

Deka-InvestmentBrief
**2021: Die Zuversicht über-
wiegt**

Januar 2021

..Deka





Verehrte Leserinnen und Leser,

die Erwartung an 2021, dass es ja nur besser werden könne, wurde scheinbar gleich zu Beginn des neuen Jahres widerlegt. In Europa wurden angesichts immer weiter steigender Corona-Zahlen die Lockdown-Bestimmungen flächendeckend verschärft. In Washington stürmten fanatische Trump-Anhänger das Kapitol und setzten damit vor allen Dingen ein Zeichen, wie gespalten das Land auch nach dem Regierungswechsel sein wird. Und schließlich präsentierte in Deutschland das Statistische Bundesamt die gesamtwirtschaftliche Corona-Rechnung: um 5 Prozent sank im vergangenen Jahr hierzulande die Wirtschaftsleistung, fast so stark wie im Finanzkrisenjahr 2009.

Aber ganz so finster sieht die Lage nicht aus. Mit Ausnahme der Problembranchen im Dienstleistungsbereich hat die zweite Corona-Welle erheblich mildere gesamtwirtschaftliche Auswirkungen als die erste. Dazu kommt, dass die Impfkampagnen angelaufen sind und bei allem Bemühen, möglichst schnell und effizient voranzukommen, besteht für die Kapitalmärkte die Hauptbotschaft im Rahmen unseres Hauptszenarios darin, dass im Laufe des Jahres die Corona-Pandemie langsam niedergerungen wird. Und in den USA bietet der Wahlsieg der Demokraten bei den Senatsnachwahlen in Georgia die Perspektive auf eine kräftigere Wirtschaftspolitik und damit eine schnellere Erholung der US-Wirtschaft. Diese Lichtblicke inmitten einer sich vorübergehend verschärfenden Corona-Lage waren es, die an den Aktienmärkten in den ersten Handelstagen des Jahres zu neuen Höchstständen der Leitindizes führten. Natürlich darf man den Worst Case nicht aus den Augen verlieren, dass das Virus schneller mutiert als die Menschen sich impfen können. Das stellt auch unser Risikoszenario dar, das wir gegenwärtig mit einer relativ geringen Wahrscheinlichkeit von 15 Prozent beziffern.

Sollte der Kampf gegen das Virus erfolgreich sein, werden sich an den Kapitalmärkten im weiteren Verlauf des Jahres 2021 neue Themen stellen. Eine dauerhafte Extrempolitik von Zentralbank und Regierungen ist dann nicht mehr notwendig. Die Inflation wird wieder stärkere Beachtung finden. Leichte Renditesteigerungen bei Anleihen können die Folge sein. Dies ändert jedoch nach unserer Auffassung nichts an der grundsätzlichen Attraktivität der Anlageklasse Aktien für das Gesamtjahr und darüber hinaus. Kurzfristig sollte allerdings eine gewisse Kurskonsolidierung in Folge der starken Erholungsbewegung nicht überraschen. Wir haben daher einen Gang auf der Aktienseite zurückgeschaltet und warten mit einer zunächst neutralen Aktienausrichtung auf Kursrücksetzer. Diese sollten sehr gute Einstiegsgemeinschaften darstellen. Wir haben allerdings die Anlageklasse der bonitätsstarken Unternehmensanleihen in der Einschätzung auf neutral zurückgestuft. Unternehmensanleihen bleiben zwar ein wesentlicher Bestandteil jedes Portfolios, neue Chancen in diesem Segment ergeben sich jedoch vor allem, wenn das Renditeniveau sich wieder etwas erhöht hat.

Ihr

Jörg Boysen
Chefanlagestrategie Deka Investment

Aktuelle Positionierung

Mit der Januarausgabe unseres Investmentbriefs halten wir an der grundsätzlich konstruktiven Jahressicht fest. In der Abstufung des Investmenthorizonts, nehmen wir in der taktischen Aktienausrichtung die im November 2020 eingegangene Übergewichtung zurück. Nach einer global 10%igen Kursrallye und einer optimistischen Investorenstimmung ist die Wahrscheinlichkeit für eine Korrektur angestiegen. Es sollte sich dahingehend lohnen, etwas Pulver für anstehende Investitionen trocken zu halten. Rücksetzer stellen wir uns allerdings weiterhin attraktive Gelegenheiten zum Einstieg dar. Denn trotz der noch fortwährenden Corona-Pandemie zeigen die von uns verfolgten Stressindikatoren eine unterliegende Fortsetzung der seit Mitte März 2020 positiven Konjunktur- und Kapitalmarktrends an. In diesem Umfeld lohnt sich auch künftig eine Beimischung von „Income“-Themen auf der Rentenseite, wobei wir angesichts der niedrigen Risikoprämien und Renditestände einen stärkeren Fokus auf Hochzinsanleihen legen. Zudem bleibt die Einschätzung für EM-Anleihen unverändert positiv. Eine Finanzierung von renditestarken Anlageklassen sollte über bonitätsstarke Staatsanleihen erfolgen. Gold gehört auch in diesem Jahr als fester Bestandteil in unsere Anlagestrategie. Am sollten ebenfalls taktische Aufstockungen abgewogen werden. An der leichten Sicherung von US-Dollarbeständen halten wir fest.

