen, die Regierungsbildung sollte Zeit beanspruchen – eine Phase politischer Unsicherheit. Insbesondere für Branchen, deren Geschäftsmodelle von den politischen Leitplanken der künftigen Regierung besonders abhängen (Versorger, Immobilien, Banken, Technologie), könnten Investoren Neuengagements vor der Wahl zurückstellen bzw. Positionen abbauen. Bei den betroffenen Sektoren ist mit einer Zunahme der Schwankungen bis zur Regierungsbildung zu rechnen. Die Wahrscheinlichkeit für eine Beteiligung der Grünen an der künftigen Regierung ist hoch, auch wenn die Aussichten auf das Kanzleramt geringer geworden sind. Konsequenzen könnten die Politikfelder Umweltpolitik (Karbonpreisfindung), Wohnen (Regulierung & sozialer Wohnungsbau), Arbeitsmarkt (Anhebung Mindestlohn & Reduzierung Zeitarbeit), staatliche Investitionen (Ausbau digitaler & nachhaltiger Infrastruktur), Fiskalpolitik (Aufhebung der Schuldenbremse) sowie die Europapolitik (Reform Stabilitäts- & Wachstumspakt) betreffen. Aus Kapitalmarktsicht sollten die verschiedenen Koalitionsmöglichkeiten ohne größere Auswirkungen begleitet werden. Entscheidend ist, dass die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten eines rot-grün-roten Linksbündnisses gering bleibt. Diese Regierungskonstellation stellt ein Tail-Risiko dar mit potenziell negativen Konsequenzen für die Rahmenbedingungen. Die betrifft Inhalte zur Kapitalmarktregulierung, Finanzwirtschaft, Nachhaltigkeit und Altersvorsorge sowie Steuerpolitik, Corporate Governance und Unternehmensfinanzierung.

## Verlauf von DAX-Index und Volatilität seit 2016



Quellen: Refinitiv, CIO-Office der DekaBank. Zeitraum: 01.01.2016 – 17.09.2021

### Tabellenanhang Wertentwicklung:

#### S&P 500

|            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 19.09.2011 | 19.09.2012 | 19.09.2013 | 19.09.2014 | 19.09.2015 | 19.09.2016 | 19.09.2017 | 19.09.2018 | 19.09.2019 | 19.09.2020 |
| 19.09.2012 | 19.09.2013 | 19.09.2014 | 19.09.2015 | 19.09.2016 | 19.09.2017 | 19.09.2018 | 19.09.2019 | 19.09.2020 | 19.09.2021 |
| 21,34%     | 17,88%     | 16,72%     | -2,60%     | 9,25%      | 17,18%     | 16,01%     | 3,40%      | 10,40%     | 33,55%     |

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

#### MSCI China

|            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 17.09.2011 | 17.09.2012 | 17.09.2013 | 17.09.2014 | 17.09.2015 | 17.09.2016 | 17.09.2017 | 17.09.2018 | 17.09.2019 | 17.09.2020 |
| 17.09.2012 | 17.09.2013 | 17.09.2014 | 17.09.2015 | 17.09.2016 | 17.09.2017 | 17.09.2018 | 17.09.2019 | 17.09.2020 | 17.09.2021 |
| 3,07%      | 16,70%     | 8,63%      | -6,70%     | 8,61%      | 35,71%     | -6,65%     | 4,41%      | 27,70%     | -5,25%     |

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

#### S&P 500

|            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 17.09.2011 | 17.09.2012 | 17.09.2013 | 17.09.2014 | 17.09.2015 | 17.09.2016 | 17.09.2017 | 17.09.2018 | 17.09.2019 | 17.09.2020 |
| 17.09.2012 | 17.09.2013 | 17.09.2014 | 17.09.2015 | 17.09.2016 | 17.09.2017 | 17.09.2018 | 17.09.2019 | 17.09.2020 | 17.09.2021 |
| 20,16%     | 16,67%     | 17,41%     | -0,57%     | 7,48%      | 16,88%     | 15,54%     | 4,05%      | 11,69%     | 32,05%     |

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

#### MSCI Emerging Markets

|            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 17.09.2011 | 17.09.2012 | 17.09.2013 | 17.09.2014 | 17.09.2015 | 17.09.2016 | 17.09.2017 | 17.09.2018 | 17.09.2019 | 17.09.2020 |
| 17.09.2012 | 17.09.2013 | 17.09.2014 | 17.09.2015 | 17.09.2016 | 17.09.2017 | 17.09.2018 | 17.09.2019 | 17.09.2020 | 17.09.2021 |
| 3,66%      | -1,01%     | 5,98%      | -22,11%    | 7,00%      | 24,47%     | -7,78%     | 0,25%      | 8,63%      | 15,59%     |

