



Verehrte Leserinnen und Leser,

das bemerkenswerte Schauspiel um die US-Präsidentschaftswahl befindet sich im letzten Akt. Es gab dramatische und komödiantische Einlagen, aber was für die Finanzmärkte am wichtigsten war: Es gab einen Gewinner. Das Horrorszenario einer in Chaos oder sogar Gewalt versinkenden US-Demokratie fand nicht statt. Die noch bestehenden Restrisiken von Anfechtungen oder Neuauszählungen sind unserer Meinung nach gering, so dass mit der Vereidigung von Joe Biden am 20. Januar der Vorhang zu dieser Wahl fallen sollte. Seit fünfzig Jahren wäre dies der erste Präsident, der ohne eine Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses ins Weiße Haus einzieht. Während zu Zeiten von Ronald Reagan auch unter solchen Umständen das Regieren noch möglich war, ist seitdem das Verhältnis von Demokraten und Republikanern in den USA immer unversöhnlicher geworden. Das bedeutet, dass der neue Präsident von seiner wirtschaftspolitischen Agenda – etwa Steuererhöhungen,

Umwelt- und Klimapolitik, Ausweitung der Gesundheitsvorsorge – nichts wird in die Tat umsetzen können. An den Märkten wird dies nicht als nachteilig angesehen, im Gegenteil: Die Rahmenbedingungen für die US-Unternehmen sind gut. Und in der Handelspolitik, in welcher der Präsident weitgehend ohne Kongress regieren kann, unterscheidet sich Biden von seinem Vorgänger mehr im Ton als in der Sache: Das Zurückdrehen der Globalisierung in wichtigen Sektoren der Weltwirtschaft wird weitergehen.

In den USA wurde noch gezählt, da wendeten sich die Märkte schon wieder dem nächsten Megathema zu: Fortschritte auf dem Weg zu einem Corona-Impfstoff waren zwar zu erwarten gewesen, die Ankündigung eines baldigen Zulassungsantrags durch BioNTech/Pfizer war trotzdem eine große Erleichterung für die Märkte. Es ist weniger eine vollkommen neue Perspektive in der Corona-Krise als eine Reduzierung des Risikoszenarios von ewigen Lockdowns oder sogar noch weiteren Beschränkungen für die Wirtschaft, die hier aufgemacht wurde. Im besten Fall kann im ersten Halbjahr der Impfschutz für die Risikogruppen schon weit ausgebaut werden, so dass parallel eine dauerhafte Öffnung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen möglich wird.

Alles in allem waren das gute Nachrichten für die Anlagemärkte in der ersten Novemberhälfte. Es bleiben immer noch viele Risiken und Herausforderungen bestehen, denn die konjunkturellen Beeinträchtigungen durch die Infektionszahlen in Europa und nun wahrscheinlich auch wieder verstärkt in den USA müssen abgearbeitet werden. Auch müssen wir bereits einen Schritt weiterdenken und die irgendwann notwendige Rücknahme von fiskal- und geldpolitischen Impulsen mit bedenken. Doch im Großen und Ganzen bewegt sich die Entwicklung in die von uns erwartete Richtung. Vor diesem Hintergrund haben wir in unserer taktischen Allokation die Aktien und High Yield-Anleihen in die Übergewichtung genommen.

