

Deka-InvestmentBrief Im Bann der zweiten Welle

Oktober 2020

..Deka





Verehrte Leserinnen und Leser,

die wieder ansteigenden Covid-19-Infektionszahlen beherrschen die Medien. Diese zweite Welle wird zwar nicht zu einem vergleichbaren Einbruch der Wirtschaft wie im Frühjahr führen. Aber die Erholung wird doch spürbar beeinträchtigt. Nach den stürmischen Zuwachsraten in vielen Bereichen aufgrund des Rückpralls nach der Wiedereröffnung der Wirtschaft gibt es jetzt wieder die ersten Rückgänge, etwa bei der Automobilproduktion oder in die Industrie generell. Natürlich haben sich die Unternehmen eingestellt auf die Produktion unter Corona-Bedingungen. Und natürlich haben die Infektionszahlen heute eine andere Qualität als in der ersten Welle, weil die Testhäufigkeit höher ist, weil die medizinischen Behandlungsmöglichkeiten besser sind und weil zumindest bislang hauptsächlich junge Leute unter den Neu-Infizierten waren. Aber bereits jetzt ist die Reisetätigkeit wieder weitgehend zum Erliegen gekommen. Das betrifft nicht nur die tourismusabhängigen Länder, sondern bedeutet auch Einschränkungen für den Export, weil etwa Montage, Service und Vertrieb im Ausland wiederum erschwert werden. Solche und andere Einschränkungen werden in den kommenden Wochen auch ohne nationalen Lockdown auf die Wirtschaftsindikatoren drücken, insbesondere wenn die Anzahl der lokalen Schul- und Kitaschließungen wieder steigt. Insgesamt gehen wir zwar nicht von einem „Double Dip“, also einem zweiten Absturz der Wirtschaft aus. Die Erholung macht jedoch Pause.

Die Finanzmärkte verhalten sich robust. Es gab eine kleinere Korrektur Ende September, aber im Grunde setzte sich eher die Konsolidierungsphase der vergangenen Wochen fort. Wir halten ebenfalls an unseren langfristig konstruktiven Aussichten für Aktien und Unternehmensanleihen fest. Insbesondere bei Aktien sind wir mehr und mehr geneigt, die Portfolioanteile auch kurzfristig wieder zu erhöhen, insbesondere, wenn sich auch bei anderen Risikothemen etwas mehr Klarheit abzeichnet.

Ein solches Thema ist etwa die Präsidentschaftswahl in den USA. Die spektakulären Entwicklungen Anfang Oktober mit einem bemerkenswerten TV-Duell sowie der darauffolgenden kurzen Erkrankung des Präsidenten selber hatten kurzfristig die Märkte verunsichert. Mittelfristig könnten die Entwicklungen aber sogar mehr Sicherheit bringen. Denn solange die Corona-Krise im Mittelpunkt des US-Wahlkampfes steht, verliert der amtierende Präsident gegenüber seinem Herausforderer mehr und mehr an Boden, zuletzt auch in den wichtigen Swing-States. Und da Joe Biden mittlerweile nicht mehr nur als Steuererhöhungs-Schreck, sondern auch für weitere Fiskalimpulse steht, reagieren die Märkte einem Wechsel im Weißen Haus sogar freundlich gegenüber.