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

#### DAX Performanceindex

|            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 17.09.2011 | 17.09.2012 | 17.09.2013 | 17.09.2014 | 17.09.2015 | 17.09.2016 | 17.09.2017 | 17.09.2018 | 17.09.2019 | 17.09.2020 |
| 17.09.2012 | 17.09.2013 | 17.09.2014 | 17.09.2015 | 17.09.2016 | 17.09.2017 | 17.09.2018 | 17.09.2019 | 17.09.2020 | 17.09.2021 |
| 32,84%     | 16,12%     | 12,38%     | 5,88%      | 0,46%      | 21,82%     | -3,37%     | 2,28%      | 6,75%      | 17,28%     |

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

## Abkürzungsverzeichnis

|            |   |
|------------|---|
| 12M-fwd-PE | 12 Months Forward Price to Earnings Ratio                             |
| Bp         | Basispunkte   |
| BoE        | Bank of England   |
| BoJ        | Bank of Japan   |
| DAX        | Deutscher Aktienindex   |
| EM         | Emerging Markets (Schwellenländer)                                    |
| EMBIG      | Emerging Markets Bond Index Global                                    |
| EU         | Europäische Union   |
| EUR        | Euro  |
| EWU        | Europäische Währungsunion   |
| EZB        | Europäische Zentralbank   |
| Fed        | Federal Reserve System (US-Notenbank)                                 |
| FX         | Foreign Exchange (Währungen)  |
| HY         | High Yield (Hochzinsanleihen)   |
| IG         | Investmentgrade   |
| KGV        | Kurs-/Gewinnverhältnis  |
| OPEC+      | Mitglieder der „Organisation erdölexportierender Länder“ und Russland |
| PE         | Private Equity  |
| QE         | Quantitative Easing (Quantitative Lockerung)                          |
| UK         | Vereinigtes Königreich  |
| USD        | US-Dollar   |
| VIX        | Volatilitätsindex   |

**Autoren:**

Jörg Boysen  
Dr. Ulrich Kater  
Christoph Witzke  
Markus Zipperer

**Herausgeber:**

Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater  
DekaBank, Makro Research  
Tel. (0 69) 71 47 - 28 49  
E-Mail: economics@deka.de

**Redaktionsschluss:** 20.09.2021

**Internet:** <https://deka.de/deka-gruppe/research>

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

**Rechtliche Hinweise:**

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.

