

Verehrte Leserinnen und Leser,



die Rekordmeldungen reißen nicht ab. Auf der einen Seite gibt es täglich neue Nachrichten über Lieferengpässe in der Weltwirtschaft und steigende Energiepreise. Die Zeitungen sind voll von Diskussionen über die hohe Inflation. Auf der anderen Seite erreichen die Aktienmärkte in den USA und in Europa immer neue Höchststände. Wie passt das zusammen? Es ist richtig, dass die weltweite Produktion noch höher wäre, wenn die Unternehmen im vergangenen Jahr nicht so negativ in die Zukunft geschaut und nicht so konservativ geplant hätten. Die eigentliche ökonomische Überraschung während der Corona-Krise bestand in der Konstanz der Nachfrage aufseiten der privaten Haushalte. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wurde während der Lockdowns durch staatliche Unterstützungen stabil gehalten und stieg nach der Wiedereröffnung der Wirtschaften nochmals an. Das sorgt nun für Engpässe, die wiederum die Ursache für Preissteigerungen sind. Nach allem, was man aus der Unternehmenslandschaft hört, werden sich diese Engpässe in sehr unterschiedlicher Geschwindigkeit im nächsten und im übernächsten Jahr auflösen. Damit dann die Preise weiter steigen, müsste es Verhaltensänderungen bei den Akteuren geben: Unternehmen müssten weiterhin der Auffassung sein, Preissteigerungen ohne Marktanteilsverluste durchsetzen zu können und Arbeitgeber und Arbeitnehmer müssten sich auf überhöhte Tarifabschlüsse einigen. Wir glauben nicht, dass es so schlimm kommen wird. Vielmehr rechnen wir mit einem Abflauen der Knappheiten und des Preisdrucks im kommenden Jahr. Daher halten wir das gegenwärtig größte Risiko für die Aktienmärkte für sehr unwahrscheinlich, nämlich, dass die Notenbanken wegen des anhaltenden Inflationsdrucks die Weltwirtschaft in eine Rezession stürzen müssen. Im Gegenteil: Die Zinslandschaft bleibt auch bei der zu erwartenden Normalisierung der Geldpolitik weiter flach.

Und die Unternehmen? Sie kommen bislang mit den Herausforderungen gut zurecht. Die hohe Nachfrage ermöglicht den Absatz hochmargiger Produkte. Die Gewinnentwicklung während des gesamten Jahres war überzeugend, die Unternehmenswerte sind ein Stück weit in die Bewertungen hineingewachsen. Es zeichnet sich ab, dass die Marktteilnehmer mehr und mehr durch die aktuellen Schwierigkeiten als letztes ökonomisches Kapitel der Corona-Krise hindurchschauen auf ein Umfeld, das auch in den kommenden Jahren reale Anlagegüter bevorzugt. Daher haben wir unsere Einstellung gegenüber Aktien taktisch aufgewertet und sind leichte Übergewichtungen eingegangen. Aber auch bei Anleihen kann man vorübergehend etwas freundlicher in die Zukunft blicken, denn hier sind die Renditesteigerungen der vergangenen Wochen wohl etwas übertrieben gewesen.

Ihr

Jörg Boysen
Chefanlagestrategie Deka Investment

Aktuelle Positionierung

Wir gehen von einem Anhalten der konstruktiven Trends an den Risikomärkten über den Jahreswechsel aus. Unter Abwägung des Chancen- und Risikoprofils werden Aktien gegenüber Anleihen und insbesondere geringverzinsten Staatsanleihen präferiert. Der Blick auf die Aktienmärkte fällt daher ein Stück freundlicher im Vergleich zur letzten Ausgabe des Deka-InvestmentBriefs aus. Von Euphorie sind wir jedoch weit entfernt. Durchaus kann es erneut zu ansteigenden Marktschwankungen kommen, vor allem wenn die Belastungen der in vielen Volkswirtschaften bereits begonnenen vierten Corona-Welle kurzfristig zunehmen. Dies sollte jedoch unserer Auffassung nach nicht den durch Notenbanken und Regierungen längerfristig geebneten Weg der Konjunkturerholung brechen. Kursrückgänge stellen daher im Rahmen der Taktik weiterhin Chancen zum Nachkaufen oder Wiedereinstieg dar. Deutliche Kursabrisse würden im Falle ansteigender Rezessionsrisiken wahrscheinlicher werden. Aktuell deuten unsere Indikatoren darauf jedoch nicht hin. Positiv bleibt die Einschätzung für das Edelmetall Gold. Wir halten spürbare Quoten in unseren Multi-Asset Strategien vor. Gleiches gilt auch für globale Mandate, die mit offenen USD-Beständen agieren. Absicherungen halten wir angesichts einer perspektivisch eher restriktiveren US-Notenbank gegenüber ihrem EUR-Pendant, der EZB, für verfrüht.

