



Verehrte Leserinnen und Leser,

die erste Halbzeit des Kapitalmarktjahres ist um, und die Bilanz ist nicht schlecht. Die großen Aktienmärkte legten mit zweistelligen Prozentsätzen zu, ebenso die Rohstoffpreise. Bei den Anleihen sah das Ergebnis gemischt aus: Aufgrund des moderaten Anstiegs des gesamten Zinsniveaus gingen die Kurse bei Staatsanleihen und Unternehmensanleihen hoher Bonität leicht zurück, bei Hochzinsanleihen hingegen fielen weiterhin gute Gesamterträge an. Ohne Chance auf positive nominale Zinsen, geschweige denn auf realen Kaufkraftverlust, bleiben dagegen die Bankeinlagen. Trotz der Erholung der Weltwirtschaft vom Corona-Schock hat es keine Notenbank eilig mit der Normalisierung der Geldpolitik. In der Folge werden bei Bankeinlagen in immer breiterem Umfang Verwahrtgelte notwendig – eine Entwicklung, die wir als anhaltend ansehen. Das große Thema an den Märkten war die Diskussion um Überhitzung und Überforderung der Wirtschaft durch fortdauernde fiskalische Ausgabenprogramme der Staaten. Die Schnelligkeit und insbesondere das Ausmaß des Nachfrageanstiegs nach dem Fall der Corona-Beschränkungen überforderte den Unternehmenssektor. Es ist eben einfacher, die Wirtschaft per Schließungsgesetz anzuhalten, als sie danach wieder anfahren zu lassen. Das sorgte weltweit für Produktions- und Lieferengpässe, von der Chip-Industrie und den davon besonders betroffenen Autoherstellern bis hin zu den vielerorts fehlenden Transportcontainern. Corona-bedingte Teilschließungen, insbesondere in wichtigen Schwellenländern, aber auch die Havarie eines Containerschiffs im Suez-Kanal, verschlimmerten die Lage zusätzlich. Die Weltwirtschaft steht also zweifellos unter Produktionsstress.

Das bedeutet, dass wir taktisch bei Aktien noch zurückhaltend bleiben und mit einer neuen Aktienübergewichtung warten. Auch die Anleihe-segmente außerhalb der Staatsanleihen (Income-Anleihen) haben wir vorübergehend auf neutral gestellt. Der eine oder andere Rücksetzer im Kursgeschehen des zweiten Halbjahres erscheint uns wahrscheinlich, nicht zuletzt deshalb, weil die saisonal schwachen Börsenmonate unmittelbar vor uns liegen. An der zentralen Botschaft ändern die kurzfristigen Überlegungen jedoch nichts: Strategisch, also auf die längere Frist, werden die kommenden Jahre gute Wertpapierjahre.

Ihr

Jörg Boysen
Chefanlagestrategie Deka Investment

Aktuelle Positionierung

Mit der ersten Ausgabe unseres Deka-InvestmentBriefs im zweiten Halbjahr 2021 bleibt es bei der Präferenz für eine eher zurückhaltende Ausrichtung in den Risikoanlageklassen. Dies betrifft sowohl Aktien als auch alle Income-Segmente. Im Vergleich zur letzten Ausgabe haben wir an unserer Strategie festgehalten und nun ebenfalls Schwellenländeranleihen zurück auf Neutral genommen. Trotz der bereits angestiegenen Kursschwankungen an den Aktienmärkten und teilweise deutlichen Kurskorrekturen, u.a. in einzelnen EM-Regionen, sehe wir noch keinen guten Zeitpunkt für eine erneute taktische Aktienübergewichtung gekommen. Die Marktbreite (Anzahl der Titel mit aufsteigendem Aktientrend) hat gerade in den letzten Handelswochen deutlich abgenommen. Zudem deutet der Renditerückgang bei bonitätsstarken Staatsanleihen zumindest auf eine abnehmende konjunkturelle Dynamik hin. Da im makroökonomischen Hauptszenario von einer Fortsetzung des Aufschwungs über das zweite Halbjahr hinaus ausgegangen wird, sollten die Risikomärkte nach einer Bereinigung der noch weitgehend vorhandenen Investoreneuphorie wieder zurück zu stabileren Aufwärtstrends in Richtung Jahresende finden. Gleiches gilt auch für die Renditeentwicklung von Bundesanleihen und US-Treasuries. Bis dahin ist aber noch Zeit. Angesichts der erwarteten Kursirritationen dürfte aus unserer Sicht eine Goldbeimischung aus Diversifikationsgesichtspunkten attraktiv sein. Sowohl kurz- als auch langfristig sehen wir hier im Umfeld deutlich negativer Realrenditen positive Kurschancen.