Ihr

Jörg Boysen
Chefanlagestrategie Deka Investment

Aktuelle Positionierung

Die erneuten Kursrückgänge im Umfeld der US-Wahl haben wir für eine antizyklische Erhöhung unserer Risikoauslastung genutzt. In der taktischen Anlagestrategie gewichten wir Aktien und Income-Anleihen gegenüber Staatsanleihen über. Die konstruktivere Risikoausrichtung basiert im Wesentlichen auf der Annahme einer sich weiter aufhellenden Konjunktorentwicklung im kommenden Börsenjahr, in dem mit Hilfe von wahrscheinlich mehreren wirksamen Impfstoffen gegen Covid-19 die Pandemie erfolgreich bekämpft und die wachstumsbremsende Wirkung aufgehoben wird. Trotz allem Optimismus können insbesondere auf kurze Sicht weitere deutliche Kursschwankungen nicht ausgeschlossen werden, die fundamentale Entwicklung ist schließlich noch fragil. Eine erneute Marktschwäche würden wir allerdings eher zum Aufstocken bestehender Positionen nutzen, als für eine Rückführung in Richtung Neutralstellung. Die taktische Sicht entspricht damit momentan der bereits länger gültigen strategischen Meinung, in der wir Risikoanlagen gegenüber niedrigverzinsten Staatsanleihen bevorzugen. Gleiches gilt im Übrigen für unsere Empfehlung einer spürbaren Goldbeimischung, zur Diversifikation im Multi-Asset-Kontext. Für den Trend des Euro gegenüber dem US-Dollar sind wir vor allem langfristig optimistischer gestimmt, welches erste Dollarsicherungen dennoch nicht ausschließt.

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

Europa hart getroffen von der zweiten Corona-Welle

Die Anzahl der Neuinfektionen mit dem Coronavirus ist in den vergangenen Wochen unerwartet schnell angestiegen. Die konjunkturelle Erholung in Europa bekommt Ende 2020 einen sichtbaren Dämpfer. Denn die zweite Corona-Welle hat die Regierungen zu neuerlichen Lockdown-Maßnahmen genötigt, die ökonomische Bremsspuren hinterlassen werden.

Es gibt aber durchaus Unterschiede zum Frühjahr: Vor allem sollen die produzierenden Unternehmen von Einschränkungen verschont sowie Kitas und Schulen grundsätzlich geöffnet bleiben.

Die Börsen haben bislang insgesamt recht gelassen reagiert. Die grundsätzliche Perspektive auf eine fortgesetzte konjunkturelle Erholung in 2021 besteht nach wie vor. Die Aufholprozesse hinsichtlich der Corona-bedingten Produktionsausfälle aus diesem Frühjahr dauern aber länger.

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

- Corona-Pandemie belastet Wachstum in Europa stärker als in den USA und China. Erneuter Wachstumsrückgang im Winterhalbjahr 2020/21 wegen zweiter Infektionswelle fällt deutlich milder aus als die Rezession im ersten Halbjahr 2020.

- 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): Abkommen zum freien Warenverkehr scheint noch möglich, No-Deal-Brexit ist aber nicht ausgeschlossen. Anhaltende Unsicherheit sowie zu erwartende Handelsbarrieren dämpfen Wachstumspotenzial für UK.

- USA: 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 nehmen Corona-Krise vergleichsweise gelassen hin. An den Anleihemärkten weitere Verringerung der Risikoprämien, vor allem in den Hochzinsbereichen positive Gesamtertragsersparungen.

- Nullzinszeit: Extremes Niedrigzinsumfeld wird zum neuen Normalzustand. Dies wird durch die Corona-Krise nochmals verstärkt. Kaufkraftverlust 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 umfassenden 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 steigender 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

Im Nachgang der US-Wahl haben wir entschieden, die Risikoauslastung (bzw. Risikoneigung) in der taktischen Anlagestrategie um eine Stufe zu erhöhen. In Richtung Jahresende werden in der neuen Ausrichtung sowohl Aktien als auch Income-Anleihen (Unternehmensanleihen & EM-Anleihen) präferiert.

Mit der Novemberausgabe des Deka-Investmentbriefs möchten wir anzeigen, dass in den kommenden Handelswochen und Monaten aus unserer Sicht eher positive Erträge mit Risikoanlagen verdient werden können. Zu Beginn des vierten Quartals hatten wir zunächst an unserer zurückhaltenden Positionierung festhalten und vorhandene Risikobudgets geschont. In der Rückbetrachtung hatte sich diese Vorgehensweise durchaus ausgezahlt, da nicht nur europäische Aktien eine mehrmonatige Konsolidierungs- und Korrekturphase durchlebten, auch US-Aktien hatten im September wie auch Ende Oktober/ Anfang November je zwei zehnpromtente Rücksetzer zu verzeichnen. Entsprechend hatten wir zuletzt ausgedrückt, dass der Zeitpunkt für eine konstruktivere Strategieausrichtung inklusive einer Aktienübergewichtung näher rücken dürfte.