	Taktische Sicht	Strategische Sicht	
		6-12M	>12M
Aktien	➡	➡	➡
Staatsanleihen Entwickelte Märkte	➡	➡	➡
Staatsanleihen Emerging Markets	➡	➡	➡
Credit Investmentgrade	➡	➡	➡
High Yield	➡	➡	➡
FX EURUSD	➡	➡	➡

Keine Hektik

Der Brexit ist vollzogen, dank eines Abkommens in fast letzter Sekunde. In den USA steht der Amtswechsel zum neuen Präsidenten Biden an. Kaum sind diese politischen Risiken etwas in den Hintergrund getreten, hat der Deutsche Aktienindex DAX einen neuen Höchststand über 14.000 Punkten markiert. Hilfreich war sicherlich auch die Markterwartung, dass von der Geld- und Finanzpolitik weiterhin keine Ausstiegs-Hektik aus der expansiven Ausrichtung ausgehen wird. Zuletzt sind zwar an den Märkten die Inflations Sorgen angestiegen. Grundsätzlich dominieren jedoch weiterhin die Inflationsdämpfenden Effekte der Corona-Pandemie.

Neben der Inflation bleibt das Coronavirus das dominierende Thema. Insgesamt halten wir an unserer Einschätzung fest, dass die Finanzmärkte durch die kurzfristige Schwäche mit Blick auf die begonnenen Impfungen gegen das Coronavirus letztlich durchschauen.

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

- Weltwirtschaft wird Corona-Pandemie Schritt für Schritt hinter sich lassen und 2021 wieder auf ihren Wachstumspfad zurückfinden.
- Corona-Krise hat bisher schon zu beobachtende Trends verstärkt: langanhaltende Niedrigzinsphase, Digitalisierung, Globalisierung mit stärkerem 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. Regierungswechsel bringt wenig Änderung mit Blick auf restriktive Handelspolitik.
- Inflation: Inflationsraten erhalten Dämpfer durch Corona-Einbruch. In Euroland ist eine Deflationsdebatte nicht ausgeschlossen. Nur langsame Annäherung an Inflationsziele. In den USA steigt der Inflationsdruck, bleibt aber begrenzt.
- Geldpolitik: Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und nutzen verbleibende Mittel zur geldpolitischen Lockerung, um Konjunktur zu stützen.
- Finanzmärkte: Aktienmärkte konzentrieren sich auf den beginnenden Aufschwung. An Anleihemärkten weitere Verringerung der Risikoprämien, vor allem in Hochzinsbereichen positive Gesamtertragserwartungen.
- Zinsen: Dauer der Niedrigzinsphase wird durch Corona-Krise nochmals verlängert. Kaufkraftverlust der Geldanlagen funktioniert nur noch bei Wertpapieren, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

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

- Impfungen können weitere umfassende Reinfektionswellen nicht verhindern, u.a. 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 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.