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

Gespannte Erwartungen.

Die Produktions-, Liefer- und Transportengpässe könnten in den kommenden Wochen zu Lücken im Sortiment des Einzelhandels führen. Also muss vermutlich mancherorts statt des Geschenks ein Gutschein für Weihnachten besorgt werden, was ein Verschieben von Konsum in die Zukunft bedeutet. Dies steht auch sinnbildlich für unsere Prognoseänderungen der vergangenen Monate: Aus den Engpässen und der jüngsten vierten Corona-Welle resultieren Abwärtsrevisionen für das Wachstum in diesem Jahr und im Gegenzug Aufwärtsrevisionen für 2022.

Die temporär verschärften Belastungen sind auch bei der Inflation zu beobachten. Die kurzfristig noch steigenden Inflationsraten werden im Verlauf von 2022 abgelöst von deutlich moderateren Werten. Das Risiko von Zweitrundeneffekten, also einer Lohn-Preis-Spirale, hat jedoch zugenommen und muss intensiv beobachtet werden.

Basisszenario: Inflationsfreies, moderates Wachstum – leicht steigende Zinsen (Wahrscheinlichkeit: 65 %)

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

Negativszenario: Rezession – Marktverwerfungen – Protektionismus (Wahrscheinlichkeit: 20 %)

- 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. Strukturwandel hin zu nachhaltigerem Wirtschaften als potenzieller Auslöser für mittelfristig höhere Inflationsraten.
- Spürbare dauerhafte Wachstumsabschwächung in China, bspw. ausgelöst durch eine nationale Immobilienkrise.
- Lieferkettenprobleme und Materialengpässe lösen eine Abwärtsspirale aus, die in eine Rezession mündet.
- Wirkung der Impfungen verpufft wegen resistenter Coronavirus-Mutationen. Langanhaltende globale Pandemie verursacht wiederkehrende großflächige Stillstände. 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.

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

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

ASSET ALLOKATION

Das Börsenjahr 2021 war (bisher) ein freundliches Kapitalmarktjahr. Die positiven Trends haben sich an den Risikomärkten fortgesetzt. Wesentliche Unterstützung, wie auch im Vorjahr, war die expansive Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik. Hinzu kam eine dynamische Erholung der Weltkonjunktur. In unserer jüngsten Überprüfung der Anlagestrategie im Rahmen der Deko-Anlagegremien sind wir zu dem Schluss gekommen, dass das konstruktive Umfeld noch mindestens über den Jahreswechsel andauern wird. Entsprechend sind wir weiterhin optimistisch für eine Fortsetzung der Aktienrallye, wenn auch unter vermehrten Schwankungen. Denn die Herausforderungen am Kapitalmarkt sind gewiss nicht weniger geworden. Die strukturell erhöhten Bewertungsniveaus bei Aktien, sehr niedrige laufende Erträge aus „sicheren“ Anleihen und gleichzeitig schnell ansteigende Inflationsrisiken sind zur Ausprägung einer Kapitalmarktüberzeugung eher weniger förderlich. Es gilt daher, auf Sicht zu fahren, d.h. dynamisch auf die sich verändernden Zustände zu reagieren. Unserer Einschätzung nach sollten die höheren Inflationsraten aktuell stets für Irritationen sorgen können, jedoch auf Sicht der kommenden Handelswochen und Monate keinen Trendwechsel an den Risikomärkten hervorrufen. Trotz jüngst wieder ansteigender Corona-Infektionszahlen gehen wir auf Grundlage der Makro-Einschätzung von ausreichend robuster Konsumnachfrage und Investitionsgeschehen aus, welches die Konjunktur in Fahrt hält und das Wirtschaftswachstum, zumindest kurzfristig, nicht einbrechen lässt. Irritationen sind aber, auch aufgrund der seit Mitte Oktober andauernden Kursrallye, denkbar. Die Investorenstimmung ist inzwischen zurück auf optimistischen Niveaus. Deutliche Aktienrücksetzer von weit mehr als 10 Prozent dürften aufgrund der anhaltend robusten Aktiennachfrage (erstmal) vermieden werden können. Gerade in Richtung Weihnachten sollten aus historischer Betrachtung Aktien gut nachgefragt sein.