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

Ruckeliger Nach-Corona-Erholungspfad

Die Erholung verläuft nicht geradlinig, es wird ruckelig. Die Delta-Variante des Coronavirus sorgt für eine weitere Welle von Verunsicherung. Doch die Impfkampagnen schreiten voran, und es stehen Lockerungen von den Corona-Beschränkungen auf der politischen Agenda. Die Notenbanken unterstützen die Konjunktur noch für geraume Zeit. Seitens der Finanzpolitik schließen sich an die Unterstützungsmaßnahmen und Konjunkturprogramme nun umfangreiche Investitionspläne an.

Dieses Ruckeln bedeutet eine höhere Volatilität an den Finanzmärkten. Sie wird sich aber nur in einer kurzfristigen Korrektur an den Aktienmärkten – im gut unterstützten langfristigen Aufwärtstrend – niederschlagen und uns mitnichten aus der Ruhe bringen.

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

Während sich die Aktienmärkte außerhalb der USA bereits seit einigen Monaten in einer Konsolidierungsphase befinden, bewegte sich der S&P 500 zuletzt von Allzeithoch zu Allzeithoch. Die bisher nur geringen Kursrücksetzer sind häufig schon beendet, bevor sie überhaupt erst so richtig begonnen haben. Dennoch hat sich global betrachtet die Aufwärtsdynamik an den Märkten eher abgeschwächt. Das wird sehr deutlich bei einem Blick auf die Wertentwicklung von Schwellenländeraktien. Seit Jahresbeginn befinden sich EM-Titel in einer Konsolidierungsphase. Zuletzt beschleunigte sich mit Blick auf chinesische Aktien der Abwärtstrend. Im Gegensatz zu den USA haben mittlerweile vor allem die großen EM-Technologieschergewichte wie Tencent oder Alibaba erheblich an Wert verloren.

US- vs. EM-Aktienmarkt (Indexpunkte)

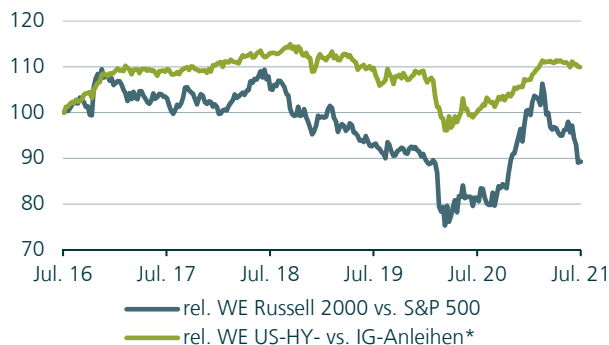


Quellen: Bloomberg, DekaBank. Zeitraum: 23.07.2016 – 23.07.2021

Abseits der Aktienregionen verrät aber auch ein Blick auf die relative Wertentwicklung von kleineren Unternehmen, dass die Dynamik an den Aktienmärkten abnimmt. Gleichermäßen abgeschwächt hat sich in der Anlageklasse Unternehmensanleihen die Wertentwicklung von HY- vs. IG-Emitenten. Die somit abnehmende Marktbreite gibt dementsprechend derzeit noch keine Entwarnung für eine erneut konstruktivere Ausrichtung unserer Anlagestrategie. Die negativen Divergenzen nehmen über alle Anlageklassen sogar eher weiter zu, als dass wir Signale für eine zeitnahe Rückkehr zu einem konstruktiv erscheinenden Handelsbild bekämen.

