

Deka-InvestmentBrief  
**Auf dem Weg in eine neue  
Normalität**

Mai 2021

**„Deka**





**Verehrte Leserinnen und Leser,**

es wird wieder über Lockerungen der nun seit über einem Jahr anhaltenden Corona-Beschränkungen diskutiert, und zum ersten Mal gibt es dabei die Hoffnung, diese Beschränkungen dauerhaft zurückfahren zu können. Mit dem nun auch in Europa schnell steigenden Anteil der gegen Covid-19 geimpften Personen können jetzt auch diejenigen Dienstleistungsbranchen wieder mit einer Rückkehr ins Geschäftsleben rechnen, die bisher ganz besonders unter den Einschränkungen zu leiden hatten. Die Industriesektoren haben derweil weltweit mit ganz anderen Problemen zu tun: In vielen Bereichen herrscht Knappheit an Einsatzfaktoren, seien es Computerchips, Stahl, Plastik oder Transportkapazitäten. Diese Verspannungen resultieren aus einer sehr starken Erholung der Nachfrage, die viele Unternehmen so nicht erwartet hatten. Es wird Monate dauern, bis sich die Produktionsketten wieder eingespielt haben.

Für die Aktienmärkte ist zum einen wesentlich, wie lange das gegenwärtige starke makroökonomische Momentum noch anhält und zum anderen, wie die Notenbanken auf den starken Konjunkturschub reagieren. Aus unserer Sicht ist das fundamentale Bild mittelfristig vollständig intakt, auch wenn sich kurzfristig die starken Steigerungsraten so nicht fortsetzen können. Für die Geldpolitik gilt, dass die Notenbanken in den USA und in Europa so lange wie möglich an ihrer expansiven Ausrichtung festhalten werden, sich allerdings gegen einen allmählichen Anstieg der Kapitalmarktrenditen nicht wirklich entgegenstemmen können. Strategisch, also auf die lange Frist, bleiben Aktien trotz höherer Bewertungen attraktiv, weil ein hohes gesamtwirtschaftliches Wachstum mit starker Gewinndynamik bei den Unternehmen weiterhin auf niedrige Zinsen trifft. Taktisch nimmt nach der starken Aufwärtsbewegung der vergangenen Monate das Störpotenzial steigender Renditen zu, wie man an einigen Börsentagen der vergangenen Wochen bereits beobachten konnte. Eine hieraus möglicherweise folgende Konsolidierung sollte an den Märkten jedoch schnell wieder als Kaufgelegenheit wahrgenommen werden.

Diese Bewegungen lassen sichere Staatsanleihen weiterhin sehr unattraktiv aussehen. Etwas anders ist das bei Unternehmensanleihen, insbesondere im höherverzinslichen Bereich. Hier ist zwar nach der positiven Entwicklung der vergangenen Monate die Kursphantasie begrenzt, langfristig sollte dieser Anleihesektor aufgrund der höheren Kupons jedoch Übergewichtet bleiben. Etwas reduziert haben wir die Aussichten für den US-Dollar: Selbst, wenn sich in der langen Frist die gegenwärtige Wirtschaftspolitik in den USA über die hohen Defizite negativ für die US-Währung auswirken sollten, wirkt sie zunächst erstmal unterstützend.