Im Zuge der mehrfachen Korrekturwellen hatte sich die Investorenstimmung in Teilen auf panikartigen Niveaus bewegt. Insbesondere die Unsicherheit gemessen an der Aktienmarktvolatilität schaltete zwischenzeitlich zurück in den Krisenmodus, so dass kurzzeitig sogar die Verunsicherung über näherliegende Zeiträume größer war, als jene in weiter Zukunft. Dieser Zustand ist nicht nachhaltig und so überrascht uns die Kursrallye nach der US-Wahl nicht, trotz des knappen Wahlausgangs und noch vorausliegender politischer Hürden.

Steilheit der Volatilitätskurve von US-Aktien



Quellen: Bloomberg, DekaBank
Zeitraum: 01.01.2018 – 10.11.2020

Die Perspektive für weitere gute Kurschancen ergibt sich nach vorne blickend vor allem im Zusammenhang mit der freudigen Meldung über die erfolgreiche Erforschung von mindestens einem Impfstoff gegen Covid-19. Diese Veränderung im fundamentalen Rahmenbild stärkt unsere Überzeugung in der Annahme einer Fortsetzung der Konjunkturerholung über die kommenden Quartale. Wir können nun sogar erstmals mit einer hohen Gewissheit annehmen, dass die Corona-Pandemie zeitlich begrenzt und hoffentlich bereits im Jahresverlauf 2021 beendet sein wird. Dies stellt ein starkes Signal für alle konjunktursensitiven Marktsegmente dar, zu den unweigerlich die Aktien- und Spread-Märkte gehören.

Natürlich dürfte die Konjunkturaufhellung keine Einbahnstraße bleiben, so dass von zeitweisen Enttäuschungen auszugehen ist. Eine Trendumkehr sollten die dann befristeten Kursrückgänge jedoch nicht bewirken können. Unter dieser Prämisse sollte es daher auch nicht überraschen, dass für uns die Empfehlung einer weiteren Aktienquotenerhöhung momentan näherliegt, als eine Rückführung der Positionierung auf die Neutralstellung.

Im Rahmen der erwarteten Konjunkturerholung gehen wir von leicht ansteigenden Renditen für Staatsanleihen bester Bonität aus, wenngleich mit der anhaltend expansiven Ausrichtung aller großen Notenbanken kein Verlassen des Negativ- bzw. Niedrigzinsumfelds angezeigt ist. Weiterhin halten wir an unseren US-Dollarabsicherungen fest sowie an der mittel- bis langfristig orientierten Goldbeimischung. Sollten die Realzinsen deutlicher ansteigen (und die Erwartung an Gegenmaßnahmen seitens der Notenbanken abnehmen), werden wir die Position neu im Gesamtkontext abwägen.

AKTIEN

Der Ausgang der US-Wahlen und die Aussicht auf einen zeitnah zur Verfügung stehenden Impfstoff gegen das Coronavirus haben zu einem regelrechten Kursfeuerwerk an den Aktienmärkten geführt. Nachdem die Notierungen infolge regionaler Lockdowns in Europa und der Unsicherheit über den neuen US-Präsidenten zunächst um etwa 10 % gefallen waren, setzte im November eine dynamische Erholungsbewegung ein. Auch wenn sich die Auszählung der Stimmen einige Tage hingezogen hat, scheint mit Joe Biden mittlerweile ein offizieller Sieger gefunden. Wie schon in 2016 waren die Demoskopien jedoch deutlich zu optimistisch hinsichtlich eines klaren Wahlerfolgs der Demokraten. Die vielfach prognostizierte „Blaue Welle“ (Joe Biden als Präsident und eine deutliche Mehrheit der Demokraten im Kongress) scheint wohl auszubleiben. Finale Gewissheit über die Machtverhältnisse in der US-Regierung wird aber erst die noch anstehende Stichwahl von zwei Senatssitzen Anfang Januar liefern. Aber auch eine mögliche Klage Donald Trumps vor dem

Verfassungsgericht könnte kurzfristig noch für etwas Verunsicherung sorgen, bis der neue Präsident endgültig vereidigt ist. Im Falle einer geteilten Regierung (Joe Biden als neuer Präsident aber eine Mehrheit der Republikaner im Senat) ist die Wahrscheinlichkeit für ein umfangreiches Konjunkturpaket zunächst gesunken. Die Gefahr einer spürbaren Erhöhung der Unternehmenssteuern wäre damit aber auch erstmal vom Tisch, was insbesondere den US-Aktienmarkt eindeutig unterstützt.