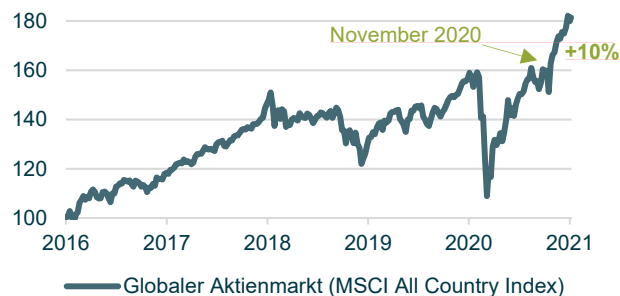
ASSET ALLOKATION

Taktik und Ausblick 2021

Das vergangene Jahr als „außergewöhnlich“ zu bezeichnen, klingt wie eine starke Untertreibung. Auf den schnellsten Kurseinbruch seit dem Börsencrash von 1987 (S&P 500 und DAX verloren im ersten Quartal innerhalb von nur 4 Wochen 35 % bzw. 40 % an Wert) folgte eine umso dynamischere Erholung. Während US-Aktien bereits im Sommer neue Allzeithochs verzeichnen konnten, gelang es den deutschen Standardwerten mit Hilfe eines „Schlusspurtes“ zumindest gegen Jahresende wieder die Nulllinie zu überschreiten. Ausschlaggebend für die „V-förmige“ Erholung war, neben der massiven Unterstützung von geld- und fiskalpolitischer Seite, die erfolgreiche Entwicklung eines Corona-Impfstoffs. S&P 500 und DAX konnten damit das vergangene Kalenderjahr mit einem Gesamtertrag von +18 % bzw. +4 % beenden. Unangefochtener Spitzenreiter bleiben selbstverständlich die amerikanischen Technologiewerte. Trotz einsetzender Branchenrotation ist die Nasdaq in 2020 um 45 % gestiegen. Aber nicht nur auf der Aktienseite, sondern auch an den Rentenmärkten hat das vergangene Jahr tiefe Spuren hinterlassen. Die Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries sind im Zuge des ersten „Lockdowns“ auf neue Tiefstände gefallen und notieren trotz der jüngsten Erholung noch immer deutlich unter Vorkrisenniveau. Die Spreads von Unternehmensanleihen folgten dagegen weitestgehend dem Verlauf am Aktienmarkt und befinden sich aktuell vielfach wieder in der Nähe historischer Tiefstände. Klarer „Krisengewinner“ war das Edelmetall Gold. Fallende Realrenditen und ein schwacher US-Dollar ließen den Preis pro Feinunze in der Spitze auf eine neue historische Bestmarke von 2.070 US-Dollar steigen. Trotz erster Gewinnmitnahmen steht zum Jahresende noch immer ein Anstieg von 25 % zu Buche.

Aber auch der Start ins neue Jahr konnte bisher überzeugen. Es gelang den Risikomärkten (Aktien & Spread-Entwicklung), in den ersten beiden Handelswochen fast nahtlos an den Aufwärtstrend aus dem Vorjahr anzuknüpfen. Die fundamentalen Rahmenbedingungen, mit umfangreichen Hilfsprogrammen und der Hoffnung auf ein Corona-Ende Richtung 2022, sprechen grundsätzlich für einen konstruktiven Blick auf die Märkte. Temporäre Korrekturen sollten infolge der zuletzt starken Kursgewinne allerdings nicht überraschen. Die Investorenstimmung befindet sich auf fortgeschritten optimistischen Niveaus. Wir haben daher entschieden, die mit der letzten Veröffentlichung des Deka-Investmentbriefs per November 2020 kommunizierte Empfehlung einer taktischen Aktienübergewichtung zu schließen. Die Kurssteigerung bezogen auf den globalen Aktienmarkt betragen im angegebenen Zeitraum circa +10 Prozent.

Wertentwicklung Aktien Global



Quellen: Wertentwicklung indiziert (Jan 2016 = 100), Bloomberg, DekaBank
Zeitraum: 01.01.2016 – 20.01.2021

Eine wesentliche Herausforderung für die Entwicklung der Risikomärkte stellt das negative Realzinsniveau dar. Die Abhängigkeit der Marktbewegungen von der Zinsentwicklung dürfte zunehmen. Beispielsweise kann, selbst bei einer freundlichen Entwicklung der Risikoprämien von Unternehmensanleihen guter Bonität, die absolute Wertentwicklung bereits unter einem leichten Renditeanstieg leiden. Sollte der Renditeanstieg im Zusammenhang mit der erwarteten Wiedereröffnung der Volkswirtschaften nach Bekämpfung des Corona-Virus zu schnell gehen, ist auch mit – wenn auch zeitweisen – Beeinträchtigungen an den Aktien- und Credit-Märkten zu rechnen.

Zusammenhang Realzinsentwicklung und Wertentwicklung Unternehmensanleihen

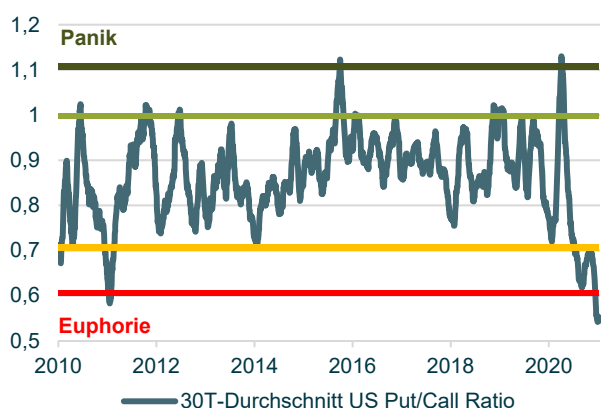


Quellen: Bloomberg, DekaBank
Zeitraum: 01.01.2013 – 20.01.2021

Neben einer eher zunehmenden Belastung durch moderat ansteigende Realzinsen befinden sich zahlreiche Stimmungsmesser insbesondere an den Derivate-Märkten auf zu optimistischem Niveau. Ein Beispiel hierfür stellt die Absicherungsnachfrage für US-Aktienoptionen dar. Dieser Maßstab befindet sich, wie viele andere auch, auf Mehrjahrestiefs. Im Zusammenspiel mit negativen Realzinsen und ohnehin hohen Bewertungen sollten Rücksetzer von mindestens 10 Prozent nicht überraschen. Im Rahmen der Anlagestrategie sollten

