

Deka-InvestmentBrief  
**Inflationsängste**

März 2021



**.Deka**





**Verehrte Leserinnen und Leser,**

während Regierungen, Wirtschaft und Gesellschaft noch mit der Überwindung der weiterhin andauernden Corona-Pandemie beschäftigt sind, sind die Finanzmärkte schon zwei Schritte weiter. Im ersten Schritt hatten die Finanzmärkte bereits im letzten Jahr durch die Gesundheitskrise hindurchgeschaut und eine Erholung der Wirtschaft im Jahr 2021 antizipiert. An diesem Bild hat sich trotz zweiter Welle und schwankender Konjunkturindikatoren nichts geändert. Nun machen die Finanzmarktteilnehmer den zweiten Schritt, indem sie sich fragen, welche makroökonomischen Einflüsse die Nach-Corona-Welt bestimmen. Hier fällt der Blick auf eine Konjunktorentwicklung, die von starken Nachholeffekten geprägt sein wird. Gleichzeitig liefern die Staaten über Konjunkturprogramme weitere Impulse für die Realwirtschaft. Daher sind die Analysten sehr wachsam gegenüber einer Überforderung der wirtschaftlichen Kapazitäten, die sich dann in steigenden Inflationsraten entladen

könnte. In diese Phase hinein fielen überraschend starke Inflationsdaten aus dem Euroraum für den Januar. Der Renditeanstieg an den Rentenmärkten, der sich bereits davor schleichend bemerkbar gemacht hatte, beschleunigte sich daraufhin.

Die Inflationsdaten, insbesondere aus Deutschland, sind relativ eindeutig zu interpretieren. Sie stellen ein Aufholen der schwachen Inflationsdynamik aus dem Corona-Jahr 2020 dar, verstärkt um eine Reihe von einmaligen Sondereffekten. Die Inflation im Euroraum wird zwar im weiteren Jahresverlauf noch ansteigen, im kommenden Jahr allerdings auf ihr Vor-Corona-Niveau zurückfallen. Wenngleich die aktuelle Inflationsentwicklung nicht besorgniserregend ist, lässt sich jedoch schon eine größere Vorsicht an den Märkten erkennen, die wohl auch weiter anhalten wird. Dazu kommt, dass ein Anstieg der Realrenditen bei einer fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung unvermeidlich ist.

Wesentlich ist jedoch, ob der Renditeanstieg, verbunden mit einer Wirtschafts- und Gewinnentwicklung, die nun nicht mehr stark nach oben überraschen sollte, die Perspektiven an den Aktienmärkten eintrüben kann. Wir glauben, dass Aktien strategisch weiterhin attraktiv bleiben, wenngleich ein Kursanstieg wie aus den vergangenen Quartalen nicht realistisch erscheint. Taktisch bildet das Umdenken an den Kapitalmärkten jedoch durchaus Störpotenzial, etwa wenn die Renditebewegungen in den kommenden Wochen auch einmal überschießen können.

Ihr

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

**Aktuelle Positionierung**

Seit der Januarausgabe des Investmentbriefs haben wir keine Änderungen an unserer Anlagestrategie vorgenommen. Der erwartete Anstieg der Renditeniveaus setzte ein, welches zur Empfehlung einer möglichst kürzeren Duration im Anleihe-segment gepasst hat. Auch wenn eine kurzfristige Konsolidierung der Renditen nach der zwischenzeitlich dynamischen Bewegung wahrscheinlicher geworden ist, so gehen wir mittel- bis langfristig von weiter leicht ansteigenden Niveaus aus. In potentielle Renditerückgänge würden wir daher unsere Positionierung eher verstärken wollen. Trotz Renditeanstieg bleiben die Risikoprämien für Unternehmensanleihen und EM-Staatsanleihen stabil. Wir glauben, dass dies im Umfeld einer sukzessiv fortschreitenden Konjunkturgesundung anhalten wird und halten an der Präferenz für Hochzins- und Schwellenländeranleihen fest. Auf der Aktienseite wurde die Kursdynamik, bezogen auf den globalen Aktienmarkt, mit dem Renditeanstieg etwas eingebremst. Die stark positiven Trends auf Indexebene aus Q4 2020 haben sich nicht fortgesetzt. Im Fokus der Investoren stand eher die höhere Gewichtung von zyklischen Aktienthemen. Ungeachtet des mittel- bis langfristig unverändert konstruktiven Aktienbildes glauben wir, in der Taktik eine bessere Gelegenheit für breite Aktienzukäufe zu erhalten. Die Erwartungen an das perspektivische Wirtschaftswachstum erscheinen uns kurzfristig zu weit gelaufen. Für USD wird aktuell keine aktive Positionierung empfohlen.