Mit der Juliausgabe des Investmentbriefs halten wir an einer insgesamt ausgewogenen Allokation fest, was sowohl die Aktien- als auch die Income-Segmente einschließt. Die bisherigen Korrekturen an den Märkten werden noch nicht als Kaufgelegenheit interpretiert, um in eine spürbare Aktienübergewichtung zurückzukehren. Weder Positionierung noch Sentiment unter den Investoren haben sich in einer Form abgekühlt, dass man bereits von einer Bereinigung sprechen könnte. Ordentlich Bewegung gab es hingegen schon bei den Renditen für bonitätsstarke Staatsanleihen.

Relative Wertentwicklung (WE) von US-Small Cap-Aktien und US-High Yield-Anleihen (Index: 23.07.2016=100)



* ICE BofA US High Yield Index vs. ICE BofA US Corporate Index
Quellen: Bloomberg, DekaBank. Zeitraum: 23.07.2016 – 23.07.2021

Der zuletzt fallende Trend bestätigt uns in der Annahme einer langsameren Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr. Von einer Trendwende in der Konjunktur gehen wir allerdings nicht aus, sodass die in Teilen stark rückläufigen Renditen perspektivisch wieder ansteigen sollten. In der Konsequenz bleiben Zinsänderungsrisiken auch weiterhin untergewichtet, und eine Aufstockung der Duration auf dem aktuell niedrigen Renditeniveau erscheint wenig attraktiv. Vielmehr spricht der erneute Rückgang in der Realverzinsung für eine taktische Erhöhung von Goldbeimischungen. In den USA ist die 10-jährige Realrendite unter Berücksichtigung zuletzt weitestgehend stabiler Inflationserwartungen wieder in Richtung der historischen Tiefstände auf etwa -1% zurückgefallen. Ein Niveau, das in der Vergangenheit meist mit einem Goldpreis zwischen USD 1900 und 2000 einherging. Aktuell notiert das Edelmetall mit etwa USD 1800 spürbar darunter. Im Rahmen der Anlagestrategie kehren wir somit zur Empfehlung einer leichten Übergewichtung von Gold gegenüber den strategischen Vergleichsgrößen zurück.

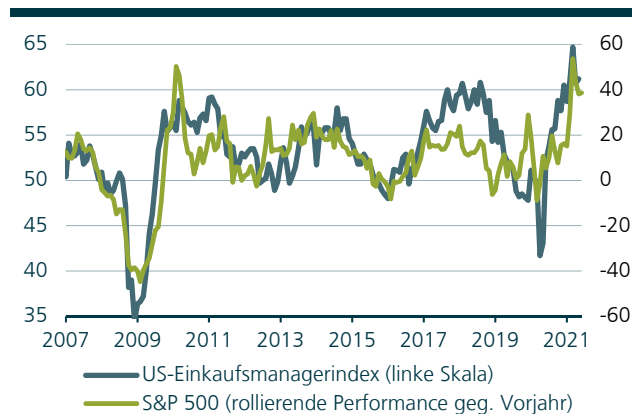
AKTIEN

Das weltweit starke Wirtschaftswachstum und eine dynamische Erholung der Unternehmensgewinne haben im ersten Halbjahr zu einer Fortsetzung der Rally an den Aktienmärkten geführt. Die Indizes in den USA und Europa liegen per Ende Juni mit plus 15% in etwa gleichauf, während Japan und die Emerging Markets 8% an Wert gewinnen konnten. Die Annahme, dass es sich bei der zuletzt deutlich gestiegenen Inflation nur um ein temporäres Phänomen handelt und die Notenbanken zunächst an ihrer expansiven Politik festhalten, sorgt zusätzlich für Unterstützung.

Der überraschende Renditerückgang am Rentenmarkt hat jüngst jedoch zu einer gewissen Verunsicherung und einem Anstieg in der Volatilität geführt. Während die US-Indizes aufgrund der Stärke der großen Technologiewerte bisher

noch relativ unbeeindruckt nahe der Allzeithochs notieren, kamen zyklische Märkte wie Europa und Japan kurzzeitig etwas mehr unter Druck. Insbesondere Sektoren, die zuvor von steigenden Renditen profitiert hatten, wie beispielsweise Autos und Banken, mussten stärkere Gewinnmitnahmen verkraften. Neben der Sorge vor einer weiteren Corona-Welle infolge von Virus-Mutationen deutet das Überrollen der Einkaufsmanagerindizes in den USA und China auf eine leichte Abkühlung in der Konjunkturdynamik im Laufe des zweiten Halbjahres hin.