diese als Kaufgelegenheit verstanden werden, um in eine erneute Aktienübergewichtung zurückzukehren. Mit fortschreitenden Kursnotierungen, ohne zeitweise Abkühlung der Investorenstimmung, könnte der zu erwartende Rücksetzer allerdings auch größer ausfallen. Aber dies soll nicht über die Tatsache hinwegtäuschen, dass wir für das Gesamtjahr mit erneut deutlich positiven Aktienerträgen rechnen.

Absicherungsnachfrage US-Aktieninvestoren



Quellen: CBOE, Bloomberg, DekaBank
Zeitraum: 01.01.2018 – 15.01.2021

Fern unserer für das Gesamtjahr präferierten Anlageklasse Aktien bleibt es bei einer Präferenz für ausgewählte „Income“-Segmente. Im Unterschied zu den Vormonaten bevorzugen wir jedoch Hochzinsanleihen gegenüber Unternehmensanleihen guter Bonität sowohl in der Taktik als auch der Strategie. Daneben bleiben Anleihen aus den Schwellenländern lohnenswert. Finanziert werden die höheren Quoten durch geringere Bestände an Staatsanleihen aus den Industriestaaten. Aufgrund erster Renditesteigerungen über die vergangenen Monate wird die leichte Untergewichtung von Zinsänderungsrisiken (Duration) zum aktuellen Zeitpunkt nicht ausgebaut. Von nachhaltig (auskömmlichen) höheren Renditeständen ist zunächst nicht auszugehen, da viele Unternehmen im Umfeld der Corona-Krise noch keine höheren Finanzierungskosten tragen könnten. Ein kurzzeitig schneller Realzinsanstieg (als Risikoszenario für die taktische Ausrichtung) dürfte die Notenbanken zur Verlängerung ihrer Anleihekäufe auf der Laufzeitenkurve veranlassen. Die „gedeckelten“ (geringen) Renditenniveaus werden nach unserer Einschätzung die Goldnachfrage auch in 2021 unterstützen. Aber auch nicht abnehmende Sorgen um die Zukunft unseres Geldsystems sollten Gold als sicheren Hafen zur Absicherung vieler Risikothemen unterstützen. Die jüngste Kurskonsolidierung sehen wir daher als Chance, unsere strategische Grundposition mit (spürbaren) taktischen Aufstockungen zu erhöhen. Der Maßnahme geht ebenfalls die Annahme voraus, dass der mit dem Goldpreis hoch korrelierte US-Dollar mittelfristig eher weiter zur Schwäche neigt. Die zuletzt stärkeren Notierungen sollten in diesem Szenario eine moderate

Preiskorrektur im Rahmen des mittel- bis langfristigen Abwärtstrends darstellen. An der bereits schon länger vorhandenen US-Dollar Teilabsicherung halten wir folglich unverändert fest.

AKTIEN

Die globalen Aktienmärkte sind positiv in das neue Jahr gestartet und konnten fast nahtlos an die Wertentwicklung der vergangenen Monate anknüpfen. Das erfolgreiche Anlaufen der Impfkampagnen weltweit lässt die Investoren weiter durch die Corona-bedingten Einschränkungen der Wirtschaft hindurchsehen. Zusätzlich sorgt die Verschiebung der Mehrheitsverhältnisse im amerikanischen Senat zu Gunsten der Demokraten für Hoffnung auf weitere fiskalische Maßnahmen und eine Ausweitung der Infrastrukturausgaben. Die positiven Wachstumsaussichten für 2021 sowohl auf makroökonomischer Ebene als auch bei den Unternehmen sprechen grundsätzlich für einen konstruktiven Blick auf die Märkte. Je nach Region scheint ein Ertragspotenzial zwischen 10 % und 15 % durchaus realistisch. Temporäre Korrekturen sollten infolge der zuletzt starken Kursgewinne allerdings nicht überraschen. Die Stimmungsindikatoren befinden sich mittlerweile klar im „euphorischen“ Bereich und lassen zumindest eine Konsolidierung an den Aktienmärkten erwarten. Wir haben daher im Rahmen der taktischen Anlagestrategie entschieden, trotz eines strategisch unverändert positiven Bildes, an der Mitte Dezember auf neutral reduzierten Aktienquote festzuhalten. Potenzielle Kursrückgänge von 5 % bis 10 % stellen unserer Einschätzung nach eine Kaufgelegenheit dar, um in eine erneute Aktienübergewichtung zurückzukehren.