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

## Inflationssorgen lösen Deflationsszenario ab

Ein Jahr nach Beginn der Corona-Krise schreiten der konjunkturelle Aufholprozess und die Impfkampagnen trotz weiterhin hoher Infektionszahlen voran. Nach der erfolgreichen Stabilisierungspolitik der Regierungen und Notenbanken stellt sich insbesondere für die USA die Frage, ob es zu einer Überstimulierung mit ausufernden Inflationsprozessen kommt.

Die spürbarste Veränderung der vergangenen Wochen waren die höheren Renditen für US-Staatsanleihen und Bundesanleihen im längeren Laufzeitenbereich. Dies ist eher dem Auspreisen eines Deflationsszenarios geschuldet als der Überzeugung einer anstehenden Inflationierungsphase. Insofern werden die Notenbanken noch für einige Zeit ihre Anleihekaufprogramme fortsetzen und ihre niedrigen Leitzinsen beibehalten.

## 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 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. Regierungswechsel bringt wenig Änderung mit Blick auf restriktive Handelspolitik.
- Inflation: Nach der Corona-bedingt sehr geringen Teuerung im Jahr 2020 erfährt Euroland 2021 aufgrund von Sondereffekten einen temporären Inflationsschub. Die Annäherung an das Inflationsziel bleibt aber grundsätzlich langsam. In den USA nimmt der Inflationsdruck moderat zu.
- Geldpolitik: Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und fahren ihre Notfallmaßnahmen vorerst noch nicht zurück, um die Konjunktur weiter 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. Kaufkraftherhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch bei Wertpapieren, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

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

- Störfaktor Inflation: Inflationsängste treiben Renditen nach oben und trüben das günstige Finanzierungsumfeld für Unternehmen und Staaten ein.
- 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 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

Nach den stark positiven Risikotrends im vierten Quartal 2020, standen die Anlagemärkte seit Jahresbeginn zunehmend mehr Herausforderungen entgegen. Mit der fortschreitenden realökonomischen Erholung und ansteigenden Impfraten gegen das Corona-Virus (auf globaler Ebene) hat nach der Rallye an den Aktien- und Credit-Märkten nun auch der Zinsmarkt einen ersten Schritt in Richtung Normalität gewagt. Im Februar sind die Renditeniveaus für bonitätsstarke Industrieländeranleihen deutlich angestiegen. Befanden sich 10-jährige US-Treasuries zum Jahreswechsel noch bei 0,9 % laufender Rendite, so wurde zwischenzeitlich fast das Doppelte in Höhe von 1,75 % Rendite am Staatsanleihemarkt gehandelt. Der Umstand, dass langlaufende Renditen ansteigen, ist per se kein negatives Signal für die Aktienmärkte. Grundsätzlich zeigt die Bewegung eine Gesundung des perspektivischen Wirtschaftswachstums an. Problematisch kann es allerdings werden, wenn Renditen in vergleichsweise kurzer Zeit spürbar ansteigen. Eine schnelle Eintrübung der Finanzierungsbedingungen für Staaten und damit einhergehend auch für Unternehmen resultiert in einer Belastung der Bewertungsniveaus von Risikoanlagen. Dementsprechend befindet sich der globale Aktienmarkt seit Jahresbeginn in einem schwankungsreichen Seitwärtsmarkt. Seit dem Zeitpunkt, als die Renditen per Mitte Februar deutlicher ansteigen, konnten auch auf globaler Indexebene (in Summe über alle Regionen) keine neuen Hochs mehr verbucht werden. Im Rahmen unserer taktischen Anlagestrategie hatten wir im Januar 2021 eine weitgehend neutrale Aktienpositionierung empfohlen und damit das Signal für eine übergewichtete Ausrichtung aus dem Monaten November und Dezember 2020 geschlossen.