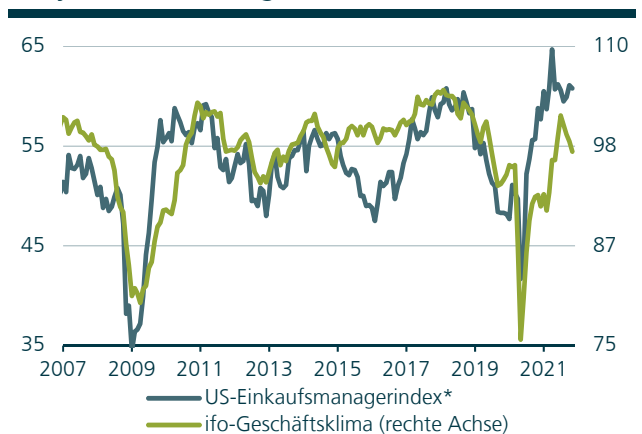
Fern der Aktienmärkte sollten die Annahmen auch für die Spread-Märkte im konstruktiven Kontext stehen. In Folge des starken Rückgangs der Risikoprämien und zuletzt nur geringer Korrekturen, erscheinen die Income-Segmente ein Stück weniger attraktiv als Aktien. Positiv bleibt aber die Einschätzung gegenüber Bundes- und US-Staatsanleihen. Eine defensivere Gangart bei höherverzinsten Anleiheformen (Income) würde sich aus strategischer Perspektive erst bei einem weiter fortgeschrittenen Konjunkturzyklus bzw. mehr Eile seitens der Notenbanken mit Zinsanhebungen anbieten. Bei Rohstoffen halten wir an der klaren Präferenz für eine spürbare Goldbeimischung fest. Das Edelmetall wird ein zunehmender Profiteur der höheren Inflationsraten sein. Nach der langen Preiskonsolidierung über weite Strecken des laufenden Börsenjahres ist eine nun sich anschließende positive Trendbewegung wahrscheinlicher geworden. Der US-Dollar sollte,

wie auch schon in den letzten Monaten, gut unterstützt bleiben. Die Empfehlung für offene US-Dollarquoten bleibt bestehen.

AKTIEN

Der Blick vieler Anleger scheint sich mittlerweile bereits auf das kommende Jahr zu richten. Aktuelle Belastungsfaktoren, wie massive Lieferengpässe und gestiegene Rohmaterialpreise, die sich in einer konjunkturellen Wachstumsdelle widerspiegeln, werden überwiegend als temporär eingestuft. Sollte sich der Produktionsprozess in den nächsten beiden Quartalen normalisieren, ist aufgrund der hohen Auftragsbestände vielmehr mit einer Fortsetzung der Aufwärtsdynamik zu rechnen. Und auch der jüngste Sprung in der Inflation ist – mit Ausnahme beim Goldpreis – an den Märkten weitestgehend „verpufft“. Die Notenbanken halten unbeirrt an ihrer transitorischen Einschätzung fest und haben vorzeitigen Zinsdiskussionen eine weitere Absage erteilt. In der Folge hat sich die Rallye an den Aktienmärkten weiter fortgesetzt und die Notierungen sind verglichen mit dem Tief von Anfang Oktober um 10 Prozent gestiegen. Seit Jahresanfang summiert sich das Plus in Europa und den USA damit auf etwa 25 Prozent, lediglich der DAX hängt der Entwicklung leicht hinterher. Aber auch die jüngste Berichtssaison der Unternehmen über die Ergebnisse im dritten Quartal konnte den Märkten weiter Auftrieb verleihen. Zwar kam es infolge erhöhter Inputkosten und fehlender Produktionsgüter partiell zu Enttäuschungen. In der Breite wurden die Erwartungen jedoch deutlich übertroffen und den Unternehmen gelang es, die finanziellen Belastungen über erhöhte Verkaufspreise weiterzureichen. Entsprechend konnten die operativen Margen stabil gehalten bzw. sogar ausgeweitet werden. Das Gewinnwachstum in den USA und Europa liegt bei +40 % bzw. +45 % gegenüber Vorjahr und damit 10 % über den vorherigen Prognosen der Analysten.