Hochpunkt im US-Wachstum scheint erreicht



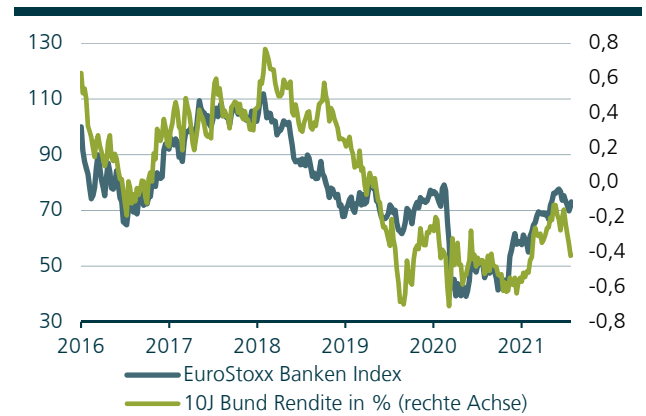
Quellen: ISM (verarbeitendes Gewerbe), Refinitiv, Dekabank
Zeitraum: 01.01.2007 – 30.06.2021

Wir haben daher im Rahmen der taktischen Anlagestrategie entschieden, an der neutralen Aktiengewichtung festzuhalten. Das Risiko einer Korrektur in einer Größenordnung von etwa 10% scheint auf Sicht der kommenden Monate weiterhin gegeben. In der Vergangenheit konnten die Rentenmärkte dies in Form von fallenden Renditen oftmals mit einem zeitlichen Vorlauf anzeigen. Nach den starken Mittelzuflüssen in Aktienfonds sollte eine Positionierungs-Bereinigung nicht überraschen. Der letzte Kursrückgang von mehr als 5% liegt mittlerweile acht Monate zurück. Er hatte sich im Vorfeld der US-Präsidentenwahl ereignet. Seither sind die Notierungen in den USA um 35% und in Europa sogar um bis zu 40% gestiegen. Aufgrund der beschriebenen Branchenrotation hat sich die Marktbreite jedoch deutlich verschlechtert, und der Aufschwung wurde, wie phasenweise schon im vergangenen Jahr, nur noch von wenigen großen Technologiewerten getragen. US-Small Caps konnten der Aufwärtsbewegung zuletzt dagegen nicht mehr folgen und befinden sich bereits seit Februar in einem Seitwärtstrend. Dies sind in der Summe taktische Warnsignale, die zumindest kurzfristig zu einer gewissen Vorsicht mahnen.

Die bereits laufende Berichtssaison über die Geschäftsentwicklung der Unternehmen im zweiten Quartal sollte hingegen die dynamische Erholung der Wirtschaft eindeutig widerspiegeln. Das erwartete Gewinnwachstum liegt nach stark positiven Revisionen für den S&P 500 beispielsweise bei

mittlerweile mehr als 60% gegenüber dem Vorjahr und dürfte kurzfristig daher kaum mehr positive Kursimpulse auslösen. Die Strategie, die Aktienquote nach einer spürbaren Korrektur und einer Abkühlung der Investorenstimmung aufzustocken, bleibt unverändert bestehen.