## Wertentwicklung Aktien Global

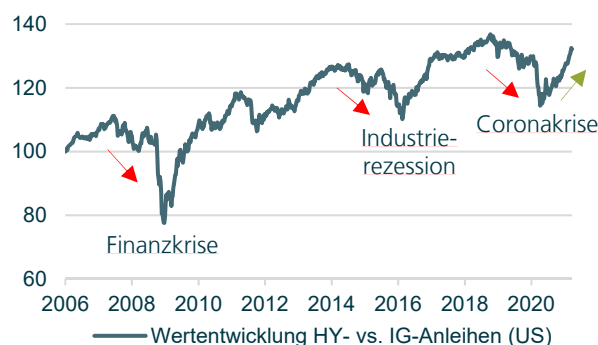


Quellen: Wertentwicklung indexiert (Jan 2016 = 100), Bloomberg, DekaBank  
Zeitraum: 01.01.2016 – 24.03.2021

Mit der Märzausgabe des Investmentbriefs nehmen wir keine Neuausrichtung unserer Aktienallokation vor. Wir bleiben kurzfristig eher zurückhaltend und möchten eine bessere Chance für erneute Aufstockungen abwarten. Diese Gelegenheit könnte sich bei Abkühlung der mittlerweile hohen Wachstumserwartungen seitens der Analysten und Strategen

ergeben. In der Regel geht eine derartige Stimmungskorrektur auch mit Kursrückgängen am Aktienmarkt einher. Angesichts der seit März 2020 dynamischen Kurserholung kann eine Korrektur durchaus spürbar ausfallen. In jedem Fall möchten wir Anzeichen von zumindest einer kurzen Investorenpanik sehen, die eine gute und handelbare Grundlage für eine Erhöhung von Aktienquoten darstellen würde. Davon unberührt bleibt unsere mittel- bis langfristig weiterhin konstruktive Aktieneinschätzung. Neben den relevanten makroökonomischen Indikatoren bekommen wir auch marktseitig Signale, dass die Kursrallye auf Jahressicht andauern sollte. Negative Divergenzen, wie beispielsweise eine schwächer werdende Wertentwicklung von Hochzinsanleihen gegenüber Unternehmensanleihen guter Bonität, können wir aktuell nicht erkennen. Ganz im Gegenteil, zusammen mit der vermehrten Rotation von Investorengeldern in Richtung zyklische Aktiensegmente (z.B. Finanz- und Industrieaktien) oder Regionen (z.B. DAX Index), finden wir überwiegend klare Anzeichen dafür, dass der positive Aktienzyklus andauert.

## Outperformance Hochzinsanleihen vs. Unternehmensanleihen guter Bonität



Quellen: Bloomberg, DekaBank  
Zeitraum: 01.01.2006 – 24.03.2021

Auf der Anleihe Seite hatten wir uns auf ansteigende Renditeniveaus eingestellt. An der Empfehlung einer moderat kürzeren Duration möchten wir jedoch weiter festhalten, da wir den Trend zu mittel- bis langfristig höheren Renditen als intakt ansehen. Bei einer, wie zuletzt gesehen, starken Aufwärtsdynamik sind auf den mittlerweile fortgeschrittenen Niveaus durchaus auch Verschnaufpausen wahrscheinlicher geworden, entweder, weil z.B. im Datensetup Enttäuschungen auftreten, Risikomärkte die erhöhten Rendite-Levels zunächst verarbeiten müssen oder schlichtweg taktische Gewinnmaßnahmen einsetzen. Eine Erhöhung des moderaten Shorts wird daher zum jetzigen Zeitpunkt nicht empfohlen. Entsprechend der anhaltend stark expansiv wirkenden Programme seitens der Geld- und Fiskalpolitik bleibt es ebenfalls bei der Annahme von weitgehend stabilen Spread-Verläufen, so dass an der Übergewichtung von (vor allem) höherverzinsten Credit-Segmenten festgehalten wird (inkl. EM-Anleihen). Gold bleibt für uns ein strategisch attraktives Asset. Potentiell

vorhandene Grundquoten im Multi Asset Kontext sollten nicht abgebaut werden. Im Zuge des Renditeanstiegs wurden technische Marken unter 1.750/1.700 \$ je Feinunze gebrochen, die kurzfristig weiteres Korrekturpotential eröffnen. Der Rücksetzer beim Edelmetall wird gleichermaßen durch einen zuletzt wieder festeren US-Dollar bedingt. Zu verfolgen gilt, inwiefern die US-Dollarbewegung ein Vorbote für eine perspektivische Risikoschwäche ist. In der taktischen Anlagestrategie haben wir bereits die zuvor enthaltenden Dollarsicherungen aufgelöst und warten auf einen besseren Zeitpunkt für eine neue aktive Positionierung.