Ihr

Jörg Boysen
Chefanlagestrategie Deka Investment

Aktuelle Positionierung

Zu Beginn des vierten Quartals halten wir zunächst an unserer zuletzt kommunizierten Anlagestrategie fest. Aktieninvestments bleiben langfristig die attraktive Variante der Geldanlage. Kurzfristig können die seit Anfang September wieder zugenommenen Marktschwankungen jedoch anhalten, welches im Vorfeld der vorausliegenden US-Wahl Einstiegschancen bieten dürfte. Eine konstruktivere Ausrichtung auch auf taktische Sicht rückt dementsprechend näher. Zunächst bleiben Anleihen mit ausreichend positiven Ertragsersparungen präferiert, welches unserer Meinung nach für Unternehmensanleihen guter Bonität und Schwellenländeranleihen zutrifft. Die Finanzierung sollte weiterhin über geringere Bestände an Bundesanleihen und US-Staatsanleihen erfolgen. Eine perspektivisch höhere Aktiengewichtung würde wahrscheinlich zu Lasten von Credits gehen, wobei dies keine Abkehr von der Asset Klasse bedeuten würde. Trotz langsam gesunder Konjunktur bleiben spürbare Goldbeimischungen im Multi-Asset Kontext zur Diversifizierung von Portfoliorisiken sinnvoll. Dollarrisiken sollten antizyklisch – in Euro Schwächephasen – schrittweise abgesichert werden. Von einer Vollsicherung von Dollarrisiken sind wir angesichts der noch wackeligen Wirtschaftslage in der Eurozone allerdings noch weit entfernt.

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

Corona: Nie ganz weg und schon wieder da

Die Welt steckt zwar nicht mehr in der Corona-Rezession, aber unverändert in der Corona-Pandemie. Es regen sich Zweifel, ob unser Prognosebild weiterhin zutrifft, obwohl die Entwicklung wie erwartet verläuft: Die konjunkturelle Erholung nach der Corona-Rezession hat dynamisch begonnen, verliert nun an Tempo und wird in einem zähen Aufholprozess die verbliebenen Corona-bedingten Produktionseinbußen nachholen.

Die erkennbar gebremste Inflationsentwicklung veranlasst die Notenbanken, für lange Zeit mit Anleihekäufen und Niedrigstzinsen expansiv zu bleiben. Und auch die Finanzpolitik schiebt zumindest in diesem und im kommenden Jahr die Konjunktur. Nicht zuletzt vor diesem Hintergrund ist unser Ausblick trotz des aktuellen Corona-Unwohlseins weiterhin sowohl für die Konjunktur als auch für die Kapitalmärkte konstruktiv.

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

- Dem historisch tiefen globalen Wirtschaftseinbruch infolge des Corona-Stillstands folgt in der zweiten Jahreshälfte 2020 eine Erholung. Diese wird allerdings gebremst durch zwischenzeitliche Rücksetzer aufgrund von regionalen Reinfektionswellen.
- Weltwirtschaft knüpft 2021 an die Wachstumstrends vor der Corona-Krise an. Ansätze zur Deglobalisierung und Nationalisierung verändern in begrenztem Umfang die Strukturen.
- Euroland: Privater Konsum ist nach kurzzeitigem Corona-bedingtem Einbruch zentraler Wachstumspfeiler in ansonsten schwachem Wachstumsumfeld. EU-Wiederaufbaufonds stützt krisengeschüttelte südeuropäische Staaten. Handelsstreit mit USA, gestiegene Staatsverschuldung, Brexit und technologischer Strukturwandel bremsen den Aufschwung.
- Vereinigtes Königreich (UK): Brexit-Verhandlungen verlaufen zäh. Terminverschiebung bzw. No-Deal-Brexit wird immer wahrscheinlicher. Anhaltende Unsicherheit sowie zu erwartende Handelsbarrieren dämpfen Wachstumspotenzial für UK.
- USA: Arbeitsmarkt leidet unter Corona-Folgen. Geld- und Finanzpolitik unterstützen Wirtschaft und Märkte auf dem Weg aus der Corona-Krise. Innenpolitische Spannungen bleiben ohne größere wirtschaftliche Auswirkungen.
- Inflation: Inflationsraten erhalten Dämpfer durch Corona-Einbruch. Deflationsdebatte ist nicht ausgeschlossen. Ab 2021 wieder Annäherung an Inflationsziele.
- Geldpolitik: Große Notenbanken halten Leitzinsen niedrig und nutzen verbleibende Mittel zur geldpolitischen Lockerung, um Konjunktur zu stützen.

- Finanzmärkte: Aktienmärkte haken die Corona-Krise weitgehend ab. An den Rentenmärkten weitere Verringerung der Risikoprämien, dadurch positive Gesamtertrags Erwartungen.