Wertentwicklung Aktien Europa und USA



Quellen: Wertentwicklung indiziert (01.01.2015 = 100), Refinitiv, DekaBank
Zeitraum: 01.01.2015 – 10.11.2020

Im Rahmen der taktischen Anlagestrategie wurde die erhöhte Volatilität im Umfeld der US-Wahl genutzt und die Aktienquote von neutral auf Übergewichten genommen. Die Nachricht über einen wirksamen Impfstoff bekräftigt die mittelfristig positive Sicht auf die Märkte zusätzlich. Zweifels- ohne muss infolge der jüngsten Corona-Einschränkungen zunächst mit einer spürbaren Wachstumsabkühlung im vierten Quartal gerechnet werden. Die Situation ist jedoch nicht vergleichbar mit der im Frühjahr. Zum einen gestaltet sich die konjunkturelle Erholung in den USA und China als ausgesprochen robust und sorgt auf globaler Ebene für eine relativ stabile Nachfrage. Zum anderen darf die Impfung eines Großteils der Bevölkerung durchaus als „Game Changer“ für die kommenden Jahre angesehen werden. Gerade in der Annahme einer nur noch zeitlich befristeten Unterstützung, werden Notenbanken und Regierungen ihre Politik zunächst weiter expansiv ausrichten. Die Sorge vor immer wiederkehrenden „Lockdowns“ sollte jedoch sukzessive am Markt ausgepreist werden. Entsprechend scheint das erwartete Gewinnwachstum der Unternehmen von 24 % in den USA bzw. 40 % in Europa durchaus realistisch für das kommende Jahr und rechtfertigt wiederum die im historischen Kontext erhöhte Bewertung. Sollte die Aussicht auf einen nachhaltigen Konjunkturaufschwung zu steigenden Renditen an den Rentenmärkten führen, muss jedoch mit stärkeren Verschiebungen im Bereich der Regionen und Branchen gerechnet werden. Eine erhöhte Nachfrage nach zyklischen Sektoren

und Finanzwerten würde im dem Zusammenhang den europäischen Aktienmarkt begünstigen. Das Aufholpotenzial ist infolge einer langfristig unterdurchschnittlichen Wertentwicklung durchaus beträchtlich. Trotz des jüngsten Kursanstiegs beträgt die Performancelücke zwischen dem Euro-Stoxx 50 und dem S&P 500 alleine in diesem Jahr noch immer mehr als 15 %.

Wertentwicklung EU-Banken und Bundrendite



Quellen: Wertentwicklung indiziert für EU-Banken (01.01.2015 = 100), Refinitiv, DekaBank
Zeitraum: 01.01.2015 – 10.11.2020