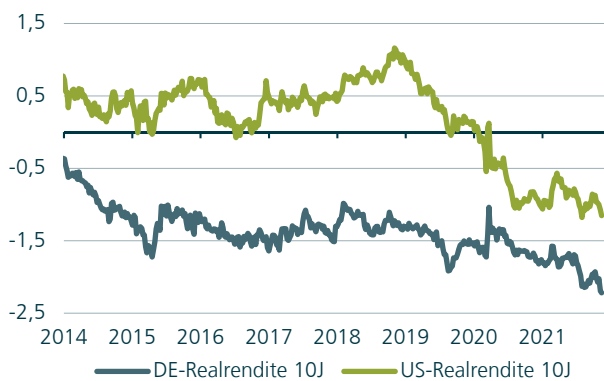
Konjunkturstimmung auf hohen Niveaus



* ISM verarbeitendes Gewerbe
 Quellen: Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2007 – 31.10.2021

Im Rahmen der taktischen Anlagestrategie wurde entschieden, an der leichten Aktienübergewichtung festzuhalten. Trotz der jüngsten Kursrallye scheinen die Märkte über den Jahreswechsel zunächst weiter gut unterstützt. Zwar deuten die taktischen Indikatoren kurzfristig auf eine „überkaufte“ Situation hin. Das technische Bild ist infolge der dynamischen Ausbrüche und dem Erreichen neuer Höchststände in nahezu allen relevanten Indizes jedoch klar positiv zu interpretieren. Das Ausmaß einer möglichen Konsolidierung sollte sich daher in Grenzen halten, bevor sich der Aufwärtstrend weiter fortsetzt. Neben der bekanntermaßen, aus saisonaler Sicht, besten Marktphase von November bis Januar spricht auch der negative Realzins im „Cross-Asset-Kontext“ für die Anlage in Aktien. Solange die Stimmungsindikatoren der Wirtschaft unverändert auf hohen Niveaus verharren und für das kommende Jahr keine nennenswerte Abkühlung im Wachstum signalisieren, scheinen die Anleger bereit, durch die aktuelle Schwächephase hindurchzusehen. Dies gilt ganz offensichtlich auch für das Thema Inflation. Erst wenn die Notenbanken einen restriktiveren Kurs in Aussicht stellen oder der Preisauftrieb droht, zunehmend struktureller Natur (Mieten, Löhne) zu werden, muss mit stärkeren Korrekturen am Kapitalmarkt gerechnet werden.

Langfristige Realrenditen* auf historischen Tiefs



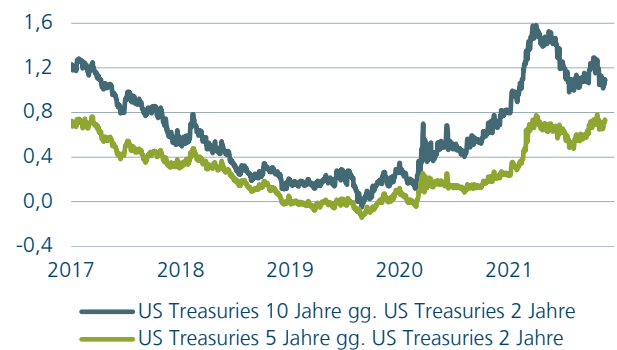
*Rendite 10-jährige Staatsanleihe minus Break Even Inflation
 Quellen: Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2014 – 16.11.2021