Bankenaktien Euroland und Bundrendite



Quellen: Refinitiv, Dekabank
Zeitraum: 01.01.2016 – 23.07.2021

STAATSANLEIHEN

Während sich die Aktien in den vergangenen Monaten ausgesprochen robust zeigten und ihren Aufwärtstrend zumindest global fortsetzen konnten, war am Rentenmarkt eine deutliche Verflachung der Zinskurve zu beobachten. Trotz starken Wirtschaftswachstums und eines sprunghaften Anstiegs in der US-Inflation auf zuletzt 5,4% gegenüber dem Vorjahr fielen die 10-Jahresrenditen bei Treasuries im Tief bis auf unter 1,25% und bei Bunds auf unter -0,40% zurück. Die Einschätzung der Notenbanken, dass der Preisauftrieb auf Sondereffekten beruht und daher nur temporärer Natur ist, lässt zunächst jedoch keine geldpolitische Straffung erwarten. Und auch der Beschäftigungsaufbau am US-Arbeitsmarkt – eine wesentliche Kennziffer für den Kurs der Federal Reserve – lag in den vergangenen Monaten kontinuierlich unter den Erwartungen der Ökonomen, was zumindest die Sorge vor einer aufkommenden „Lohn-Preis-Spirale“ dämpft. In der Folge haben Investoren langlaufende Anleihen gekauft und die ausgeprägte Short-Positionierung am Markt wurde spürbar reduziert.

Nach wie vor bewegen sich die längerfristigen Inflationserwartungen der Märkte („Breakeven Inflation“) in den USA jedoch oberhalb der geldpolitischen Zielmarke von 2%. In der Folge ist die Realrendite in den USA auf rund -1% zurückgefallen und handelt damit wieder in unmittelbarer Nähe der historischen Tiefstände. Dies scheint in Anbetracht der konjunkturellen Erholung und des starken Wirtschaftswachstums schlichtweg zu gering. Der jüngste Renditerück-

gang stellt in unseren Augen daher eine ausgeprägte Konsolidierungsphase dar, aber keine nachhaltige Trendumkehr. Auch wenn es für Zinserhöhungen der Notenbanken noch deutlich zu früh erscheint, dürfte im kommenden Jahr mit einer schrittweisen Reduktion der Anleihekäufe zu rechnen sein. Eine entsprechende Ankündigung könnte bereits im Laufe des dritten Quartals folgen und die Renditen mittelfristig wieder steigen lassen.

Wir halten daher im Rahmen der taktischen Anlagestrategie an unserer vorsichtigen Einschätzung hinsichtlich Zinsänderungsrisiken fest. Entsprechend werden Staatsanleihen in der relativen Betrachtung spürbar untergewichtet. Dies gilt auch für Anleihen der europäischen Peripherie, die verglichen mit den Hochs von Ende Mai ebenfalls einen deutlichen Renditerückgang von bis zu 40 Basispunkten verzeichnen konnten. In der Konsequenz hat sich die Risikoprämie zu Bunds wieder in Richtung der historischen Tiefstände eingeeengt, was bewertungsseitig auf dem aktuellen Niveau wenig attraktiv erscheint.

Inflationserwartungen und Treasury-Renditen*

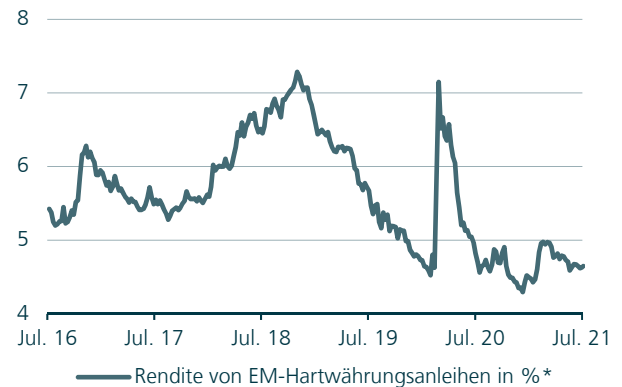


* in %. Quellen: Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2016 – 23.07.2021

Im Bereich der Staatsanleihen konnten die Emerging Markets im zweiten Quartal mit Abstand die beste Wertentwicklung erzielen. Nachdem die Renditen bis Ende März im Gleichlauf mit den US-Treasuries zunächst spürbar angestiegen waren, kam es in den vergangenen Monaten zu einer deutlichen Trendumkehr, und die erlittenen Kursverluste konnten weitestgehend wieder aufgeholt werden. Wir haben daher im Rahmen der taktischen Anlagestrategie entschieden, das Übergewicht in EM-Anleihen in Richtung neutral zu reduzieren. Nach vorne blickend haben die wirtschaftlichen Risiken in den Schwellenländern aufgrund eines deutlich langsameren Impffortschritts zugenommen. Dies spiegelt sich bereits in den Frühindikatoren wider, die beispielsweise für China eine leichte Abkühlung im Wirtschaftswachstum signalisieren. Darüber hinaus neigte der US-Dollar zuletzt vermehrt zur Stärke, was in der Vergangenheit oftmals ein herausforderndes Umfeld für Schwellenländeranlagen darstellte. Viele

Emerging Markets halten ihre Fremdverschuldung vor allem im Greenback.