- Nullzinszeit: Extremes Niedrigzinsumfeld wird zum neuen Normalzustand. Dies wird durch die Corona-Krise nochmals verstärkt. Kaufkraftherhalt der Geldanlagen funktioniert nur noch bei Wertpapieren, allerdings unter Inkaufnahme von Wertschwankungen.

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

- Reinfektionswellen wachsen sich zu langanhaltender globaler Pandemie aus mit wiederkehrenden großflächigen verordneten Stillständen. Globale Produktionsketten werden nachhaltig gestört. Vertrauensverlust führt zu Abwärtsspirale an den Finanzmärkten.
- Massive Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China mit negativen Ausstrahleffekten auf die Weltwirtschaft.
- Globale Ausbreitung von Protektionismus und Nationalismus reduziert den Grad der internationalen Arbeitsteilung in spürbar wachstumsbremsender Form.
- Stark steigende Staatsverschuldung löst globale bzw. regionale Schuldenkrisen aus. Hieraus könnte eine umfassende Emerging Markets-Finanzkrise entstehen. In Euroland könnte die Stabilität der Währungsunion wieder infrage gestellt werden.
- Dauerhafte Wachstumsabschwächung in China.

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

- Corona-Pandemie ebbt schnell ab. Bremsspuren bei Konjunktur und Finanzmärkten verlieren sich innerhalb kurzer Zeit.
- Niedrigzinsen, ein gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen trotz hoher Kapazitätsauslastung zu überraschend starkem Wachstum ohne nennenswert steigende Inflationsraten. Dank Verschuldungsabbau schreitet Gesundung der Finanzsysteme zügig voran.
- Kräftige Gewinnanstiege der Unternehmen führen zu spürbaren Aktienkursanstiegen. Dies hätte insbesondere positive Auswirkungen auf die Investitionsdynamik.
- Reformprozess in Euroland stabilisiert Finanzsektoren der Krisenländer und setzt damit stärkere Wachstumspotenziale frei.
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit positiver Sogwirkung für globale Wirtschaft.

ASSET ALLOKATION

Seit der letzten Ausgabe unseres Deka-InvestmentBriefs kam ordentlich Schwung in die Kapitalmarktentwicklungen, insbesondere auf der Aktienseite. Nach einer kurzzeitigen Euphorie bei US-Aktien bzw. US-Technologiewerten in den Monaten Juli und August fand zwischenzeitlich eine spürbare Kurskorrektur statt. In Einzelfällen fielen die Börsenkurve von großen Technologiefirmen, wie z.B. Apple, um bis zu 20 Prozent. Mit unserer über die Sommermonate bestehende Neutralempfehlung für die Anlageklasse Aktien erschien diese Bewegung auch überfällig. Die eher zyklisch geprägten Aktienregionen, wie Europa und Japan, konsolidierten schon seit dem Frühsommer und folgten dem Aufwärtstrend der US-Titel nicht. Mit der fortgeschrittenen Konsolidierung bzw. Kurskorrektur rücken wir einer taktischen Aktienübergewichtung einen wichtigen Schritt näher, jedoch stellen wir uns im Vorfeld der noch einige Wochen entfernt liegenden US-Wahl auf vermehrtes Störfeuer seitens des in den Umfragen zurückliegenden Kandidaten und US-Präsidenten Donald Trump ein. Seine jüngste Androhung ausbleibender Anschlusshilfen für die unter der Corona-Pandemie leidenden US-Wirtschaft bis nach der Wahl bestätigen diese Annahme. Letztendlich konnten wir bisher trotz Rücksetzer keinen einzigen Handelstag mit Zügen von Verkaufspanik ausmachen. Das Aktienumfeld bleibt kurzfristig dementsprechend anfällig für erneute Kurskorrekturen, wobei die mittel- bis langfristige Perspektive klar konstruktiv bleibt. Strategisch angelegte Aktienkäufe sollten nicht aufgeschoben werden. Die Kurschancen auf lange Sicht gestalten sich durch eine weiterhin hohe Aktienrisikoprämie attraktiv. Dazu kommt der Umstand, dass mit Blick auf die makroökonomische Einschätzung das Thema Rezession eher sukzessive zur Seite gelegt wird, und der Investorenfokus stärker in Richtung Aufschwung bzw. Frühzyklus gelegt wird. Gerade diese Konjunkturphase hat historisch die besten Aktienenerträge abgeworfen. Taktisch bleibt es bei unserer Präferenz für Income-Anleihen, zu denen wir Investmentgrade Credits und Schwelienländeranleihen zählen. Eine perspektivisch höhere Aktienquote dürfte wahrscheinlich zu Lasten von Unternehmensanleihen guter Bonität gehen, wo wir in Folge stark reduzierter Spread-Niveaus im Cross-Asset-Vergleich nur moderate Ertragspotentiale sehen. Bundesanleihen und US-Staatanleihen dienen der Finanzierung unserer Income-Übergewichte. Eine starke Untergewichtung von Zinsrisiken gehen wir nicht ein, wobei das Risiko kurzzeitiger Renditesprünge zugenommen hat. Vom insgesamt niedrigen bzw. negativen Zinsniveau sollte Gold langfristig profitieren. An unseren spürbaren Beimischungen halten wir auch aus Gründen der Diversifikation fest. Für global ausgerichtete Investoren soll gesagt sein, dass wir ein geringes Maß an US-Dollarbeständen abgesichert haben. Perspektivisch möchten wir die Positionierung unter der Erwartung eines strategisch schwächer werdenden US-Dollars, u.a. aufgrund eines enormen Doppeldefizits und reduzierter Renditevorteile, ausbauen.