STAATSANLEIHEN

Während sich die Anleiherenditen in einer Konsolidierungsphase befinden, sind die langfristigen Inflationserwartungen zuletzt weiter angestiegen. Die 10-jährige Break-Even-Inflation in den USA notiert mit 2,7 % auf einem Rekordniveau und hat beim Bund die Marke von 2 % erreicht. Die US-Realrendite ist damit auf -1,15 % gefallen (-2,2 % in Deutschland) und handelt damit an den historischen Tiefständen. Die Risiken in der Inflationseinschätzung bleiben unvermindert hoch. Der deutliche Inflationsanstieg sollte den Höhepunkt im November erreichen. In der Folgezeit sind nachlassende

Teuerungsraten zu erwarten, die sich im Verlauf des kommenden Jahres weiter und deutlich abschwächen sollten. Die Kommunikation der Notenbanken betont weiter den transitorischen Charakter. Die Wertpapierkaufprogramme der führenden Zentralbanken laufen entweder aus oder werden nicht aufgestockt. Im Ergebnis schließt sich perspektivisch das Fenster der ultra-expansiven Geldpolitik – wenn auch langsam. Die Fed wird das sogenannte „Tapering“ von November 2021 bis Juli 2022 durchführen. Erste Einlagensatzserhöhungen werden der Fed hernach 2022 zugeschrieben. Die EZB wird voraussichtlich erst wesentlich später, ab 2024/25, mit einer Leitzinserhöhung folgen. Nur, wenn die Notenbanken einen restriktiveren Kurs in Aussicht stellen oder der Preisauftrieb zunehmend strukturell auf den Wohnungs- und Arbeitsmarkt durchschlägt, muss mit einer größeren Risikoaversion gerechnet werden. An der grundsätzlichen Ausrichtung der Bevorzugung von Income-Assets gegenüber Staatsanleihen der Industrieländer wird festgehalten, was insbesondere durch die nach wie vor deutliche Untergewichtung von Bundesanleihen ausgedrückt wird. Die Trendfortsetzung von leicht ansteigender Anleiherenditen bedingt eine vorsichtige Herangehensweise bei Zinsänderungsrisiken. Nachdem die Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries im Sommer einen Boden gefunden haben, sollten sich die Zinsanstiege im Kern der Eurozone und in den USA über die kommenden Monate sukzessive fortsetzen.

Zinskurve USA: Renditeunterschiede in Prozent



Quellen: Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2017 – 16.11.2021

Innerhalb der Staatsanleihesegmente wurde die zwischenzeitliche Untergewichtung von EUR-Peripherieanleihen in eine Neutralstellung geändert. Die Verunsicherung im Segment der EUR-Peripherieanleihen hinsichtlich der künftigen EZB-Unterstützung war insbesondere über italienische Staatsanleihen deutlich angestiegen. Die teilweise sprunghaft höheren Renditeniveaus, auch bei kurzlaufenden Anleihen, haben die Aufstockungen gerechtfertigt. Höhere Spread-Niveaus bedrohen das EUR-Finanzsystem, was die Wahrscheinlichkeit für ein Eingreifen der EZB mittels verstärkter Ankäufe erhöht.

Renditespread Italien vs. Deutschland in Prozent



Quellen: Refinitiv, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2017 – 16.11.2021

Die Risiken im Hinblick auf die Inflationsentwicklung überwiegen kurzfristig, die Renditeniveaus spiegeln dabei die langfristigen Erwartungen nicht wider. Staatsanleiherenditen handeln insgesamt auf niedrigen Niveaus und die Ertragspotenziale erscheinen mittelfristig sehr begrenzt. Im Rahmen der taktischen Anlagestrategie wird an einer vorsichtigen Positionierung bezüglich der Duration festgehalten. Die Untergewichtung von Zinsrisiken im Gesamtportfoliokontext soll beibehalten werden. Der Fokus bleibt auf die Untergewichtung von Bundesanleihen gerichtet. Schwellenländeranleihen und US-Treasuries werden taktisch neutral positioniert.