STAATSANLEIHEN

Aber nicht nur bei Aktien, sondern auch am Rentenmarkt haben die jüngsten Entwicklungen für enorme Kursschwankungen gesorgt. Infolge des zunächst unklaren Wahlausgang ist die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bis auf 0,95 % angestiegen, um nur kurze Zeit später in Richtung 0,70 % zu fallen. Die Hoffnung auf ein umfangreiches Fiskalpaket in einer Größenordnung von 2 bis 3 Billionen US-Dollar unter einem neuen Präsidenten Joe Biden ließ die Anleiheinvestoren im ersten Schritt vorsichtiger werden. Die aller Voraussicht nach fehlende Mehrheit der Demokraten im Kongress sorgte jedoch für eine gewisse Ernüchterung und wieder deutlich tiefere Renditen. Europäische Staatsanleihen zeigten sich dagegen relativ unbeeindruckt von den politischen Entwicklungen in den USA. Während die 10-jährige Bundrendite unter dem Eindruck regionaler Lockdowns bis auf -0,65 % zurückging, konnten sich die Risikoaufschläge europäischer Peripherieanleihen sogar weiter einengen. Dank der anhaltenden Kaufprogramme der EZB handeln die Spreads vieler Länder wieder in der Nähe ihrer historischen Tiefstände. Erst die Nachricht über einen baldigen Impfstoff ließ die Renditen in der Breite spürbar steigen. 10-jährige Bundesanleihen konnten sich zumindest bis auf -0,50 % erholen und auch US-Treasuries handeln wieder bei knapp 1 %, dem höchsten Niveau seit März dieses Jahres. Auch wenn die Zentralbanken ihre expansive Politik noch für längere Zeit fortsetzen und möglicherweise sogar verstärken, könnte für den Fall einer

stabilen Konjunkturerholung die fundamentale Situation wieder stärker in den Fokus der Anleger rücken. Makroökonomische Daten wie beispielsweise Einkaufsmanagerindizes und Inflationserwartungen deuten schon seit einigen Monaten auf höhere Renditeniveaus hin. Wir halten daher im Rahmen der taktischen Anlagestrategie unverändert an einer moderat vorsichtigen Durationspositionierung fest. Dies drückt sich durch eine deutliche Untergewichtung in Kerneuropa und den USA aus.

Inflationserwartung und Rendite US-Treasuries



Quellen: Renditedifferenz 10- und 2-jähriger Anleihen, Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2005 – 10.11.2020

Die Präferenz innerhalb der Staatsanleihen liegt damit weiterhin auf den Schwellenländern. Trotz zuletzt steigender US-Renditen konnten sich die Emerging Market Spreads im November nochmal deutlich einengen. Die Aussicht auf eine nachhaltige Verbesserung in den Handelsbeziehungen mit den USA, infolge eines Regierungswechsels, spielt dabei eine ganz wesentliche Rolle. Dennoch bleibt die Attraktivität sowohl im historischen Kontext als auch relativ zu anderen Anleihe-segmenten bestehen. Entsprechend bleiben Schwellenländeranleihen in lokaler Währung als auch in US-Dollar in der Anlagestrategie klar übergewichtet.

Risikoprämie von EM-Anleihen weiter gesunken



Quellen: Bank of America Emerging Markets Government Bond Index USD, Refinitiv, DekaBank. Zeitraum: 01.01.2007 – 10.11.2020

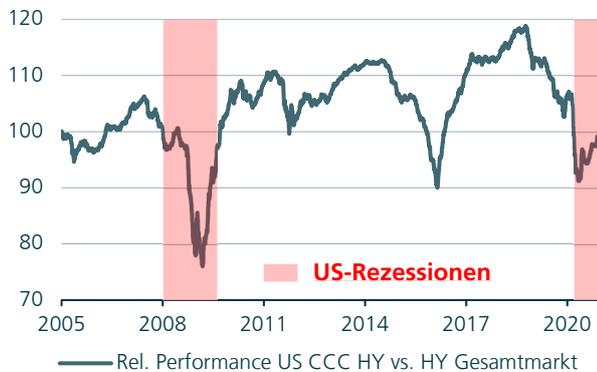
UNTERNEHMENSANLEIHEN

Die Credit-Segmente bleiben ein wesentlicher Anker in unserer Asset Allokation. Trotz aller Unsicherheiten über die Sommer- und Herbstmonate erfuhren Unternehmensanleihen seit Mitte März pro Woche durchgängig Mittelzuflüsse. Dies ist aus unserer Sicht ein klares Statement für die Attraktivität der Anlageklasse. Ohnehin ist bereits länger zu beobachten, dass strukturell höhere Credit-Bestände gegenüber Staatsanleihen bester Bonität gehalten und weiter aufgebaut werden. Im Umfeld noch langanhaltend expansiver geld- und fiskalpolitischer Maßnahmen, erscheint dies auch durchaus angebracht und attraktiv.