Wertentwicklung an den Aktienmärkten



Quellen: Wertentwicklung indiziert (01.01.2016 = 100), Refinitiv, DekaBank
Zeitraum: 01.01.2016 – 20.01.2021

Während eine kurzfristige Konsolidierungsphase infolge des Einpreises zahlreicher positiver Nachrichten durchaus realistisch erscheint, gibt es für einen stärkeren Einbruch an den Märkten aktuell keine hinreichenden Signale. Zwar sind die

Renditen am langen Ende zuletzt angestiegen. Der „Gegenwind“ von der Zinsseite ist bisher jedoch zu gering, um die Bewertung der Aktien nachhaltig zu belasten. Darüber hinaus ist seitens der Notenbanken mit einer Fortsetzung der Kaufprogramme zu rechnen. Die Diskussion über eine weniger expansive Gangart („Tapering“) wird frühestens in der zweiten Hälfte 2021 erwartet und liefert somit ausreichend Spielraum für weiter steigende Notierungen. Aber auch aus Sicht der Markttechnik stehen die „Börsenampeln“ weiter auf grün. Die relevanten Indizes konnten allesamt ihre kritischen Widerstände nachhaltig nach oben durchbrechen und damit weiteres Aufwärtspotenzial generieren.

Mit der Bereitschaft durch die gegenwärtige Schwächeperiode hindurchzusehen, nehmen Anleger jedoch bereits einen Teil der Erholung vorweg. Auf der Risikoseite gibt es in unseren Augen daher zwei mögliche Szenarien, die einen stärkeren Einbruch an den Märkten befürchten lassen. Sollte sich einerseits die Eindämmung der Corona-Pandemie verzögern bzw. die Impfstoffe aufgrund möglicher Mutationen als weniger effizient erweisen, droht dies die Wachstumsaussichten in 2021 stärker zu bremsen und die Unternehmensbewertung entsprechend zu belasten. Aber auch eine deutliche Versteilerung der Zinskurve infolge der konjunkturellen Erholung stellt eine Gefahr für die Märkte dar. Zwar ist aufgrund der schwachen Lohndynamik aktuell nicht mit nachhaltig höheren Inflationsraten zu rechnen. Das Risiko kurzzeitiger Renditesprünge ist jedoch durchaus gegeben, wie man zuletzt beobachten konnte. Die am Markt gehandelten Inflationserwartungen befinden sich bereits auf deutlich erhöhten Niveaus und stellen nicht nur für die Anleihemärkte eine mögliche Bedrohung dar.

Aktiensektoren signalisieren steigende Renditen



Quellen: Relative Wertentwicklung zyklischer gegenüber defensiver Sektoren in Europa, Refinitiv, DekaBank
Zeitraum: 01.01.2016 – 20.01.2021

STAATSANLEIHEN

Während die Aktienmärkte die infolge der Corona-Pandemie erlittenen Verluste weitestgehend wieder aufholen konnten, rentieren klassische Staatsanleihen noch immer deutlich unter Vorkrisenniveau. Die anhaltenden Kaufprogramme der Notenbanken sorgen für eine stabile Nachfrage und begrenzen derzeit die Aufwärtsdynamik. Zwar konnte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen in Erwartung zusätzlicher fiskalischer Maßnahmen unter Präsident Biden zu Beginn des Jahres bis auf 1,15 % zulegen. Anfang 2020 lag das Niveau allerdings noch bei fast 2 %. Weitaus geringer fällt die Erholungsbewegung bei Bundesanleihen aus. Mit aktuell -0,5 % bewegt sich die 10-Jahresrendite nur knapp oberhalb der Tiefstände von -0,65 % aus dem vierten Quartal vergangenen Jahres. Die expansive Geldpolitik überlagert sowohl die rasant steigende Staatsverschuldung als auch die Erwartung einer schnellen konjunkturellen Erholung. Daran sollte sich in 2021 grundsätzlich auch nur wenig ändern. Die US-Notenbank hat klar signalisiert, dass sie selbst ein „Überschießen“ der Inflation über die definierte Zielmarke von 2 % hinaus für eine gewisse Zeit tolerieren würde. Entsprechend scheinen selbst Überlegungen hinsichtlich einer Reduktion der Anleihekäufe deutlich verfrüht und in der Umsetzung nicht vor 2022 zu erwarten. Mit nachhaltig höheren Renditen ist in der Konsequenz daher nicht zu rechnen. Das Risiko zumindest temporärer Zinssprünge bleibt jedoch bestehen. Die am Kapitalmarkt gepreisten Inflationserwartungen sind zuletzt weiter gestiegen und würden eine Versteilerung der Zinskurve durchaus rechtfertigen. Wir halten daher im Rahmen der taktischen Anlagestrategie unverändert an einer moderat vorsichtigen Durationspositionierung fest. Dies drückt sich im Bereich der Staatsanleihen durch eine starke Untergewichtung in Kerneuropa und den USA aus.