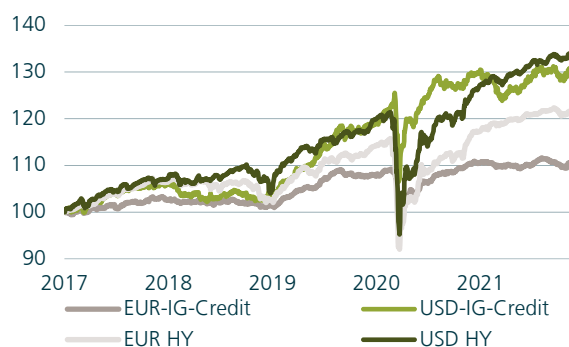
UNTERNEHMENSANLEIHEN

Strukturell werden die Risikoaufschläge durch den weiter andauernden Notenbankstimulus minimiert. Die Anlageklasse dürfte noch eine Weile von der lockeren Geldpolitik der großen Zentralbanken profitieren. Auf der globalen Suche nach Rendite im Nullzinsumfeld drücken die hohen Mittelzuflüsse ein robustes Investorenvertrauen in die Anlageklasse aus. Die absoluten Renditeniveaus für Unternehmensanleihen mit Bonität Investmentgrade weisen nach vorne blickend mittlerweile jedoch nur noch ein geringes Ertragspotenzial auf. Im Rahmen der taktischen Allokation sind Unternehmensanleihen über die letzten Monate auf neutral abgebaut worden. Nach langer Zeit war es im Sommer mal wieder zu einer leichten Ausweitung der Risikoprämien – von niedrigen Niveaus ausgehend – gekommen. In Erwartung einer zukünftig weniger expansiven Geldpolitik, hatten sich die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen kurzzeitig leicht ausgeweitet. Ab Herbst erfolgte durch entsprechend beruhigende Kommentierungen der Notenbanken eine Einengung der Spreads.

Die prozentualen Wertentwicklungen zeigen auskömmliche Renditen über die vergangenen fünf Jahre. Lediglich Investmentgrade-Anleihen fallen diesbezüglich mit einem Zueggewinn in Höhe von rund zehn Prozent etwas ab. Das Income-

Segment wird taktisch derzeit insgesamt neutral eingeschätzt. Die Risikoprämien der Anlageklasse handeln nahe historischer Tiefstände. Das Potenzial für weitere Spread-Einengungen ist gering.

Entwicklung von Credit-Segmenten



Wertentwicklung indexiert (01.01.2017=100)
Quellen: BofA Merrill Lynch, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2017 – 16.11.2021

Innerhalb der Allokation von Unternehmensanleihen bilden EUR-Hochzinsanleihen das am meisten präferierte Marktsegment und sind leicht übergewichtet. Zukäufe sind am ehesten bei High-Yield-Papieren im Umfeld einer kurzfristigen Schwächephase bei Aktien vorstellbar.

WÄHRUNGEN

Der Euro markiert neue Jahrestiefs gegenüber einer Reihe von Industrieländer-Währungen. Hierzu zählt auch der US-Dollar, wo wichtige charttechnische Unterstützungsmarken nach unten durchbrochen worden sind. Im Zuge der Bewegung fiel der Euro gegenüber dem US-Dollar Mitte November in den Bereich von 1,13 und damit auf ein 15-Monats-tief. Die Gemeinschaftswährung der Eurozone wird zunehmend unattraktiv gegenüber den Währungsräumen, in denen die Notenbanken den inflationären Tendenzen nach und nach mit einem weniger expansiven geldpolitischen Kurs begegnen wollen (USA, Großbritannien). Die moderaten Vorgaben für den Euro gründen dabei auch auf einer weniger restriktiven EZB. Die Zentralbank des Euroraums ist darauf bedacht, in ihrer Kommunikation die Markterwartungen hinsichtlich einer potenziellen Leitzinswende zu dämpfen. Der signifikante Inflationsanstieg in den Mitgliedsländern wird weiterhin als vorübergehend betont und ohne Konsequenzen für steigende Leitzinsen bezeichnet. Der Zeitpunkt für eine mögliche Zinswende in den USA wird in den Schätzungen der Kapitalmarktteilnehmer im Konsens immer weiter nach vorne gezogen. Demnach soll es bereits im kommenden Jahr soweit sein. Die Gemeinschaftswährung der Eurozone hat das ganze Jahr über mit der Ausweitung des US-Zinsvorteils zu kämpfen. Die Zinsdifferenz zwischen den Währungsräumen steigt an und unterstützt damit strukturell Mittelbewegungen relativ zugunsten des Dollars.