Ihr

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

**Aktuelle Positionierung**

Das Kapitalmarktumfeld bleibt konstruktiv. Angesichts eines fortschreitenden Konjunkturaufschwungs gehen wir von gut unterstützten Aktien und Credit-Märkten auf Jahressicht aus. Mit Blick über die kommenden Monate sehen wir die Risiken für eine Kurskorrektur jedoch durchaus als erhöht an. Die Stimmungshaltung der Investoren hinsichtlich der künftigen Wachstums- aber auch Marktentwicklung ist auf hohen, optimistischen Niveaus. Entsprechend unserer Erwartung eines weiteren Renditeanstiegs und der damit verbundenen Präferenz für eine spürbar geringere Zinsduration, dürften die Risikomärkte angesichts erhöhter Bewertungsniveaus vermehrter Kursrücksetzer ausgesetzt sein. Die zuletzt schwächere Wertentwicklung von Technologiewerten kann hier bereits ein Vorbote sein. Die taktisch zurückhaltende Marktmeinung wird mit der Maiausgabe des Investmentbriefs durch Gewinnmitnahmen bei Hochzinsanleihen komplettiert, so dass folglich Unternehmensanleihen auf kürzere Sicht im Portfoliokontext ebenfalls neutral ausgerichtet werden sollten. Als einzige Übergewichtung halten wir unverändert an EM-Anleihen fest. Bei Währungen ist mit Blick auf den EUR-USD eher von einem schwankungsreichen Seitwärtstrend auszugehen. Da sich die fundamentalen Argumente momentan die Waage halten (USD-negativ: US-Doppeldefizit vs. USD-positiv: Zins- und Wachstumsdifferenz), werden aktuell keine starken aktiven FX-Gewichtungen bevorzugt. Gold bleibt strukturell spannend, in Folge der Kurskonsolidierung bieten sich auch im Rahmen der Taktik wieder Chancen.

	<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		

## Corona-bedingte starke Ausschläge bei Konjunkturdaten

Derzeit werden extrem gute Konjunkturdaten und Stimmungsumfragewerte gemeldet, die von der Nachholbewegung nach der Corona-Durststrecke getrieben sind. Im Vergleich zu vor einem Jahr, als die Corona-Rezession weltweit ihren Tiefpunkt erreichte, fallen viele Konjunkturindikatoren, die im Vorjahresvergleich gemessen werden, extrem hoch aus – ein sogenannter Basiseffekt. Dieser wird jedoch zum Sommer hin teilweise schlagartig und in erheblichem Ausmaß nachlassen. Ein ähnliches Durcheinander gibt es auch bei den Inflationsdaten.

Der durch die Corona-Auswirkungen verursachte Datenwirrwarr wird noch eine ganze Weile anhalten. Über die Sommermonate hinweg könnte dies kräftigere Schwankungen an den Märkten auslösen und zwischenzeitlich den Blick auf die grundsätzlich konstruktiven Kapitalmarktperspektiven vernebeln.

## 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 %)

- 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 %)

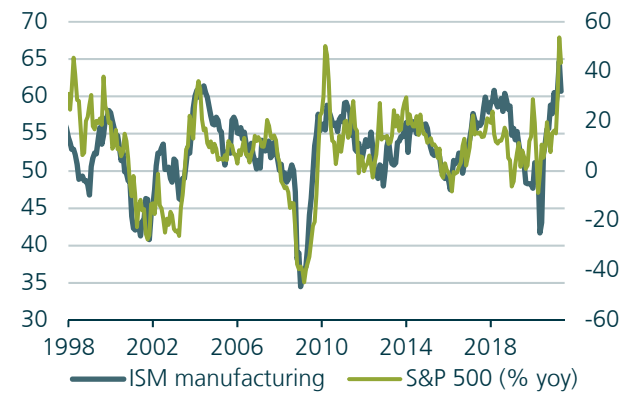
- Corona-Pandemie ebbt dank zügiger Durchimpfung großer Teile der Weltbevölkerung schnell ab. Produktion und Konsum können wieder ungehindert wachsen.
- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz zunehmender Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem 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

Mit der Maiausgabe unseres Investmentbriefs schärfen wir unsere Sicht auf risikobehaftete Anlageklassen. Neben der bereits bestehenden Präferenz für eine taktisch neutrale Aktienausrichtung nehmen wir nun ebenfalls unsere Einschätzung für Unternehmensanleihen zurück auf neutral. Wir sehen eine ausgewogene Risikoneigung und damit eher abwartende Haltung zunächst als adäquate Ausrichtung an. Die Erwartungshaltung der Strategen und Investoren ist aus unserer Sicht zu optimistisch. Nach einer derartig starken Rallye, sowohl was die Kursentwicklungen für Aktien und Unternehmensanleihen seit den Corona-Tiefs aus dem letzten Jahr betrifft, als auch den „Boom“ bei den Frühindikatoren für Wirtschaftswachstum, erachten wir ein Abflachen der enorm positiven Dynamik inkl. Stimmungsabkühlung als eher wahrscheinlich. Klar defensiv und untergewichtet haben wir uns hinsichtlich Zinsänderungsrisiken ausgerichtet.