Aktienregionen USA und Europa im Vergleich



Quellen: Bloomberg, DekaBank
Zeitraum: 06.10.2015 – 06.10.2020

AKTIEN

Der Börsenmonat September hat auch in diesem Jahr seinem Ruf alle Ehre gemacht und die in der Historie eher „typische“ Saisonalität gezeigt. Insbesondere US-Aktien mussten die erste ernsthafte Korrektur seit den Tiefständen im März verkraften. Der S&P 500 fiel in der Spitze um 10 % und damit exakt auf das Niveau von Jahresanfang zurück, während sich der Stoxx 600 mit einem Minus von knapp 7 % etwas besser schlagen konnte. Ungeachtet der jüngsten Bewegung notiert der europäische Aktienmarkt bereits seit 4 Monaten innerhalb einer engen Seitwärtsspanne. In Anbetracht dieser längeren Kurskonsolidierung und der jüngsten Korrektur in nahezu allen Regionen waren wir mit der Empfehlung einer weitgehend neutralen Aktienallokation im Rahmen der taktischen Anlagestrategie gut aufgestellt.

Auslöser für die zwischenzeitlich rückläufigen Kurse waren fast schon „überfällige“ Gewinnmitnahmen im US-Technologiektor. Trotz Kursrückgängen von bis zu 13 % handelt die Nasdaq im laufenden Jahr aber noch immer 25 % im Plus. Verantwortlich für die zumindest temporäre Stimmungseintrübung unter den Anlegern waren gleich mehrere Faktoren. Die US-Politik konnte sich bisher nicht auf die erwartete Verlängerung des Arbeitslosengeldes einigen, das zur Bekämpfung der Corona-Krise im Frühjahr deutlich aufgestockt worden war. Zwar ist nach der Wahl in den USA von beiden Parteien mit weiteren fiskalpolitischen Maßnahmen zu rechnen, auf Sicht der kommenden Monate könnten die Konsumausgaben hierunter jedoch leiden. Aber auch die Wahl zum amerikanischen Präsidenten selbst sorgt für Verunsicherung unter den Investoren. Zwar haben sich Umfragewerte für den demokratischen Präsidentschaftsanwärter über die letzten Wochen verbessert, jedoch ist das Rennen insbesondere in einigen „Swing States“ noch nicht entschieden. Die Situation birgt das Risiko einer längeren Hängepartie, bis letztendlich Klarheit über die Nachfolge im Weißen Haus besteht.