Spekulative Euro-Nettopositionen und EUR/USD



Quellen: CFTC, Refinitiv, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2017 – 16.11.2021

Seit September 2020 hat sich die übergewichtete Positionierung des Euros sukzessive abgebaut und schwankt nun um die Nulllinie. Einer weiterführenden Abwärtsbewegung des Euros stehen die spekulativen Positionen nicht entgegen, hier kam es seit 2017 schon zu deutlich negativeren Situationen.

Anhaltende globale Lieferengpässe und stark ansteigende COVID-Infektionszahlen trüben die Wachstumsaussichten der Region und somit letztlich auch die Perspektive für den Euro. Die Eurozone zeigt weniger Wachstumsdynamik im relativen Vergleich und hinkt der positiven Entwicklung im globalen Vergleich hinterher. Die Wachstums- und Zinsdifferenzen zwischen den Vereinigten Staaten und der Eurozone sprechen demnach zu Gunsten des Greenbacks. Die ambitionierten US-Ausgabenprogramme lassen die Staatsschulden in den Staaten weiter ansteigen. Das ausufernde US-Budgetdefizit bleibt mittel- bis langfristig für die Währung ein Belastungsfaktor. Die Dollarentwicklung gegenüber anderen Währungen wird aus diesem Grund begrenzt. Politisch sind der Haushalt und die Schuldenobergrenze durch eine Einigung zwischen Demokraten und Republikanern zunächst bis Anfang Dezember gesichert. Schon im nächsten Monat könnte die Thematik wieder in den Fokus der Kapitalmärkte rücken. Ebenfalls im nächsten Monat wird eine finale Regierungsbildung der Ampel-Koalition in Deutschland erwartet, die Endphase der Verhandlungen könnte zusätzlich für Schwankungen im Währungspaar EUR/USD sorgen.

In der strategischen Perspektive bleiben die fundamentalen Argumente unentschieden und die neutrale Einschätzung des Währungspaares EUR/USD hat weiterhin Bestand. In der taktischen Allokation wird eine Handlungsempfehlung zur Absicherung von Währungsbeständen gegenüber dem Euro nicht abgeleitet. USD-Quoten sollten unverändert offengehalten werden, ein Absicherungsbedarf ist trotz der jüngsten Bewegung noch nicht angezeigt.

Tabellenanhang Wertentwicklung:

Euro High Yield Index

16.11.2012	16.11.2013	16.11.2014	16.11.2015	16.11.2016	16.11.2017	16.11.2018	16.11.2019	16.11.2020
16.11.2013	16.11.2014	16.11.2015	16.11.2016	16.11.2017	16.11.2018	16.11.2019	16.11.2020	16.11.2021
12,79%	6,80%	2,97%	4,63%	8,69%	-2,35%	8,09%	2,49%	5,55%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

US High Yield Index

16.11.2012	16.11.2013	16.11.2014	16.11.2015	16.11.2016	16.11.2017	16.11.2018	16.11.2019	16.11.2020
16.11.2013	16.11.2014	16.11.2015	16.11.2016	16.11.2017	16.11.2018	16.11.2019	16.11.2020	16.11.2021
9,43%	5,61%	-3,56%	10,96%	9,59%	0,66%	9,55%	5,48%	7,69%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

Investment Grade Europa

16.11.2012	16.11.2013	16.11.2014	16.11.2015	16.11.2016	16.11.2017	16.11.2018	16.11.2019	16.11.2020
16.11.2013	16.11.2014	16.11.2015	16.11.2016	16.11.2017	16.11.2018	16.11.2019	16.11.2020	16.11.2021
3,70%	7,37%	0,48%	3,75%	3,26%	-1,31%	6,27%	2,15%	-0,13%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

Investment Grade USA

16.11.2012	16.11.2013	16.11.2014	16.11.2015	16.11.2016	16.11.2017	16.11.2018	16.11.2019	16.11.2020
16.11.2013	16.11.2014	16.11.2015	16.11.2016	16.11.2017	16.11.2018	16.11.2019	16.11.2020	16.11.2021
-1,71%	7,03%	0,44%	5,52%	5,42%	-2,51%	14,46%	8,94%	0,26%

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: 22.11.2021

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