Der sprunghafte Anstieg in der Inflation bleibt derzeit das beherrschende Thema an den Kapitalmärkten. Insbesondere die Renditen von Bundes- und Peripherieanleihen sind zuletzt weiter angestiegen. In unserer Anlagestrategie haben wir eine kürzere Duration über alle Staatsanleihe-segmente der Industrieländer eingenommen. Die Renditen haben angesichts der starken Wachstumserholung weiteres Aufwärtspotential. Bisher zeigen sich die Aktien hiervon noch relativ unbeeindruckt. Weiterhin gilt die Annahme, dass es sich nur um ein temporäres Phänomen handelt, das die Notenbanken zu keiner geldpolitischen Straffung zwingt. Trotz eines Anstiegs der US-Verbraucherpreise im April um 4,2 % (gegenüber Vorjahr) hielten sich die Gewinnmitnahmen in der vergangenen Woche mit etwa 4 % stark in Grenzen und die Indizes konnten nach nur wenigen Tagen zu den Höchstständen zurückkehren. Dennoch hat die Aufwärtsdynamik an den Aktienmärkten zuletzt spürbar nachgelassen. Seit Mitte April bewegen sich S&P 500 und DAX in einer engen Handelsspanne seitwärts. Das fundamentale Umfeld spricht aufgrund eines starken Wirtschaftswachstum sowie der anhaltenden geld- und fiskalpolitischen Unterstützung unverändert für eine Anlage in Aktien. Taktisch bleibt das Risiko einer spürbaren Korrektur jedoch bestehen. Infolge der jüngsten Seitwärtsbewegung handeln die meisten Indizes nur knapp oberhalb kritischer Unterstützungsmarken. Möglicher Auslöser für eine Korrektur kann ein Überrollen der Stimmungsindikatoren für Wirtschaftswachstum sein.

## ISM-Index vs. US-Aktienmarkt (ggü. Vorjahr)



Quellen: Bloomberg, DekaBank

Hinweise auf einen nachhaltigen Aktieneinbruch (> 20%) sind dagegen nach wie vor nicht zu identifizieren. Die Kreditmärkte zeigen sich trotz steigender Anleiherenditen weiterhin äußerst robust und die Risikoaufschläge verharren nahe der historischen Tiefstände.

Bei Rohstoffen wird an der Präferenz für eine leicht erhöhte Goldbeimischung festgehalten. Die Übergewichtung von Gold im Umfeld ansteigender Renditeniveaus basiert vor allem auf der Erwartung zunehmender Inflations-sorgen. Ob und wie stark die Preisanstiege auf globaler Ebene bzw. regionalspezifisch ausfallen, bleibt letztendlich abzuwarten. Die zunächst preistreibenden Basiseffekte im Nachgang der Covid-Rezession werden jedoch aus unserer Sicht im Fokus stehen und den Goldpreis weiter unterstützen. Nach dem zuletzt starken Kursanstieg ist eine zeitweilige Konsolidierung durchaus wahrscheinlich. Zwischenzeitliche Kursrückgänge möchten wir zum Ausbau der aktuell nur leichten Übergewichtung nutzen.

## AKTIEN

Die Aktienmärkte bleiben aus fundamentaler Sicht gut unterstützt. Infolge des weltweiten Impffortschritts werden die Wachstumserwartungen nach oben revidiert und die gestiegenen Inflationsraten von den Zentralbanken als nur temporär eingestuft. Mit einer Straffung der expansiven Geldpolitik ist daher bis auf weiteres nicht zu rechnen. Der Anstieg in den Anleiherenditen hat zwar auf Branchenebene zu stärkeren Umschichtungen geführt, die Indizes insgesamt jedoch nur kurzzeitig unter Druck gebracht. Während sich die asiatischen Märkte seit Februar in einer Konsolidierungsphase befinden, sind die Notierungen in den USA und Europa zwischenzeitlich auf neue historische Bestmarken gestiegen. Die Indizes liegen seit Jahresanfang etwa 10 % im Plus, haben zuletzt jedoch etwas an Aufwärtsdynamik verloren. Mittlerweile scheint doch ein großer Teil der konjunkturellen Erho-