Nach erneuter Reflektion der Rahmenbedingungen wurde entschieden, eine leichte Adjustierung innerhalb der Credit-Segmente vorzunehmen. Innerhalb der Anlagestrategie wird die Allokation von Hochzinsanleihen zu Lasten von Unternehmensanleihen leicht angehoben, so dass in Folge eine Übergewichtung von sowohl Unternehmensanleihen aus dem Investmentgrade-Bereich als auch Anleihen aus den spekulativeren Segmenten resultiert. Eine Umschichtung würden wir gleichmäßig über die EUR- und USD-Emittenten vornehmen. Die Anpassung ist auch Ausdruck einer erhöhten Überzeugung für moderat ansteigende Renditen bei Staatsanleihen bester Bonität. IG-Credits bleiben trotz der Anpassung dennoch grundsätzlich unterstützt. Der vergleichsweise hohe Zinsanteil bei Unternehmensanleihen bester Bonität könnte allerdings perspektivisch eine zunehmende Belastung für die Wertentwicklung darstellen. Hochzinsanleihen laufen demgegenüber zinsunabhängiger und sollten im Rahmen einer zunehmend frühzyklischen Konjunktorentwicklung ein attraktiveres Auszahlungsprofil aufweisen.

Hinweisen möchten wir an dieser Stelle noch auf eine Marktbetrachtung, die unsere Überzeugung hinsichtlich nun leicht erhöhter Hochzinsbestände unterstützt. Nachfolgend können Sie die relative Wertentwicklung von bonitätsschwachen HY-Anleihen gegenüber dem Gesamtmarkt erkennen. Positiv am jüngsten Rand ist, dass sich die Performance jener fundamental schwächeren Segmente trotz zwischenzeitlich vermehrter Risikothemen (2. Corona-Welle / US-Wahl) kontinuierlich verbessert und neue relative Preishochs erreicht hat. Dies steht im Gegensatz zu Q4 2019 und Anfang 2020, wo im Umfeld höherer Aktienmarktkurse und Diskussionen über den Fortschritt der bereits spätzyklischen Konjunktorentwicklung die Performance der schwächeren HY-Emittenten sukzessive weggebrochen ist. Das Markt-muster entspricht damit dem Verlauf historischer Ab- und Aufschwünge.

Relative Wertentwicklung bonitätsschwacher US-HY-Anleihen gegenüber dem Gesamtmarkt



Quellen: ICE, Bloomberg, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2015 – 10.11.2020

WÄHRUNGEN

Der EUR-USD-Wechselkurs startete mit 1,17 in den Oktober und lag zum Monatsende bei 1,16. Besser als erwartete Wirtschaftsdaten in der Eurozone haben die europäische Einheitswährung zunächst sogar bis in die zweite Oktoberhälfte hinein gegenüber dem US-Dollar auf 1,19 ansteigen lassen. In den letzten Oktobertagen hat der Euro dann relativ abgegeben. Im Zuge der am 28. Oktober bekanntgegebenen weitreichenden Einschränkungen des öffentlichen Lebens zur Bekämpfung der Corona-Neuinfektionen insbesondere in Deutschland und Frankreich hat der Euro zügig auf 1,16 abgewertet. Die im Oktober stark steigenden Infektionszahlen in Europa dämpfen die Wachstumsperspektiven für den Euroraum. Nach der positiven Überraschung im dritten Quartal mit einem kräftigen Wachstumsplus im Euroraum von 12,7 % im Vergleich zum Vorquartal, ist nun im vierten Quartal wieder eine erneute Schrumpfung der Wirtschaftsleistung zu erwarten. Die Europäische Zentralbank und die Regierungen der EWU-Länder sind alarmiert und bereit, weitere Lockerungen der Geld- und Fiskalpolitik vorzunehmen. Die EZB hat bei ihrem Zinsentscheid am 29. Oktober zusätzliche geldpolitische Unterstützungsmaßnahmen für den Euro-Wirtschaftsraum in Aussicht gestellt, wodurch die hiesige Währung ebenfalls belastet wurde. Der EUR-USD-Wechselkurs reagierte dagegen im Nachgang der US-Präsidenten- und Kongresswahlen vom 3. November zunächst positiv mit Zugewinnen von etwa zweieinhalb Cents in den Bereich von 1,1850. Auch in den USA sind zuletzt wieder stark steigende Neuinfektionen zu registrieren. In der ersten November-Woche sind parallel zu den Wahlen erstmals Neuinfektionen von mehr als 100.000 Menschen pro Tag in den USA zu beobachten.