## AKTIEN

Der positive Trend an den Aktienmärkten hat sich seit Jahresanfang weiter fortgesetzt. Korrekturen sind bisher nur von kurzer Dauer und werden von den Anlegern als Kaufgelegenheit wahrgenommen. Während der DAX zuletzt neue Allzeithochs markierte, standen Technologiewerte und Aktien der Schwellenländer unter stärkerem Abgabedruck. Auslöser für die starke Rotation auf Branchen- und Regionenebene war eine deutliche Versteilerung der Zinskurve und der damit verbundene Anstieg in den Realrenditen. Im Gegensatz zur Aktienseite haben die Staatsanleihen lange Zeit nur sehr zögerlich auf den wachsenden Konjunkturoptimismus reagiert. Während der S&P 500 die erlittenen Corona-Verluste bereits im August vergangenen Jahres aufgeholt hatte und aktuell 15 % über dem Vorkrisenniveau notiert, rentieren die 10-jährigen US-Treasuries noch immer deutlich unter der Marke von 1,9 % von Anfang 2020. Als Begründung hierfür wurden neben dem geringen Inflationsdruck die anhaltenden Kaufprogramme der Notenbanken genannt. Dies hat sich im Laufe des Februars jedoch deutlich gewandelt. Innerhalb von nur vier Wochen ist die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe in den USA um 60 Basispunkte auf 1,6 % gestiegen (10-jährige Bundesanleihe +35 Basispunkte auf -0,20 %). Auch wenn der inflationäre Druck sowie der Anstieg in den Renditen für eine nachhaltige Aktienkorrektur (noch) nicht groß genug ist, beschreibt dies durchaus ein mögliches Risikoszenario aus Sicht der kommenden Monate.

### Aktien über Vorkrisenniveau, Renditen darunter



Quellen: Refinitiv, DekaBank  
Zeitraum: 01.01.2016 – 05.03.2021

Aufgrund eines aktuell ausgewogenen Chance-/ Risikoverhältnisses halten wir im Rahmen der taktischen Anlagestrategie unverändert an der neutralen Aktienquote fest. Zwar ist nach dem dynamischen Renditeanstieg zunächst mit einer Konsolidierung am Rentenmarkt zu rechnen. Die am Markt gepreisten Inflationserwartungen, einer der wesentlichen Treiber für die jüngste Kurvenversteilerung, befinden sich in den USA bereits auf einem 6-Jahreshoch. Und auch die Stimmungsindikatoren der Wirtschaft (Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe) nähern sich den historischen Rekordmarken an. Jedoch scheint ein großer Teil der Wachstumseuphorie nach den starken Kursgewinnen und mit Blick auf die Bewertung in den Aktienkursen bereits eingepreist. Zudem dürfte sich der Renditeanstieg mittelfristig weiter fortsetzen und je nach Ausmaß und Geschwindigkeit die Risikomärkte durchaus belasten. Ein Anstieg 10-jähriger US-Treasuries auf 2,0 % bzw. eine Rückkehr beim Bund in den positiven Bereich halten wir in den kommenden Monaten durchaus für realistisch.

### Verlauf US-Aktien und Inflationserwartung



Quellen: Refinitiv, DekaBank  
Zeitraum: 01.01.2016 – 05.03.2021

## STAATSANLEIHEN

Aufkommende Inflationssorgen und steigende Anleiherenditen bestimmen derzeit das Geschehen an den Rentenmärkten. Die Notenbanken versuchen die Marktteilnehmer mit ihren jüngsten Aussagen zu beruhigen. Die Wirkung scheint bisher jedoch zu verpuffen. Dagegen werden die Stimmen lauter, die an das Jahr 2013 und das „Taper Tantrum“ der Fed erinnern. Der massive geld- und fiskalpolitische Stimulus zur Bekämpfung der Corona-Pandemie liefert zumindest ausreichend Stoff für eine Inflationsdiskussion unter den Anlegern. Insbesondere die Erwartungskomponente beschäftigt derzeit den Markt. Zwar ist die im Januar gemessene Inflation in Deutschland im Vergleich zum Vormonat sprunghaft angestiegen. Dies wird jedoch über Sondereffekte, wie beispielsweise die Veränderung in den Energiepreisen und die