Daran hat auch das erste TV-Duell der beiden Kontrahenten nur marginal geändert, denn Joe Bidens Auftritt fiel etwas stärker aus, als von vielen Beobachtern im Vorfeld erwartet. Darüber hinaus hat die Sorge vor wieder restriktiveren Maßnahmen infolge steigender Neuinfektionszahlen gerade in Europa die Kurse zuletzt belastet. Ein flächendeckender „Lockdown“ bleibt jedoch weiterhin relativ unwahrscheinlich. Lokale Beschränkungen über die Herbst- und Wintermonate sind dennoch zu befürchten und könnten den konjunkturellen Aufschwung etwas dämpfen.

Absicherungsnachfrage am US-Aktienmarkt



Quellen: Bloomberg, DekaBank
Zeitraum: 06.10.2015 – 06.10.2020

Trotz der bereits fortgeschrittenen Kurskonsolidierung halten wir an der neutralen Aktiengewichtung fest und warten mit breit angelegten Zukäufen in Richtung einer übergewichteten Aktienquote ab. Trotz der beschriebenen Rücksetzer am Markt deuten die taktischen Indikatoren noch keine ausgesprochene Kaufgelegenheit an. Sowohl der Absicherungsbedarf am Optionsmarkt (Put/Call-Ratio) als auch die Terminkurve der gehandelten Volatilitäten (VIX-Index) signalisieren ein geringes Maß an Stress unter den Investoren. Lediglich die spekulativen Short-Positionen an der Nasdaq sind im September sprunghaft angestiegen und lassen für sich genommen ein eher begrenztes Abwärtspotenzial beim US-Technologiesektor vermuten. Aus charttechnischer Sicht wurden im Zuge der jüngsten Korrektur zwar einige taktische Aufwärtstrends durchbrochen, kritische Unterstützungsmarken konnten zunächst jedoch verteidigt werden. Damit scheint das Chance-/Risikoverhältnis weitestgehend ausgeglichen, wobei der Zeitpunkt für eine Aktienübergewichtung aufgrund der Konsolidierung bzw. Kurskorrektur näher rückt. Dabei gilt es, auch die historisch starke Statistik für das vierte Quartal nicht aus den Augen zu verlieren. (In Wahljahren liegt die Q4-Trefferquote für positive Aktienmarkterträge bei ca. 90 % – falls, wie aktuell, eine positive Wertentwicklung bis Ende Q3 erzielt wurde). Die Gefahr für einen weiteren Test der jüngsten Tiefstände bleibt jedoch durchaus gegeben. Aus fundamentaler Sicht wird der Fokus der Anleger auf der Mitte Oktober beginnenden Berichtssaison der Unternehmen liegen. Parallel

zur konjunkturellen Erholung wurde die erwartete Gewinnentwicklung von den Analysten in den letzten Monaten sukzessive nach oben revidiert. Die Konsensschätzungen für den S&P 500 liegen aktuell bei +17 %, verglichen mit den Ergebnissen im zweiten Quartal dieses Jahres (-22 % gegenüber Vorjahr). Für 2021 wird mit einem Gewinnwachstum von +25 % gerechnet, womit der durch die Corona-Krise erlittene Ertragseinbruch wieder komplett ausgeglichen wäre. Dies unterstreicht den aus strategischer Sicht unverändert konstruktiven Blick auf die Aktienmärkte.