Erneuter Renditerückgang bei EM-Anleihen

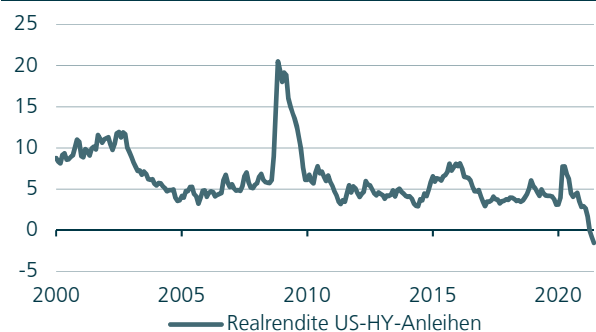


* Bank of America Emerging Markets Government Bond Index (USD)
Quellen: Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2016 – 23.07.2021

UNTERNEHMENSANLEIHEN

Die Anlageklasse ist zweifellos einer der Hauptprofiteure der ultra-expansiven Geldpolitik im Zusammenhang mit der Corona-Krise. Die Risikoprämien sowohl für Investmentgrade als auch für Hochzinsanleihen befinden sich in Folge der starken Kursrallye in der Nähe historischer Tiefstände. Unterstützt wurde die Bewegung durch anhaltend positive Mittelbewegungen, insbesondere seitens institutioneller Investoren. Fundamental beachtenswert ist die beeindruckende Rallye angesichts weiter ansteigender Verschuldungsgrade. Die Corona-Rezession hat bekanntlich nicht zu einer signifikanten Bereinigung von unprofitablen Geschäftsmodell geführt.

Realrendite von US-HY-Anleihen*



* ICE BofAML US High Yield Index, Realrendite in % p.a.
Quellen: Bloomberg, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2000 – 23.07.2021

Im Rahmen der Anlagestrategie sehen wir die Anlageklasse aufgrund der anhaltenden lockeren Geldpolitik zwar strukturell weiter als unterstützt an, sehen kurzfristig jedoch wenig Potenzial für weitere starke Spread-Einengungen. Dies betrifft

sowohl in Euro als auch in US-Dollar denominateden Unternehmensanleihen. Auch zwischen HY- und IG-Emittenten möchten wir aktuell keine Abstufung in der Attraktivitätseinschätzung vornehmen. Über das erste Halbjahr 2021 haben wir vorhandene Übergewichtungen in allen Segmenten zurückgeführt und warten nun auf neue aktive Positionierungschancen. Hier könnte sich durchaus im Zuge der unsererseits erwarteten Aktienmarktkorrektur im zweiten Halbjahr 2021 bereits eine Chance zum Wiedereinstieg ergeben. Aber auch hier gilt, lieber auf deutliche Preisreaktionen zu warten und nicht zu früh zuzugreifen. Die Anfälligkeit für einen doch deutlichen Mittelabzug seitens der Investoren wird bei der Betrachtung der Realrendite von US-HY-Anleihen deutlich. Angesichts der zuletzt deutlich angestiegenen US-Inflation befindet sich die reale Ablaufrendite bereits im negativen Bereich. Es bedarf also einer spürbaren Spread-Ausweitung, damit zumindest nach Abzug der Inflation wieder ein positiver Ertrag wahrscheinlich ist.