lung ausreichend in den Kursen reflektiert. Selbst die außergewöhnlich starke Berichtssaison der Unternehmen konnte keine weiteren Impulse mehr setzen. Dabei wurden nicht nur die Erwartungen der Analysten mehrheitlich übertroffen, sondern auch das Ausmaß der Geschäftsentwicklung überraschte ausgesprochen positiv. Verglichen mit dem ersten Quartal 2020 sind die Gewinne im S&P 500 um 40 % und im Stoxx 600 sogar um knapp 60 % gestiegen. Dennoch blieb das Preismomentum aus und auf Einzeltitelebene waren sogar stärkere Kurskorrekturen zu beobachten („sell-on-good-news“). Vieles deutet darauf hin, dass nach den zuletzt sehr starken Aufwärtsrevisionen, das Wachstum im Laufe des zweiten Quartals seinen Hochpunkt erreicht. Dies zeigt sich auch in den Stimmungsindikatoren für die US-Wirtschaft. Nachdem der Einkaufsmanagerindex (ISM) im März mit einem Wert von 64,7 das höchste Niveau seit 1983 erreicht hatte, fiel der Indikator im vergangenen Monat auf 60,7 zurück.

## Hohe Wachstumserwartungen eingepreist



Quellen: basierend auf Gewinnen der vergangenen 12 Monate, Bloomberg, DekaBank  
Zeitraum: 01.01.1995 – 30.04.2021

Wir halten daher im Rahmen der taktischen Einschätzung der Kapitalmärkte unverändert an der neutralen Aktienquote fest. Infolge der starken Kursgewinne scheinen die klassischen Bewertungskennziffern alles andere als attraktiv. Aber auch die Risikoprämie für Aktien ist zuletzt weiter gefallen. Gleiches gilt für die Positionierung und Stimmung der Investoren, die sich nach wie vor auf hohen Niveaus bewegen. Gerade in den vergangenen Monaten ist das Volumen kreditfinanzierter Wertpapierkäufe in den USA mit 820 Mrd. US-Dollar auf ein neues Allzeithoch gestiegen. Dies entspricht einem Wachstum von mehr als 70 % gegenüber dem Vorjahr und hat damit die Bestmarken aus den Jahren 2000 und 2007 erreicht. Ein Warnsignal, das es aus taktischer Sicht zu beobachten gilt. Aber auch im Hinblick auf die Saisonalität an den Märkten, der Mai gehört traditionell nicht zu den besten Börsenmonaten, sollte eine Konsolidierung nicht wirklich überraschen. Ein möglicher Auslöser für spürbare Gewinnmitnahmen in den kommenden Monaten könnte durchaus eine Fortsetzung der Kurvenversteilerung

am Rentenmarkt sein. Dagegen gibt es für einen nachhaltigen Einbruch keine entsprechenden Signale. Da die strategische Sicht auf Aktien unverändert positiv ausfällt, bleiben Kurskorrekturen entsprechend potenzielle Kaufgelegenheiten für eine Aufstockung der Quote.