STAATSANLEIHEN

Der Seitwärtstrend bei Staatsanleihen hat sich weitgehend fortgesetzt. Die Renditen verharren – abgesehen vom leichten Aufwärtsdrift bei US-Treasury Renditen über die letzten Handelstage – auf tiefen Niveaus und zeigen sich relativ unbeeindruckt von der konjunkturellen Erholung. Damit bleibt die enge Handelsspanne der vergangenen Monate insgesamt intakt. Ob die Strategie der Federal Reserve, ein mögliches Überschießen der Inflation für eine gewisse Zeit zu tolerieren, mittelfristig zu einer Versteilerung der Zinskurve führt, wird sich erst noch erweisen. Die expansive Ausrichtung der Geldpolitik wurde in jedem Fall bestätigt bzw. verlängert. Erst bei einem merklichen Anziehen der Inflationsraten ist mit steigenden Renditen am langen Ende zu rechnen. Ein Thema, das die Märkte aller Voraussicht nach frühestens im kommenden Jahr beschäftigen sollte. Zeitnäher dürfte allerdings ein fiskalisches Anschlussprogramm der US-Regierung, spätestens nach den US-Wahlen, förderlich auf die Inflationserwartungen wirken. Der Zeitpunkt der Verabschiedung spielt dabei eine zunehmend untergeordnete Rolle, da Gewissheit über die Notwendigkeit vorliegt. Sollte es zu einer spürbaren Kurvenversteilerung kommen, würden auf Basis von Korrelationsmustern und fundamentalen Zusammenhängen eher unterbewertete Aktiensektoren, wie beispielsweise Finanzwerte, profitieren können. Die hohen Emissionstätigkeiten der Staaten sollten in der Folge weiter auf eine gute Aufnahmebereitschaft des Marktes treffen. Entsprechend stabil haben sich auch die Risikoaufschläge der Peripherieanleihen in der Eurozone entwickelt.

Aufgrund der langfristigen expansiven Geldpolitik mit tiefen Leitzinsen und massiven Käufen der EZB sowie der zuletzt weiter gesunkenen Inflationsraten in Euroland bleiben Euroland-Staatsanleihen gut unterstützt. Die Wachstumszahlen für das dritte Quartal fielen für Euroland stärker als erwartet aus. Für das vierte Quartal dominieren Risiken auf der Unterseite, da die Erholung durch die immer höheren Neuinfektionszahlen untergraben wird. Das hat sich bereits in einigen Indikatoren wie beispielsweise dem Service-PMI niedergeschlagen, der für die Eurozone einen Rückfall in den Rezessionsbereich anzeigt. Besonders gefährdet sind Länder mit einer hohen Abhängigkeit vom Tourismus, die zuletzt wieder stärkere Restriktionen bzgl. der Reisetätigkeit verkraften

mussten. Ein wichtiger Risikofaktor bleibt der Arbeitsmarkt, der von umfangreichen Stellenstreichungen und Einbußen in der Einkommensentwicklung geprägt wird. Einkommensverluste sollten den privaten Konsum vorerst belasten, bevor im Jahresverlauf 2021 mit einer Umkehr zu rechnen ist. Die enttäuschende Inflationsentwicklung in der Eurozone könnte in ein deflationäres Umfeld führen. Der Seitwärtstrend bei der zehnjährigen Bundrendite setzt sich fort, die Marke von -0,50 % hat sich als Referenzpunkt in der der Handelsspanne weiter etabliert.

Zusammenhang Zinskurven und relative Wertentwicklung von Bankaktien vs. Aktienmarkt



Quellen: Bloomberg, DekaBank
 Zeitraum: 06.10.2015 – 06.10.2020

Infolge der nur geringen Renditeaufschläge bei US-Treasuries gestaltet sich die Nachfrage nach Anleihen aus den Emerging Markets weiterhin solide. Entsprechend bleiben die Risikoprämien gedeckelt, zwischenzeitlich konnte das tiefste Niveau seit Ende Februar erreicht werden. Der anhaltende Risikoappetit der Investoren, ein perspektivisch schwächerer US-Dollar sowie das allgemein niedrige Zinsniveau sprechen weiterhin für ein Investment in die Anlageklasse. Wir halten daher im Rahmen der taktischen Anlagestrategie an der Präferenz für Schwellenländeranleihen gegenüber Staatsanleihen der Industrienationen fest. Die Empfehlung für ein Übergewicht bleibt folglich bestehen. Im Gesamtportfoliokontext sollte eine leichte Untergewichtung von Zinsrisiken erfolgen, welches Ausdruck der nur geringen Ertragsperspektiven von US-Staatsanleihen und Bundesanleihen sein soll. Da nachhaltig höhere Renditeniveaus im Interesse der expansiven Notenbanken nicht gewünscht werden, erscheint ein stärkerer Abbau von Duration nicht ratsam.