## Rechtliche Hinweise der Indexanbieter:

**Deutsche Börse:** Das hier beschriebene Finanzinstrument wird von der Deutsche Börse AG weder gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung des Index stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusicherung des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte. Die Bezeichnung DAX® und HDAX® sind eingetragene Marken der Deutsche Börse AG („der Lizenzgeber“). Die auf dem Index basierenden Finanzinstrumente werden vom Lizenzgeber nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung der Indizes stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusicherung des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte. Die Bezeichnung DAX® ist eine eingetragene Marke der Deutsche Börse AG. Die Bezeichnung REX® ist eingetragene Marke der Deutsche Börse AG („der Lizenzgeber“). Die auf dem Index basierenden Finanzinstrumente werden vom Lizenzgeber nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung des Index stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusicherung des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte. Die Bezeichnung eb.rexx® Government Germany (Total Return) ist eine eingetragene Marke der Deutsche Börse AG („der Lizenzgeber“). Die auf den Indizes basierenden Finanzinstrumente werden vom Lizenzgeber nicht gesponsert, gefördert, verkauft oder auf eine andere Art und Weise unterstützt. Die Berechnung der Indizes stellt keine Empfehlung des Lizenzgebers zur Kapitalanlage dar oder beinhaltet in irgendeiner Weise eine Zusicherung des Lizenzgebers hinsichtlich einer Attraktivität einer Investition in entsprechende Produkte. **JP Morgan:** Der JPMorgan GBI-EM Global Diversified und EMBI Global Diversified (die „JPM-Indizes“) sind weit verbreitete Vergleichsindizes auf den internationalen Anleihenmärkten, die unabhängig vom Fonds von J.P. Morgan Securities Inc. („JPMSI“) und JPMorgan Chase & Co. („JPMC“) bestimmt, zusammengestellt und berechnet werden. JPMSI und JPMC sind bei der Bestimmung, Zusammenstellung oder Berechnung der JPM-Indizes nicht verpflichtet, die Interessen der Anteilhaber des Fonds zu berücksichtigen und können jederzeit nach freiem Ermessen die Berechnungsmethode dieser Indizes ändern oder wechseln oder deren Berechnung, Veröffentlichung oder Verbreitung einstellen. Handlungen und Unterlassungen von JPMSI und JPMC können sich somit jederzeit auf den Wert der JPM-Indizes und/oder deren Performance auswirken. JPMSI und JPMC machen keine ausdrücklichen oder impliziten Zusicherungen bzw. übernehmen keine Gewähr für die Ergebnisse, die durch die Verwendung der JPM-Indizes als Vergleichsindex für den Fonds erzielt werden, oder für deren Performance und/oder Wert zu irgendeinem Zeitpunkt (in der Vergangenheit, Gegenwart oder Zukunft). Weder JPMSI noch JPMC haftet bei der Berechnung der JPM-Indizes den Anteilhabern des Fonds gegenüber für Fehler oder Auslassungen (infolge von Fahrlässigkeit oder aus sonstigen Gründen). **ICE Data Indices:** Die hier abgebildeten Indexdaten sind Eigentum der ICE Data Indices, LLC, ihrer Tochtergesellschaften („ICE Data“) und/oder ihrer Drittanbieter. Sie wurden für den Gebrauch durch die DekaBank Deutsche Girozentrale lizenziert. ICE Data und ihre Drittanbieter übernehmen keine Haftung in Verbindung mit deren Nutzung. **FTSE:** FTSE® ist ein Firmenzeichen der London Stock Exchange Plc und der Financial Times Limited, „NAREIT®“ ist ein Firmenzeichen der National Association of Real Estate Investment Trusts „NAREIT®“ und „EPRA®“ ist ein Firmenzeichen der European Public Real Estate Association („EPRA“). Die Verwendung der Firmenzeichen durch FTSE International Limited erfolgt in lizenzierter Weise. Der Deka Global Real Estate Top 50 in EUR wird von FTSE berechnet. Das Produkt wird weder von FTSE, von Euronext N.V., von NAREIT noch von EPRA getragen, befürwortet, oder gefördert. Diese stehen in keiner Weise mit dem Produkt in Verbindung und übernehmen bezüglich dessen Ausgabe, Geschäftsbetrieb und Handel keine Haftung. **S&P:** S&P Indices ist eine eingetragene Marke von Standard & Poor's Financial Services LLC. **Nikkei:** Der Nikkei Stock Average („Index“) ist das geistige Eigentum von Nikkei Inc. (der „Indexsponsor“). Nikkei Digital Media, Inc. hat eine exklusive Lizenz von Nikkei Inc. zur Vergabe von Unterlizenzen zur Nutzung des Nikkei Stock Average an die DekaBank. „Nikkei“, „Nikkei Stock Average“ und „Nikkei 225“ sind die Dienstleistungsmarken des Indexsponsors. Der Indexsponsor behält sich sämtliche Rechte einschließlich des Urheberrechts an dem Index vor. **NASDAQ:** Die Nasdaq übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Zusicherung oder Gewährleistung und ist in keiner Weise verantwortlich für etwaige hierin enthaltene Nasdaq-Daten. Die Nasdaq-Daten dürfen nicht weitergegeben oder als Basis anderer Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte verwendet werden. Diese Publikation wurde nicht von der Nasdaq geprüft, gebilligt oder hergestellt. **LPX:** „LPX®“ ist eine eingetragene Marke der LPX GmbH, Zürich, Schweiz. Jede Nutzung der LPX Marke und/oder der LPX Indizes ist ohne eine Lizenzvereinbarung nicht gestattet. **Euribor:** EURIBOR® und EONIA® sind eingetragene Marken von Euribor-EBF a.i.s.b.l. Alle Rechte vorbehalten. **Dow Jones:** „Dow Jones®“, „DJ“, „Dow Jones Indexes“ sind Dienstleistungsmarken von Dow Jones Trademark Holdings, LLC („Dow Jones“) und wurden zum Gebrauch für bestimmte Zwecke durch die DekaBank [weiter] lizenziert. **Bloomberg:** BLOOMBERG und BLOOMBERG INDIZES sind Marken oder Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. Bloomberg Finance L.P. und seine Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“) oder Bloomberg Lizenzgeber besitzen alle Eigentumsrechte an den BLOOMBERG INDIZES. **iBOXX:** iBoxx ist eine Marke der International Index Company Limited und wurde zur Nutzung durch [Name des Kunden] lizenziert. International Index Company Ltd, ihre Mitarbeiter, Lieferanten, Subunternehmer und Vertreter („International Index Company verbundenen Personen“) übernehmen keine Garantie für die Vollständigkeit oder Richtigkeit von [Produktname] oder sonstigen in Verbindung mit [Produktname] übermittelten Informationen. Daneben werden für die Daten oder die Nutzung von [Produktname] keine ausdrückliche implizite oder sonstige Zusicherung oder Gewährleistung in Bezug auf Zustand, ausreichende Qualität, Leistung oder Eignung zu einem bestimmten Zweck übernommen. Zusicherungen oder Gewährleistungen sind ausgeschlossen, soweit dies gesetzlich zulässig ist. **STOXX:** EURO STOXX 50® ist eine eingetragene Marke von STOXX Limited.



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

Telefon: (0 69) 7147 - 0  
 Telefax: (0 69) 7147 - 1376  
 www.deka.de