## Kreditfinanzierte Wertpapierkäufe in den USA

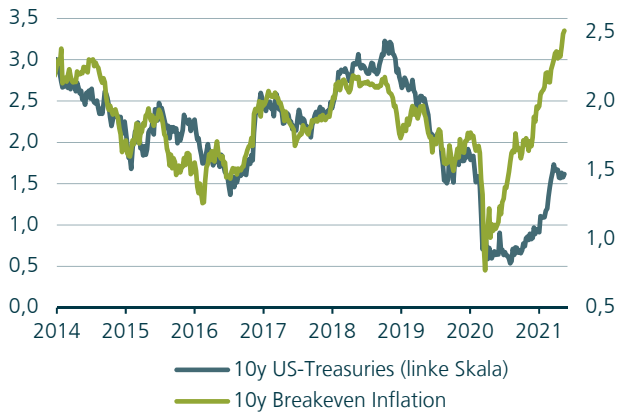


Quellen: BAML, DekaBank  
Zeitraum: 01.01.1998 – 30.04.2021

## STAATSANLEIHEN

Nach der deutlichen Kurvenversteilerung in den Monaten Februar und März hat die Aufwärtsdynamik bei den Anleiherenditen zuletzt etwas nachgelassen. Die unterliegenden Trends eines starken Wirtschaftswachstums und einer zumindest temporär anziehenden Inflation bleiben jedoch bestehen. Auch wenn es seitens der Notenbanken noch keinen Hinweis auf eine bevorstehende geldpolitische Straffung gibt, sollte sich der Renditeanstieg mittelfristig weiter fortsetzen. Wir halten daher im Rahmen der taktischen Anlagestrategie an unserer vorsichtigen Einschätzung hinsichtlich Zinsänderungsrisiken fest. In dem Zusammenhang wurde die Portfolioduration über den Abbau kerneuropäischer Staatsanleihen und der Euro-Peripherie zuletzt weiter reduziert. Dies gilt auch für US-Treasuries, die in der relativen Betrachtung deutlich untergewichtet werden. Die am Markt gepreisten Inflationserwartungen sind trotz einer Konsolidierung in den Anleiherenditen jüngst weiter angestiegen. Dabei hat die 10-jährige „Breakeven Inflation“ in den USA mit 2,5 % das höchste Niveau seit 2013 erreicht und hinterlässt eine große Lücke zu den langlaufenden Staatsanleihen. Ein Renditeanstieg 10-jähriger US-Treasuries auf 2,0 % sowie eine Rückkehr der Bundesanleihen in den positiven Bereich scheint in den kommenden Monaten daher durchaus realistisch.

## Inflationserwartung und Rendite US-Treasuries



Quellen: Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2014 – 14.05.2021

Mit am stärksten betroffen vom Zinsanstieg im ersten Quartal waren die Anleihen der Emerging Markets. Zusätzlich zum Aufwärtstrend bei den Renditen hatten sich auch die Risikoprämien leicht ausgeweitet. Im Zuge der jüngsten Konsolidierung am Rentenmarkt konnte sich die Situation jedoch deutlich stabilisieren. Die Risikoaufschläge haben sich wieder bis auf die Jahrestiefstände eingeeengt und die Renditen sind in der Folge um etwa 40 Basispunkte seit Anfang April gefallen. Dennoch bleiben die Emerging Markets sowohl innerhalb der Staatsanleihen als auch relativ zu Corporate Bonds im Rahmen der Anlagestrategie eindeutig präferiert und auch deutlich übergewichtet. Dies gilt sowohl für Hartwährungsanleihen, als auch für Emissionen in lokaler Währung. Das größte Risiko für die Emerging Markets geht neben weiter steigenden US-Renditen von einer spürbaren Aufwertung des US-Dollars aus. Wir empfehlen daher, nach einer zuletzt freundlichen Entwicklung, sich gegen potenzielle Verluste der EM-Währungen abzusichern.

## Emerging Market Anleihen weiterhin attraktiv



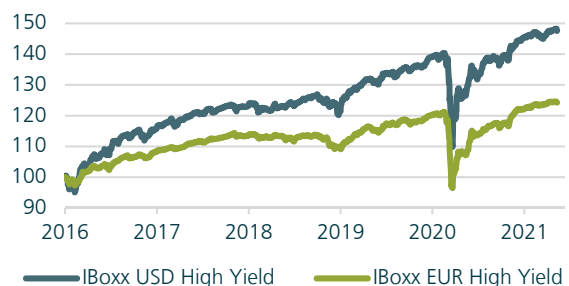
Quellen: Bank of America Emerging Markets Government Bond Index USD, Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 10.05.2021