Risikoprämie von EM-Anleihen weiter gesunken

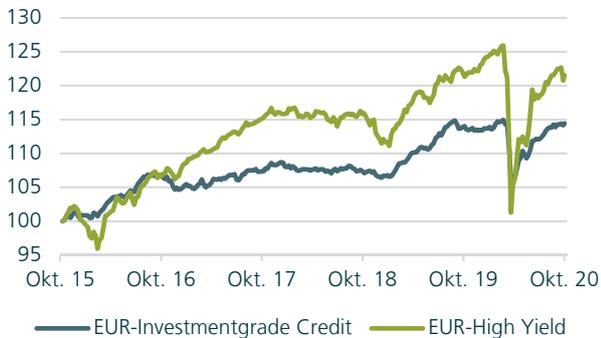


Quellen: Bloomberg, DekaBank
 Zeitraum: 06.10.2015 – 06.10.2020

UNTERNEHMENSANLEIHEN

Eine potentielle Aktienaufstockung über die kommenden Wochen sollte mit einem Abbau von Unternehmensanleihen guter Bonität einhergehen. Unsere seit Ende März vorgehaltenen höheren Quoten haben sich hinsichtlich der Wertbeiträge erfreulich entwickelt. Eine starke Fortsetzung der Rallye ist zumindest für Investmentgrade Credits nicht zu erwarten, sodass wir bereits erste Positionsreduzierungen und damit Gewinnmitnahmen vorgenommen haben. Noch halten wir an dieser Stelle an einem leichten Übergewicht fest. Perspektivisch – d.h. in Richtung frühzyklischer Konjunkturphase – dürfte das Segment jedoch aufgrund moderat ansteigender Renditeniveaus eine schwächere Ertragsperspektive ausweisen. Konstruktiver könnte dagegen die Einschätzung für Hochzinsanleihen ausfallen. Fundamental wird die Anlageklasse Unternehmensanleihen unverändert strukturell durch die expansiven Hilfspakete der Notenbanken und Regierungen unterstützt. Sollte sich angesichts der Herbst- bzw. Winterphase die Konjunkturaktivität aufgrund erneut deutlich ansteigender Corona-Infektionen abschwächen, würden wir von einer Ausweitung der zwischenzeitlich reduzierten Kaufvolumina von EZB & Fed ausgehen. Über die Sommermonate wurden insbesondere in den USA vergleichsweise geringe Mengen an ETFs bzw. Anleihen am Sekundärmarkt auf die Notenbankbilanz genommen. Ein entsprechender Puffer für evtl. schwierigere Marktphasen besteht damit. Finanziert bleiben die Income-Präferenzen durch einen geringeren Bestand an Staatsanleihen bester Bonität.

Wertentwicklung EUR-Unternehmensanleihen



Quellen: Bloomberg, DekaBank
Zeitraum: 06.10.2015 – 06.10.2020

WÄHRUNGEN

In einer der schwersten Wirtschaftskrisen seit dem Zweiten Weltkrieg zeigt der Euro eine Phase von bemerkenswerter Stärke. Der handelsgewichtete Euro-Wechselkurs erreichte Mitte September knapp das Rekordhoch datierend aus Dezember 2008. Zum damaligen Zeitpunkt lag der Wechselkurs EUR/USD bei 1,46. Die gegenwärtige Euro-Stärke ist also demnach weniger mit dem US-Dollar verbunden. Nachdem der Euro im Zuge der Aufwertung gegenüber dem US-Dollar erstmals seit zweieinhalb Jahren Anfang September wieder die Marke von 1,20 überschritten hatte, setzte ein technischer Rücksetzer bis in den Bereich von 1,16 ein. Die überkaufte Situation wurde weitgehend neutralisiert. Damit scheitert der Euro zunächst bei dem Versuch, sich von dem langfristigen Durchschnittskurs bei knapp unter 1,20 EUR/USD nach oben hin zu lösen.