Mehrwertsteuer-Erhöhung erklärt. Auswirkungen die im Laufe des Jahres größtenteils wieder wegfallen sollten. Dagegen hat sich der US-Konsumentenpreisindex nur leicht erhöht und zeigt in den vergangenen Monaten keine besondere Auffälligkeit. Deutlich dynamischer hat sich dagegen die am Markt gepreiste Inflationserwartung entwickelt. Basierend auf der Annahme eines starken Wirtschaftswachstums ist die 10-jährige Break Even Inflation in den USA auf bis zu 2,3 % gestiegen. Lange Zeit haben die langen US-Renditen hierauf nur sehr zögerlich reagiert. Die anhaltenden Kaufprogramme der US-Notenbank und die formulierte Strategie, ein mögliches Überschießen der Inflation zunächst zu tolerieren („Average Inflation Targeting“) hat die Entwicklung eindeutig gedämpft. In den vergangenen Wochen hat sich die Zinskurve in den USA jedoch deutlich versteilert und die Rendite 10-jähriger Treasuries ist mit 1,70 % auf ein 12-Monatshoch gestiegen. Dem konnten sich die Bundrenditen nicht entziehen und das lange Ende ist in der Spitze ebenfalls bis auf -0,20 % gestiegen. Auch wenn kurzfristig mit einer Konsolidierung in der Zinsbewegung zu rechnen ist, sollte sich der Aufwärtstrend im Laufe des Jahres fortsetzen. Entsprechend haben wir die Gewichtung kerneuropäischer Staatsanleihen zuletzt nochmal reduziert und damit das Durationsrisiko weiter abgebaut. Die deutliche Untergewichtung bei US-Treasuries bleibt in der Konsequenz unverändert bestehen.

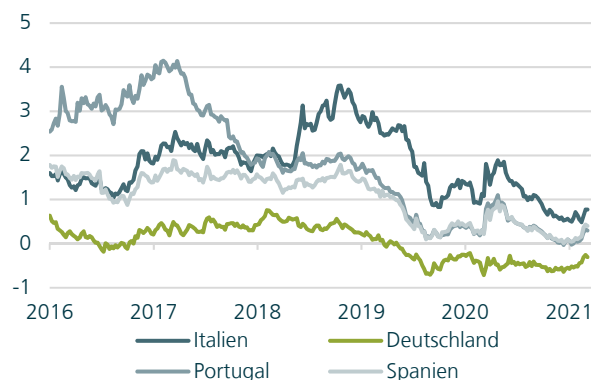
## Inflationserwartung und Rendite US-Treasuries



Quellen: Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 05.03.2021

Der jüngsten Entwicklung am Rentenmarkt konnten sich auch die Anleihen der europäischen Peripherie nicht entziehen. Bei weitestgehend stabilen Risikoprämien sind die Renditen für längere Laufzeiten im Februar ebenfalls angestiegen. Dank einer neuen Regierung unter Ministerpräsident Mario Draghi konnten sich italienische Staatsanleihen in der relativen Betrachtung mit am besten behaupten. Entsprechend hat sich der Renditeaufschlag gegenüber Spanien seit Jahresanfang weiter eingengt. Auf taktischer Ebene ergibt sich keine Neueinschätzung, so dass Anleihen der europäischen Peripherie unverändert neutral gewichtet werden.

## Rendite 10-jähriger Euro-Staatsanleihen



Quellen: Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 05.03.2021

Mit am stärksten betroffen vom jüngsten Zinsanstieg sind die Anleihen der Schwellenländer. Zusätzlich zum Aufwärtstrend bei den US-Renditen haben sich zuletzt auch die Risikoprämien leicht ausgeweitet. Im historischen Kontext ist die Bewegung jedoch noch immer recht verhalten. Eine vergleichbare Entwicklung wie im „Taper Tantrum“ von 2013 ist bisher nicht zu erkennen. Dies gilt ebenso für die Mittelzuflüsse in den Emerging Markets Fonds, die sich weitestgehend stabil zeigen. Das aktuelle Renditeniveau von knapp 5 % scheint nicht nur absolut, sondern auch relativ zu den Unternehmensanleihen durchaus attraktiv. Innerhalb der Staatsanleihen werden daher die Schwellenländer im Rahmen der Anlagestrategie weiterhin präferiert. Dies gilt gleichermaßen für EM-Anleihen in lokaler Währung, die ebenfalls übergewichtet werden. Das größte Risiko für die Emerging Markets geht neben weiter steigenden US-Renditen von einer spürbaren Aufwertung des US-Dollars aus.