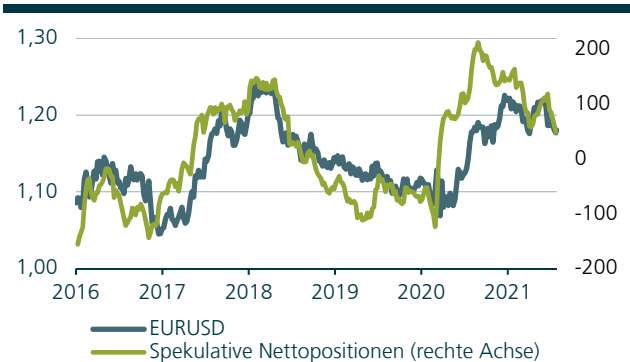
WÄHRUNGEN

Der US-Dollar zeigt sich in Anbetracht eines sprunghaften Anstiegs in den Verbraucherpreisen weiterhin relativ uneindruckt und kann gegenüber dem Euro nur leicht an Wert gewinnen. Die jüngsten Aussagen der Federal Reserve lassen zunächst noch keine Abkehr von der expansiven Geldpolitik erwarten. Entsprechend stabil ist auch die Zinsdifferenz zwischen Bundes- und US-Staatsanleihen am kurzen Ende. Die seit mittlerweile einem Jahr gültige Handelsspanne zwischen

1,16 und 1,23 hat weiterhin Bestand. Im Zuge des Seitwärtstrends haben sich jedoch am Terminmarkt die spekulativen Netto-Long-Positionen im Euro spürbar bereinigt. Sie befinden sich aktuell auf einem nur noch leicht erhöhten Niveau.

Eine nachhaltige Aufwertung des US-Dollars ist erst mit klaren Anzeichen einer geldpolitischen Straffung zu erwarten. Wie in vergangenen Zyklen auch, sollte die US-Notenbank diesbezüglich der Europäischen Zentralbank zeitlich deutlich vorauslaufen. Die Notwendigkeit einer Absicherung von Wechselkursrisiken beim US-Dollar scheint uns derzeit damit nicht gegeben.

EUR/USD-Wechselkurs zuletzt im Seitwärtstrend



Spekulative Nettopositionen in Tausend.

Quellen: CFTC, Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2016 – 23.07.2021

Tabellenanhang Wertentwicklung:

S&P 500

23.07.2006	23.07.2007	23.07.2008	23.07.2009	23.07.2010	23.07.2011	23.07.2012	23.07.2013	23.07.2014
23.07.2007	23.07.2008	23.07.2009	23.07.2010	23.07.2011	23.07.2012	23.07.2013	23.07.2014	23.07.2015
24,29%	-16,83%	-23,86%	12,94%	21,98%	0,41%	25,31%	17,41%	5,79%

23.07.2016	23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020
23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020	23.07.2021
13,68%	13,53%	7,07%	7,66%	36,35%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

MSCI Emerging Markets

23.07.2016	23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020
23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020	23.07.2021
21,96%	0,88%	-1,31%	2,09%	21,69%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

US High Yield Index

23.07.1999	23.07.2000	23.07.2001	23.07.2002	23.07.2003	23.07.2004	23.07.2005	23.07.2006	23.07.2007
23.07.2000	23.07.2001	23.07.2002	23.07.2003	23.07.2004	23.07.2005	23.07.2006	23.07.2007	23.07.2008
-0,79%	-1,29%	-7,22%	25,68%	11,66%	10,14%	4,14%	9,58%	-1,50%

23.07.2009	23.07.2010	23.07.2011	23.07.2012	23.07.2013	23.07.2014	23.07.2015	23.07.2016	23.07.2017
23.07.2010	23.07.2011	23.07.2012	23.07.2013	23.07.2014	23.07.2015	23.07.2016	23.07.2017	23.07.2018
27,23%	13,73%	6,42%	11,30%	8,35%	-1,02%	5,66%	10,55%	2,27%

23.07.2019	23.07.2020
23.07.2020	23.07.2021
2,49%	11,65%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

Investment Grade USA

23.07.2016	23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020
23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020	23.07.2021
2,39%	-1,53%	10,50%	12,41%	1,54%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

MSCI USA Small Cap Net Total Return USD Index

23.07.2016	23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020
23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020	23.07.2021
17,29%	18,67%	-2,67%	-3,38%	49,98%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

STOXX Europe 600 Banks

23.07.2015	23.07.2016	23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020
23.07.2016	23.07.2017	23.07.2018	23.07.2019	23.07.2020	23.07.2021
-37,25%	43,80%	-8,54%	-10,70%	-27,12%	36,75%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

Verwendete Abkürzungen:

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: 23.07.2021

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