US-Konjunkturindikatoren haben positiv überrascht, was den US-Dollar gestützt hat. Die Wachstumsrate für Euroland ist im dritten Quartal ebenfalls stark gestiegen. Im Hinblick auf die Entwicklung der Coronavirus-Infektionszahlen wird die Stimmung der Unternehmen allerdings wieder belastet, was den Ausblick für das laufende Quartal trübt. Diese divergierende Datenlage in den Wirtschaftsräumen hat den Euro relativ zum Dollar etwas unter Druck gebracht. Trotz der technischen Aufwärtskorrektur des US-Dollars gegenüber dem Euro bis auf 1,16 scheint ein weiterführendes Kurspotential des „Greenback“ fundamental begrenzt.

Die starke Verringerung des US-Zinsvorteils hatte dem Euro gegenüber dem US-Dollar zuvor spürbaren Rückenwind verliehen. Die enger werdenden Zinsdifferenzen zwischen den beiden Währungsräumen gipfelten in dem Jahreshoch bei 1,20. Die Fed hat ihre Strategie kommuniziert, wonach eine durchaus höhere Inflationsentwicklung zugelassen wird. Die Phase der extrem lockeren US-Geldpolitik dürfte nunmehr bis mindestens 2023 andauern. Im Vergleich zur EZB sind die

geldpolitischen Maßnahmen der US-Zentralbank wesentlich aggressiver ausgerichtet.

Stärkere Wachstumsraten und höheres Zinsniveau sprechen absolut betrachtet immer noch für die USA. Aus Kapitalmarktsicht ist hingegen die Veränderung entscheidend und diesbezüglich spricht das Delta eher für die Eurozone. Abnehmende Zinsdifferenziale und geringere Wachstumsdifferenzen zum Dollarraum sowie strukturelle politische Verbesserungen bieten den Rahmen für eine mittel- bis langfristige Unterstützung zu Gunsten des Euros. Mit dem Wiederaufblühen der Corona-Infektionen im Euroraum könnte die Einheitswährung allerdings wieder etwas negativer in den Fokus rücken. Die wirtschaftlichen und politischen Unsicherheitsfaktoren lassen eine erhöhte Schwankung bei der künftigen EUR/USD-Wechselkursentwicklung erwarten.

Die EUR/USD-Entwicklung wird grundsätzlich weiterhin konstruktiv für die Einheitswährung der Eurozone eingeschätzt. Die leichte Absicherung von US-Dollarpositionen ist im Berichtszeitraum während der laufenden Korrekturbewegung daher konsequenterweise etwas verstärkt worden.

Langfristtrend EUR/USD



Quellen: Bloomberg, DekaBank
Zeitraum: 06.10.2015 – 06.10.2020

Tabellenanhang Wertentwicklung:

S&P 500

06.10.2010	06.10.2011	06.10.2012	06.10.2013	06.10.2014	06.10.2015	06.10.2016	06.10.2017	06.10.2018	06.10.2019
0,43%	25,40%	15,71%	16,23%	0,77%	9,13%	17,98%	13,19%	2,30%	13,85%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

STOXX 600

06.10.2010	06.10.2011	06.10.2012	06.10.2013	06.10.2014	06.10.2015	06.10.2016	06.10.2017	06.10.2018	06.10.2019
-12,28%	19,04%	13,05%	8,43%	7,26%	-4,88%	13,61%	-3,35%	1,01%	-3,77%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

Investment Grade Europa

06.10.2010	06.10.2011	06.10.2012	06.10.2013	06.10.2014	06.10.2015	06.10.2016	06.10.2017	06.10.2018	06.10.2019
-1,87%	12,26%	3,98%	7,94%	-0,10%	6,70%	0,90%	-0,27%	6,46%	0,50%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

Euro High Yield Index

06.10.2010	06.10.2011	06.10.2012	06.10.2013	06.10.2014	06.10.2015	06.10.2016	06.10.2017	06.10.2018	06.10.2019
-8,90%	27,95%	12,23%	8,54%	1,01%	7,70%	7,76%	0,56%	4,66%	0,65%

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: 12.10.2020

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