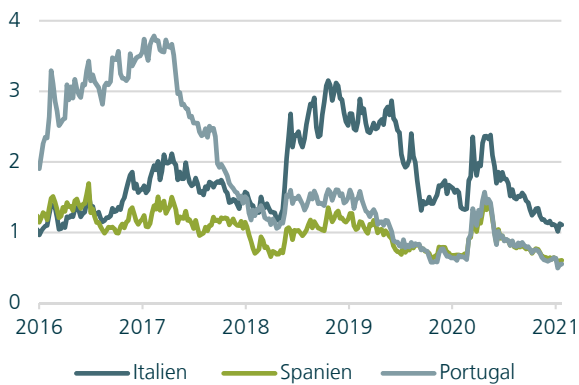
Inflationserwartung und Rendite US-Treasuries



Quellen: Refinitiv, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2016 – 20.01.2021

Eindeutig profitieren konnten hingegen die Anleihen der europäischen Peripherie im vergangenen Jahr. Die Verabschiedung des Wiederaufbaufonds der EU sowie die Aufstockung des Pandemie-Kaufprogramms (PEPP) der EZB lassen die Renditen nahe der historischen Tiefstände verharren. Selbst die jüngste Regierungskrise in Italien mit dem Auseinanderbrechen der Regierungskoalition unter Ministerpräsident Conte konnte die Investoren nicht wirklich verunsichern. Erst im Falle von Neuwahlen müsste mit einer spürbaren Reaktion gerechnet werden. Die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen verharrt bei etwa 0,6 %, während sich Spanien und Portugal im gleichen Laufzeitbereich sogar nur knapp oberhalb der Nulllinie bewegen. Auch wenn sich die Risikoprämien gegenüber Bundesanleihen im vergangenen Jahr stark eingengt haben, rechtfertigt das aktuelle Niveau in der Summe noch immer eine neutrale Gewichtung im Bereich der europäischen Peripherie.

Risikoprämien der Euro-Peripherieanleihen



Quellen: Renditedifferenz gegenüber Bundesanleihen (Laufzeit 10 Jahre), Refinitiv, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2016 – 20.01.2021

Innerhalb der Staatsanleihen werden daher die Emerging Markets im Rahmen der Anlagestrategie weiterhin eindeutig präferiert. Aufgrund der im ersten Quartal vergangenen Jahres gestiegenen Risikoaversion an den Märkten hatten auch die Anleihen der Schwellenländer zunächst stärkere Verluste zu verkraften. Der deutliche Renditerückgang bei US-Treasuries sowie die Schwäche des US-Dollars begünstigte jedoch eine starke Erholungsbewegung. Hiervon profitierten insbesondere die USD-Emissionen. Die Renditen handeln mittlerweile deutlich unter Vorkrisenniveau, bieten jedoch in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld weiterhin ein attraktives Ertragsprofil. Dies gilt gleichermaßen für Schwellenländeranleihen in lokaler Währung, die ebenfalls klar Übergewichtet werden. Das größte Risiko für die Emerging Markets geht von spürbar steigenden US-Renditen bzw. einer Aufwertung des US-Dollars aus. Szenarien, die wir insbesondere für die erste Jahreshälfte jedoch als deutlich verfrüht ansehen.

Emerging Market Anleihen weiterhin attraktiv



Quellen: Bank of America Emerging Markets Government Bond Index USD, Refinitiv, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2016 – 20.01.2021

UNTERNEHMENSANLEIHEN

Unternehmensanleihen erzielten im vergangenen Jahr eine robuste Gesamtperformance von nahezu 3 Prozent. Sorgen bereiten jedoch zunehmend die gefallen Renditeniveaus. In Euro denominierte Unternehmensanleihen guter Bonität liegen mittlerweile nur noch knapp über 0,1 Prozent Rendite. Mehr als 40 % der im entsprechenden Index enthaltenen Anleihen weisen eine negative Rendite auf.