## Emerging Market Anleihen weiterhin attraktiv

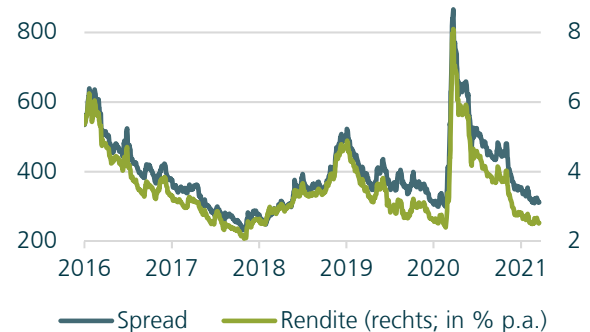


Quellen: Bank of America Emerging Markets Government Bond Index USD, Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 05.03.2021

## UNTERNEHMENSANLEIHEN

Die globale Verschuldung hat per Ultimo 2020 einen neuen Höchststand erreicht und entspricht mittlerweile 267 % des weltweiten BIP. Das Risiko zunehmender Kreditausfälle ist in einem Umfeld steigender Zinsen und Inflation durchaus gegeben. Weniger solide aufgestellte Unternehmen könnten in Finanzierungsschieflage geraten. Besonders gefährdet sind die von der Coronavirus-Pandemie besonders betroffenen Sektoren (zum Beispiel Luftfahrt- und Tourismusbranche, Unterhaltung, diskretionärer Konsum). Dem Krisenszenario gegenüber steht die aktuell starke Konjunkturerholung, die eine Verschuldungskrise abfedern kann. Geld- und fiskalpolitische Unterstützungsmaßnahmen sind massiv und private Haushalte verzeichnen in der Summe steigende Vermögenswerte. Die Ratingagentur S&P rechnet mit einem Anstieg der Ausfallraten von High Yield-Unternehmen bis Ende des Jahres. Für die Anlageregion USA wird die Ausfallrate auf 7,0 % taxiert, während die Schätzung für Unternehmen schwächerer Bonität in Europa bei 6,5 % liegt. Die Ratingagentur Moody's geht davon aus, dass der Höhepunkt bei den Ausfallraten bereits durchschritten worden ist. Die Default-Welle sollte demnach abebben und die Ausfälle wieder eine rückläufige Entwicklung anzeigen. Die Prognosen für Defaults waren nach Verbreitung des Virus in den westlichen Industrienationen im März 2020 in die Höhe geschneit, fortan jedoch kontinuierlich nach unten revidiert worden. Die reduzierten Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten von Negativszenarien haben den Verlauf der Kreditmärkte positiv beeinflusst. Die Liquiditätsprogramme der US-Notenbank Fed stützen die Finanzierungskosten von US-Unternehmen, deren Mittelbedarf wegen COVID-19 immens gestiegen ist. Insbesondere der High Yield-Bereich hat sich schnell und deutlich von dem Pandemieschock erholen können. Auch wenn die Fed betont hat, dass das monatliche Ankaufprogramm von Rentenpapieren im Gegenwert von 120 Mrd. USD nicht zur Disposition steht, werfen immer mehr Investoren die Frage auf, wer im Eventualfall einer Fed-Reduzierung den potenziell entstehenden Nachfrageausfall kompensieren kann. Der jüngste Zinsanstieg bei den US-Staatsanleihen hat auch bei den Unternehmensanleihen Spuren hinterlassen. Seit Jahresbeginn sind beispielsweise US-Investmentgradeanleihen der Bonität BBB in der Rendite von 1,85 % auf 2,34 % angestiegen (S&P Investment Grade Corporate Bond BBB Index, durchschnittliche Bond-Laufzeit knapp 12 Jahre).