## UNTERNEHMENSANLEIHEN

Die Coronavirus-Pandemie erweist sich auf sektoraler Ebene als Belastungsfaktor und hat einige Branchen hart getroffen. Das Risiko zunehmender Kreditausfälle ist in einem Umfeld steigender Zinsen und Inflation gegeben, zumal sich die weltweite Verschuldung auf Rekordniveaus bewegt. Insbesondere bei den weniger solide aufgestellten Unternehmen aus dem Hochzinssegment ist mit einer steigenden Anzahl von Insolvenzen und dem damit verbundenen Ausfall der Anleihen zu rechnen. Viele Unternehmen schwächerer Bonität sind auf die Stützungsprogramme der Zentralbanken angewiesen, um Finanzierungsschieflagen zu vermeiden. Der Höhepunkt bei den Ausfallraten sollte immerhin bereits durchschritten worden sein, was diesbezüglich für eine künftig rückläufige Entwicklung spricht. Die enormen geld- und fiskalpolitische Unterstützungsmaßnahmen befeuern die in diesem Jahr laufende Konjunkturerholung mit global hohen Wachstumsraten und steuern der Verschuldungskrise entgegen. Angetrieben von den beiden größten Volkswirtschaften der Welt, USA und China, gelingt die V-förmige makroökonomische Umkehr. Die reduzierten Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten von Negativszenarien haben den Verlauf der Kreditmärkte positiv beeinflusst. Der Hochzinsbereich hat sich schnell und deutlich von der Krisensituation im Vorjahr erholen können. Die prozentuale Entwicklung der High-Yield-Anleihen hat die Performancedelle aus dem Vorjahr längst überwunden, das Segment notiert sowohl in den USA als auch in Europa höher als zum Zeitpunkt des Vorkrisenniveaus im Februar 2020.

Die Eurozone hinkt der positiven Entwicklung deutlich hinterher. Euroland befand sich im Winterhalbjahr in einer Situation des Abschwungs – mit negativen BIP-Wachstumszahlen für die letzten beiden Quartale. Entgegen der relativ schwachen Konjunkturdaten weisen die Unternehmen ein hohes Gewinnwachstum aus. In der ökonomischen Phase einer technischen Rezession beeindruckten die insgesamt guten und dazu auch besser als erwarteten Quartalsberichte europäischer Konzerne. Die Aufwärtsrevisionen der Analysten setzen sich dementsprechend fort.

## Wertentwicklung von Hochzinsanleihen



Quellen: Refinitiv, DekaBank.  
Zeitraum: 01.01.2016 – 13.05.2021

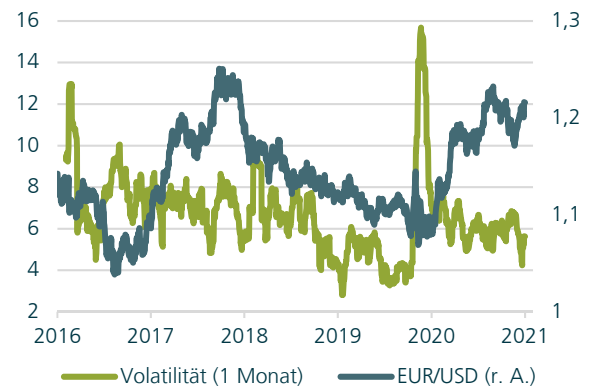
Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen bewegen sich auf historisch niedrigen Niveaus. Die Zentralbankenliquidität sorgt mit entsprechenden Ankaufprogrammen dafür, dass die Kapitalmarktteilnehmer auf der Jagd nach Rendite in den Segmenten beherzt zugreifen. Noch wird die Neuemissionsflut am Primärmarkt durch Überzeichnungen vollständig absorbiert. Unternehmen sind in der Position, ihre Anleihen problemlos platzieren zu können, denn die Aufnahmebereitschaft von Neuemissionen unter den Investoren ist robust. Neben dem Zeichungsverhalten bei neuen Transaktionen ist auch auf dem Sekundärmarkt weiterhin eine hohe Nachfrage zu verzeichnen.