Die Suche nach Rendite bleibt das bestimmende Thema. Insbesondere höher verzinsten Anleihen haben einen Nachfragezuwachs erfahren, so dass sich die Outperformance des High-Yield-Segments fortgesetzt hat. Der Kursanstieg bestätigt damit den im März/ April 2020 ausgeprägten Wendepunkt in der relativen Wertentwicklung gegenüber IG-Unternehmensanleihen. Wir betrachten die Bewegung als Vorlaufindikator im Rahmen unserer Anlagestrategie. Eine stärkere HY-Nachfrage deutet dabei auf ein auch zukünftig gutes Finanzierungsumfeld für bonitätsschwächere Unternehmen hin.

Relative Wertentwicklung USD-IG- vs. US-HY-Unternehmensanleihen



Quellen: ICE, Bloomberg, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2015 – 20.01.2021

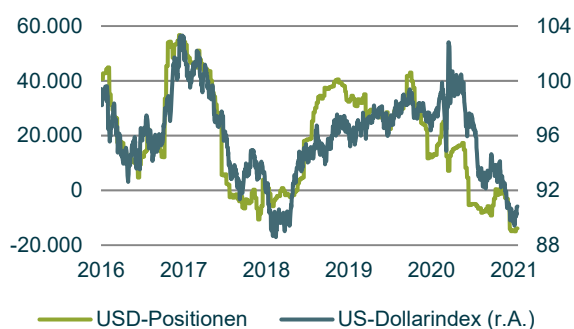
Im Rahmen der Anlagestrategie möchten wir zum Jahresbeginn unsere über die letzten Handelswochen und Monate ausgebauten Positionen in Hochzinsanleihen besonders unterstreichen. Angesichts der niedrigen Renditeniveaus für Unternehmensanleihen guter Bonität heben wir den Ausblick für High-Yield sowohl in der taktischen als auch der strategischen Allokation an. Die Präferenz für HY ist vor allem im Gegensatz zu IG-Anleihen zu verstehen. Falls Hochzinsanleihen nicht gehalten werden können, möchten wir auf unsere Einschätzung einer letztendlich positiven Überrendite von Investmentgrade Anleihen im Vergleich zu US-Staats- oder Bundesanleihen verweisen.

Regionale Abstufungen nehmen wir im aktuellen Umfeld weniger vor, wobei wir uns einen Renditeanstieg aktuell eher in den USA vorstellen können. Hier scheinen die fiskalischen Maßnahmen mit der demokratischen Regierung entschlossener und in Verbindung mit einem demokratischen Kongress auch schneller umsetzbar zu sein. Moderat höhere Renditen würden, wie zuvor bereits erwähnt, vor allem die Wertentwicklung von Investmentgrade Corporates belasten. Ein Trend, den es seit Jahresbeginn in den USA bereits zu beobachten gibt.

WÄHRUNGEN

Der handelsgewichtete US-Dollarkorb hat gegenüber dem Hochpunkt des Vorjahres parallel zum Ausbruch der Coronavirus-Pandemie in den westlichen Industrienationen bis zum Jahresende 2020 etwa 13 Prozent abgewertet. Erstmals seit 2018 wurden wieder Notierungen unter dem Niveau von 90 Indexpunkten markiert. Einhergehend mit der Kursentwicklung haben sich auch die spekulativen Short-Positionen beim Greenback erhöht. Die Daten weisen darauf hin, dass nicht-kommerziell gehaltene Futures auf den US-Dollar mittlerweile den niedrigsten Stand seit 2011 erreicht haben. Über den Jahreswechsel hinweg setzte der Dollar jedoch zu einer Gegenbewegung an.

US-Dollarindex und spekulative USD-Positionen



Quellen: Refinitiv, CFTC, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2016 – 20.01.2021

Diese zeigt sich auch im Verhältnis zum Euro. Das Währungspaar EUR/USD hat im Vorjahr den primären Abwärtstrend ausgehend von der globalen Finanzkrise ab 2008 neutralisieren können. Der signifikante Zinsrutsch über die gesamte US-Renditekurve bescherte dem Euro gegenüber dem US-Dollar erheblichen strukturellen Auftrieb. Während der Euroraum sich nach der Weltfinanz- und europäischen Schuldenkrise an eine Verstetigung der Nullzinspolitik gewöhnt hatte, kommen die USA von einem zwischenzeitlichen Leitzinsniveau in Höhe von über 2 %. Die Corona-Krise hat auch die US-Zentralbank zur Implementierung einer Nullzinspolitik bewogen.