## EUR High Yield Index: BUND-Spread & Rendite



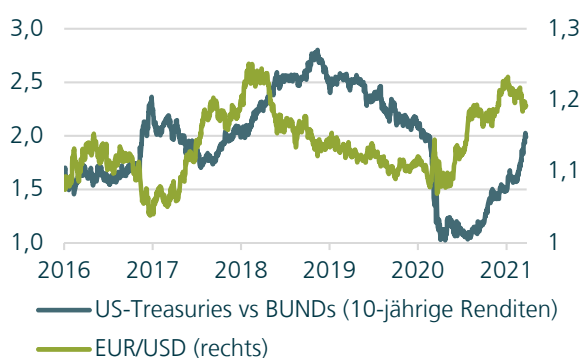
Quellen: ICE BofAML EUR High Yield Index, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 17.03.2021

Die EZB reagierte auf den Zinsanstieg der letzten Wochen und kündigte eine Ausweitung des PEPP-Wertpapierkaufprogramms für die kommenden Monate an, was zur Beruhigung beigetragen hat. Die Kreditmärkte haben verhalten positiv auf die jüngste EZB-Ratssitzung reagiert. Eine direkte Auswirkung auf Unternehmensanleihen ist insofern nicht beabsichtigt, da die PEPP-Zentralbankkäufe derzeit fast ausschließlich in Staatsanleihen getätigt werden. Immerhin besteht aber die Möglichkeit, bei Bedarf auch verstärkt Corporates zu kaufen, weshalb Unternehmensanleihen somit indirekt unterstützt werden. Die Aufnahmebereitschaft von Neuemissionen unter den Investoren ist robust. Das Zeichnungsverhalten bei neuen Deals auf dem Primärmarkt weist eine starke Nachfrage aus. Auf der Suche nach etwas mehr Rendite sind Hybridanleihen besonders nachgefragt, die auch im Sekundärmarkt weiterhin gesucht werden. Die Anlageklasse der Unternehmensanleihen, vor allem in den höherverzinsten Segmenten, bleibt nach wie vor attraktiv. Wir glauben an eine stabile Spread-Entwicklung. Die Emissionsaktivität hat dazu geführt, dass die Unternehmen zunehmende Liquiditätspuffer aufgebaut haben. Das rückläufige Risikoumfeld spiegelt sich in abnehmenden Risikoaufschlägen für Unternehmensanleihen wider. Im Rahmen der taktischen Allokation wird das Segment der Unternehmensanleihen insgesamt leicht favorisiert. Insbesondere europäische Hochzinsanleihen sollten von den stimulierenden Konjunkturpaketen profitieren. Der im Vergleich mit den Unternehmen aus den Vereinigten Staaten höhere Diversifizierungsgrad lässt Unternehmensanleihen aus dem Hochzinssegment Europas attraktiver erscheinen. Im Allokationskontext liegt daher für hochverzinsliche Unternehmensanleihen aus Europa relativ zu den US-Pendants eine deutlichere Übergewichtungsempfehlung vor.

## WÄHRUNGEN

Der handelsgewichtete US-Dollarkorb (DXY Index) legt weiter kontinuierlich zu und verbucht seit Jahresbeginn Kursgewinne in Höhe von mehr als zwei Prozent. Die vorherige Abwertung des Greenbacks in 2020 ging einher mit einer ausgeprägten, spekulativen Short-Positionierung des US-Dollars. Der absolute Anstieg der US-Renditen fällt auch im relativen Vergleich mit anderen Staatsanleihen westlicher Industrienationen bester Bonität deutlich aus. Ins Zentrum der Währungsentwicklung rücken zunehmend wieder Zinsdifferenziale. Der Spread zwischen US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren zum Beispiel handelte im Vorjahr längere Zeit bei etwa einem Prozent. Von Herbst 2020 bis März dieses Jahres ist der Spread auf 200 Basispunkte angestiegen.

### Spread Renditen (10 Jahre) und Euro-Dollar-Kurs



Quellen: Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 22.03.2021

Die Unterstützung für den Euro über die Zinsseite schwindet zunehmend. Der Trend einer deutlich fallenden US-Renditekurve ist zunächst gestoppt. Diese Entwicklung hat Auswirkungen auf das Währungspaar EUR/USD, ebenso wie die pro-amerikanischen Wachstumsunterschiede zwischen den Regionen. Das Zweijahreshoch des Euros gegenüber dem US-Dollar knapp oberhalb der Marke von 1,23 zu Beginn des Jahres markiert den vorläufigen Hochpunkt. Mit Unterschreiten der Unterstützungszone bei 1,20 im Monat März kann der Euro den positiven Aufwärtstrend der vergangenen zwölf Monate ausgehend von etwa 1,07 erst einmal nicht fortsetzen. Die Verabschiedung weiterer Fiskalpakete zur Stärkung der Konjunktur in den USA wirken kurzfristig zu Lasten des Euros. Mittel- bis langfristig sollte die Verschuldungsthematik allerdings wieder mehr in den Vordergrund rücken, weshalb die Perspektiven zu Gunsten des US-Dollars limitiert erscheinen. Die Expansion fiskalischer Maßnahmen durch die neue Biden-Administration lässt bisher konkretere Gegenfinanzierungsmaßnahmen vermissen, sodass die USA ein weiterhin steigendes Doppeldefizit tragen müssen.