Die fortgeschrittene Investoreneuphorie führt zu einer neutralen Ausrichtung bezüglich der gesamten Risikoneigung im Portfoliokontext. Ein Überrollen der hohen Niveaus zahlreicher Wachstumsindikatoren ist wahrscheinlicher geworden. Eine Normalisierung auf moderatere Niveaus reicht dabei aus, um eine ausgeprägte Konsolidierungsphase auszulösen. Aufgrund kurzfristig begrenzter Potenziale ist die leicht übergewichtete Hochzinspositionierung im April in Richtung Neutralstellung abgebaut worden. Seither wird die Anlageklasse Unternehmensanleihen insgesamt ebenfalls neutral eingeschätzt. Unter den hochverzinslichen Unternehmensanleihen werden Euro-Emittenten relativ zu US-Papieren vergleichbarer Bonität etwas bevorzugt.

## WÄHRUNGEN

Der makroökonomische Ausblick verbessert sich global betrachtet weiter, Einkaufsmanagerindizes bewegen sich im expansiven Bereich und Aufwärtsrevisionen bezüglich der Wachstumsraten sind zu beobachten. Neben den Impffortschritten und den damit einhergehenden Lockerungsmaßnahmen befeuern vor allem üppige Operationen aus der Geld- und Fiskalpolitik den weltweiten Konjunkturmotor. Der handelsgewichtete US-Dollarkorb (DXY Index) korrigiert im zweiten Quartal des Jahres und gibt die seit Jahresbeginn aufgelaufenen Gewinne fast vollständig wieder ab. Vor dem Hintergrund einer allgemeinen US-Dollarstärke im ersten Quartal des Jahres verlor auch der Euro gegenüber dem Dollar ausgehend von Kursen oberhalb der Marke von 1,23 Dollar bis in den Bereich um 1,17 Dollar hinab. Seit Beginn des zweiten Quartals setzt jedoch eine Gegenbewegung ein und es werden wieder Kurse um 1,21 markiert. Aus der technischen Perspektive dominiert damit kurzfristig ein Aufwärtstrendkanal zu Gunsten der Gemeinschaftswährung. Die Long-Positionierung beim Euro hat sich über die letzten Wochen abgebaut. Ebenfalls sehr unauffällig bewegt sich die Volatilität des Währungspaares. Die realisierte Schwankungsbreite auf Monatsbasis notiert mit nur etwa 5 % so tief wie zuletzt 2019 und hat damit den Corona-bedingten Anstieg von vor einem Jahr komplett zurückgeführt.

## Euro-Dollar-Kurs & realisierte Monatsvolatilität



Quellen: Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 10.05.2016 – 10.05.2021

Die Rückbildung der Wechselkursvolatilität auf die Tiefstände des ersten Quartals 2020 beim EUR-USD-Wechselkurs verläuft etwas überraschend – angesichts der Unsicherheiten bezüglich divergierender Wachstums- und Zinsdifferenziale sowie unterschiedlicher Volumina bei den Konjunkturpaketen. Die zunächst positiver werdende Wachstumsdifferenz der USA vs. den übrigen G7 Staaten spricht gegen eine Dollarabwertung. Der „American Rescue Plan“ der Biden-Administration in Höhe von etwa 1.600 Mrd. € übersteigt das Volumen des europäischen Wiederaufbaufonds (750 Mrd. €).

## Wertentwicklungstabellen:

### US High Yield Index

13.05.2011	13.05.2012	13.05.2013	13.05.2014	13.05.2015	13.05.2016	13.05.2017	13.05.2018	13.05.2019	13.05.2020
5,20%	14,17%	6,22%	1,96%	-1,72%	14,35%	3,25%	5,49%	-3,71%	19,16%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

### Euro High Yield Index

13.05.2011	13.05.2012	13.05.2013	13.05.2014	13.05.2015	13.05.2016	13.05.2017	13.05.2018	13.05.2019	13.05.2020
2,84%	18,77%	10,08%	4,12%	0,39%	9,49%	3,31%	1,61%	-5,03%	16,34%

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:** 25.05.2021

**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