Der EUR-USD-Wechselkurs zeigte im Nachgang der US-Präsidenschafts- und Kongresswahlen vom November weitere Zugewinne für die europäische Einheitswährung. Nach dem Erreichen eines Zweijahreshochs über 1,23 läuft derzeit eine technische Reaktion in Richtung knapp oberhalb von 1,20.

Die Verabschiedung eines weiteren Konjunkturprogramms mit einem Volumen von etwa 1,9 Billionen USD wirkt zu Gunsten des US-Dollars, eine weiterführende Bewegung sollte jedoch nur kurzzeitig wirken. Perspektivisch ist mit einer Fortsetzung der USD-Schwäche wegen der Verschuldungsthematik zu rechnen. Wir halten daher an unserer Teilsicherung von USD-Beständen fest. Die Ausweitung fiskalischer Maßnahmen ohne ausreichende Gegenfinanzierungsmaßnahmen lassen das Doppeldefizit in den USA weiter ansteigen. Am 5. Januar haben die US-Demokraten die ausstehenden Senatsstichwahlen in Georgia knapp gewinnen können und kontrollieren fortan beide Kongresskammern. Die neu gewählte Regierung unter Präsident Biden kann nun politische Projekte leichter durchsetzen. Steuererhöhungen finden sich zwar im Wahlprogramm der US-Demokraten, dennoch erscheint eine vollständige Durchsetzung der Pläne vor dem Hintergrund der wirtschaftlich angespannten Situation fraglich. Rezessive Tendenzen belasten den Arbeitsmarkt, weshalb höhere Steuern zum einen vom Ausmaß her geringer ausfallen und zum anderen auf der Zeitschiene erst später realisiert werden sollten.

Die gestiegene Wechselkursvolatilität beider Währungen hat sich dem Ausbruch der Coronavirus-Pandemie zurückgebildet, notiert aber weiterhin höher als noch vor zwölf Monaten. Unsicherheitsfaktoren betreffen relative Abweichungen in der Fiskal- und Geldpolitik beider Wirtschaftsräume und eine leicht unterschiedliche Renditeentwicklung. Eine Rückbildung der Schwankungsbreiten auf die Februar-Tiefs aus 2020 ist daher beim EUR-USD-Wechselkurs vorerst nicht zu erwarten.

Mittel- bis langfristig wird eine fortgesetzte Aufwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar erwartet. Die Perspektive für die EUR-USD-Entwicklung wird vor allem langfristig konstruktiv zu Gunsten des Euros eingeschätzt. Diese Sichtweise beschränkt sich dabei nicht nur auf das analysierte Währungspaar, sondern betrifft auch die allgemeine Entwicklung des US-Dollarkorbs. Taktisch sollten globale Anleger daher auch bereits erste Absicherungen von USD-Investments getätigt haben. Eine vollständige Absicherung aller US-Dollarbestände sollte zum vorliegenden Zeitpunkt allerdings noch nicht vorgenommen werden.

Tabellenanhang Wertentwicklung:

MSCI World

20.01.2013	20.01.2014	20.01.2015	20.01.2016	20.01.2017	20.01.2018	20.01.2019	20.01.2020
20.01.2014	20.01.2015	20.01.2016	20.01.2017	20.01.2018	20.01.2019	20.01.2020	20.01.2021
19,38%	1,70%	-11,48%	19,51%	23,82%	-9,36%	20,71%	14,35%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

Investment Grade USA

20.01.2013	20.01.2014	20.01.2015	20.01.2016	20.01.2017	20.01.2018	20.01.2019	20.01.2020
20.01.2014	20.01.2015	20.01.2016	20.01.2017	20.01.2018	20.01.2019	20.01.2020	20.01.2021
-0,18%	8,03%	-2,05%	5,84%	5,28%	-0,94%	14,62%	8,02%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

DAX Performanceindex

20.01.2013	20.01.2014	20.01.2015	20.01.2016	20.01.2017	20.01.2018	20.01.2019	20.01.2020
20.01.2014	20.01.2015	20.01.2016	20.01.2017	20.01.2018	20.01.2019	20.01.2020	20.01.2021
26,14%	5,57%	-8,44%	23,83%	15,51%	-16,59%	20,91%	2,75%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

S&P 500

20.01.2013	20.01.2014	20.01.2015	20.01.2016	20.01.2017	20.01.2018	20.01.2019	20.01.2020
20.01.2014	20.01.2015	20.01.2016	20.01.2017	20.01.2018	20.01.2019	20.01.2020	20.01.2021
23,74%	10,00%	-8,07%	22,16%	23,73%	-4,97%	24,67%	15,68%

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: 21.01.2021

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 REXX® 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