Die charttechnische Verfassung im Wechselkursverhältnis zeigt derzeit eine Seitwärtsbewegung zwischen 1,16 und 1,19 an. Derzeit verharren die technischen Indikatoren innerhalb dieser Trading Range auf neutralen Niveaus. Erst nachhaltige Schlusskurse jenseits dieser Marken würden ein prozyklisches Signal liefern und weiterführendes Momentum erwarten lassen. Die relativ hohe Wechselkursvolatilität beider Währungen im laufenden Jahr geht klar einher mit dem Ausbruch der Coronavirus-Pandemie. Die politischen und wirtschaftlichen Unsicherheitsfaktoren, nicht zuletzt auch um die Fiskal- und Geldpolitik in den USA und Euroland, deuten nicht auf eine Rückbildung der Schwankungen auf die Februar-Tiefs beim EUR-USD-Wechselkurs hin.

Euro-Dollar und Volatilität des Währungspaars



Quellen: Refinitiv, DekaBank.
Zeitraum: 01.01.2016 – 10.11.2020

Der Ausgang der US-Wahlen ist zudem weiterhin nicht eindeutig. Juristische Auseinandersetzungen in den USA bezüglich der Präsidentschaftswahl dürften mindestens den ganzen November andauern, bevor die Wähler ab Mitte Dezember über den nächsten Präsidenten abstimmen. Eine Pfad-abhängige Vorgehensweise in Abhängigkeit der verschiedenen Szenarien bietet sich an. Je deutlicher ein Wahlsieg der US-Demokraten zu erwarten ist, desto mehr US-Dollarschwäche sollte zu erwarten sein. Kurzfristig andauernde politische Unsicherheiten stellen potenzielle Belastungsfaktoren für die Entwicklung des Greenbacks gegenüber der europäischen Einheitswährung dar. Die Perspektive für die EUR-USD-Entwicklung wird vor allem langfristig konstruktiv zu Gunsten des Euros eingeschätzt. Diese Sichtweise beschränkt sich dabei nicht nur auf das Wechselkursverhältnis gegenüber dem Euro, sondern betrifft auch die generelle Kursentwicklung des Dollars gegenüber anderen globalen Währungen. Taktisch sollten Euro-Anleger daher auch bereits erste Schritte zu einer Währungssicherung von USD-Investments gehen, jedoch ohne zum jetzigen Zeitpunkt auch nur Ansatzweise in die Nähe einer Vollversicherung zu gelangen.

Tabellenanhang Wertentwicklung:

S&P 500

10.11.2010	10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019
10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019	10.11.2020
1,72%	11,31%	28,32%	15,12%	2,13%	4,12%	19,14%	7,70%	11,22%	14,63%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

Euro STOXX 50

10.11.2010	10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019
10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019	10.11.2020
-20,77%	9,97%	22,38%	1,97%	10,69%	-11,06%	17,96%	-10,14%	14,56%	-6,95%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

STOXX Europe 600 Banks

10.11.2010	10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019
10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019	10.11.2020
-35,96%	23,49%	29,31%	2,57%	5,66%	-14,34%	21,19%	-16,07%	0,59%	-25,74%

Quellen: Bloomberg , DekaBank, eigene Berechnungen.

US High Yield Index

10.11.2010	10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019
10.11.2011	10.11.2012	10.11.2013	10.11.2014	10.11.2015	10.11.2016	10.11.2017	10.11.2018	10.11.2019	10.11.2020
3,03%	14,29%	8,52%	6,05%	-2,87%	10,24%	9,22%	1,96%	8,21%	5,51%

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: 12.11.2020

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