Eine Durchsetzung geplanter Steuererhöhungen, wie in dem Wahlprogramm der US-Demokraten proklamiert, erscheint vor dem Hintergrund der fragilen makroökonomischen Lage weiter ungewiss. Steueranhebungen könnten daher einen geringeren Umfang haben und/ oder womöglich terminlich erst später auf den Weg gebracht werden. Die Schwankungsbreite des Währungspaares wird weiter dominiert von relativen Abweichungen in der Fiskal- und Geldpolitik und der unterschiedlichen Renditeentwicklung. Eine Rückbildung der Wechselkursvolatilität auf die Tiefstände des ersten Quartals 2020 ist daher beim EUR-USD-Wechselkurs vorerst nicht zu erwarten.

Aktuell nehmen wir keine Absicherung von US-Dollarbeständen vor. Die allgemeine Entwicklung des US-Dollarkorbs wird jedoch nicht positiv gesehen. In der strategischen Sicht sollte daher auch der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder aufwerten. Die EUR-USD-Entwicklung wird dementsprechend konstruktiv zu Gunsten der europäischen Einheitswährung eingeschätzt. Weitere potenzielle Rücksetzer in Richtung der technischen Unterstützungszone um 1,16 könnten daher zum Wiedereinziehen von Absicherungen genutzt werden.



## Tabellenanhang Wertentwicklung:

### MSCI World

24.03.2011	24.03.2012	24.03.2013	24.03.2014	24.03.2015	24.03.2016	24.03.2017	24.03.2018	24.03.2019	24.03.2020
24.03.2012	24.03.2013	24.03.2014	24.03.2015	24.03.2016	24.03.2017	24.03.2018	24.03.2019	24.03.2020	24.03.2021
-1,19%	9,48%	14,92%	7,68%	-8,47%	13,78%	10,33%	2,86%	-16,81%	58,80%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

### US High Yield Index

24.03.2011	24.03.2012	24.03.2013	24.03.2014	24.03.2015	24.03.2016	24.03.2017	24.03.2018	24.03.2019	24.03.2020
24.03.2012	24.03.2013	24.03.2014	24.03.2015	24.03.2016	24.03.2017	24.03.2018	24.03.2019	24.03.2020	24.03.2021
5,74%	13,07%	7,42%	2,05%	-4,10%	16,20%	4,55%	5,60%	-14,13%	33,02%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

### Investment Grade USA

24.03.2011	24.03.2012	24.03.2013	24.03.2014	24.03.2015	24.03.2016	24.03.2017	24.03.2018	24.03.2019	24.03.2020
24.03.2012	24.03.2013	24.03.2014	24.03.2015	24.03.2016	24.03.2017	24.03.2018	24.03.2019	24.03.2020	24.03.2021
8,76%	7,75%	1,22%	7,38%	-0,03%	4,12%	2,08%	5,15%	-0,64%	15,72%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

### S&P 500

05.03.2011	05.03.2012	05.03.2013	05.03.2014	05.03.2015	05.03.2016	05.03.2017	05.03.2018	05.03.2019	05.03.2020
05.03.2012	05.03.2013	05.03.2014	05.03.2015	05.03.2016	05.03.2017	05.03.2018	05.03.2019	05.03.2020	05.03.2021
3,27%	12,86%	21,69%	12,13%	-4,81%	19,16%	14,18%	2,53%	8,40%	27,05%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

### Euro High Yield Index

17.03.2011	17.03.2012	17.03.2013	17.03.2014	17.03.2015	17.03.2016	17.03.2017	17.03.2018	17.03.2019	17.03.2020
17.03.2012	17.03.2013	17.03.2014	17.03.2015	17.03.2016	17.03.2017	17.03.2018	17.03.2019	17.03.2020	17.03.2021
6,64%	14,75%	10,82%	5,60%	-0,72%	9,35%	5,00%	1,11%	-9,89%	22,88%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

**Abkürzungsverzeichnis**

12M-fwd-PE	12 Months Forward Price to Earnings Ratio
BIP	Bruttoinlandsprodukt
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 u.a. 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:** 25.03.2021

**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