

Aktueller Marktkommentar

Die Börsen haben weiter zugelegt, trotz anhaltend gemischter Konjunkturdaten und stockenden Handelsverhandlungen zwischen den USA und China. Weiterhin recht defensiv positionierte Marktteilnehmer kaufen Aktien nach Rücksetzern am Markt, um auf die Rally noch aufzuspringen – das nährt die Rally. Zudem zwingt die starke Aktienmarktentwicklung Hedge Fonds zunehmend, ihre Short-Positionen zu reduzieren. Ein marktfreundlicher Ausgang der Wahl in Großbritannien – Umfragen sprechen für einen Wahlsieg von Boris Johnson – dürfte zum geordneten Brexit am 31.01.2020 führen und den Weg frei machen für ein umfassendes Fiskalpaket. Dies oder eine erste Einigung zwischen den USA und China im Handelsstreit würde Aktien kurzfristig noch einmal beflügeln. Selbst bei sich deutlich erholenden Konjunkturdaten könnte es danach aber enger werden, denn der Aktienmarkt preist bereits eine merkliche Konjunkturerholung ein. Die Bewertungen sind mittlerweile recht ambitioniert und die Konjunkturerholung dürfte wenig dynamisch ausfallen.

Kurzfristiger Ausblick

Die politischen Unsicherheiten in Europa könnten mit den Wahlen in Großbritannien am 12. Dezember und der damit verbundenen Entscheidung über den Brexit-Kurs weiter abnehmen. Auf der anderen Seite des Atlantiks wird der weitere Fortgang des „Phase-1“-Deals im Handelsstreit von zentraler Bedeutung sein. Sollte dieser nicht zeitnah beschlossen werden, dürfte am 15. Dezember die nächste Runde der US-Zölle gegenüber China starten. Auf der geldpolitischen Seite tagt die US-Zentralbank Fed am 11. Dezember und die Europäische Zentralbank EZB am 12. Dezember. Der Markt erwartet bei beiden keine weitere Zinssenkung in 2019. Diese Woche dürfte der Markt sein Augenmerk auf den US-Einkaufsmanagerindex der Industrie (02.12., ISM) sowie auf die US-Arbeitsmarktzahlen (06.12.) und die Oktober-Industrieproduktionsdaten von Deutschland legen. Am 10. Dezember werden die ZEW-Wirtschaftsumfrage und die Oktober-Industrieproduktionsdaten mehrerer europäischer Länder veröffentlicht.

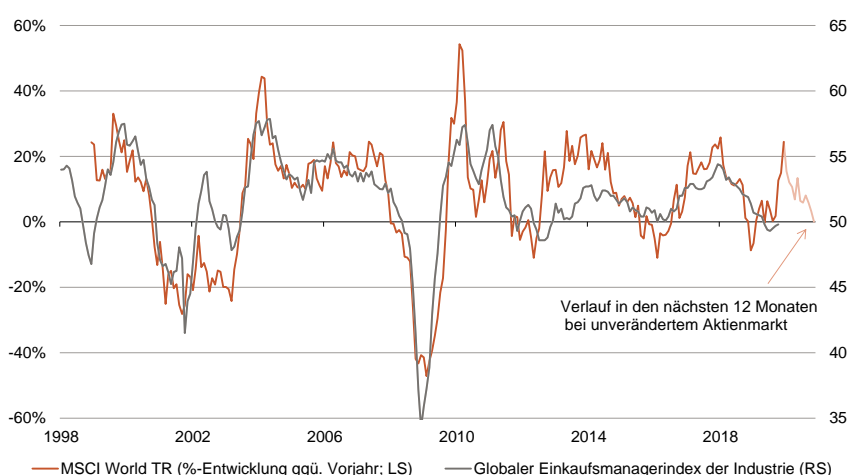
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

- Performance
- Positionierung
- Sentiment
- Überraschungsindikatoren
- Konjunktur
- Währungen
- Aktien
- Staatsanleihen & Zentralbanken
- Unternehmensanleihen
- Rohstoffe

Die Brexit-Frage könnte im Gegensatz zu dem Handelsstreit bald geklärt sein.

Für Dezember werden keine geldpolitischen Impulse durch die Fed oder EZB erwartet.

Aktienmarkt hat eine Konjunkturerholung weitestgehend eingepreist



- Gemessen am Einkaufsmanager hat sich die Abschwächung der globalen Industrie bereits seit Juli verlangsamt. Die nächste Veröffentlichung Anfang Dezember könnte mit einem Wert über 50 eine Bodenbildung der Aktivität zeigen. Der Aktienmarkt hat dies und eine Erholung bereits größtenteils eingepreist.
- Kommt es zu der von uns erwarteten Stabilisierung und Erholung des Konjunkturwachstums, erscheint das weitere Renditepotenzial deshalb begrenzt. Eine Wiederholung der starken Entwicklung von 2019 ist unwahrscheinlich.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 30.11.1998 - 30.11.2020



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (01.11.19 - 29.11.19)	YTD (31.12.18 - 29.11.19)	29.11.18	29.11.17	29.11.16	29.11.15	28.11.14
			29.11.19	29.11.18	29.11.17	29.11.16	29.11.15
Aktien Industrienationen	3,3	28,9	18,6	4,6	10,1	2,7	16,9
Globale Wandelanleihen	2,7	18,6	14,4	3,7	5,4	3,3	15,4
Aktien Frontier Markets	2,0	17,6	13,4	-7,5	17,6	-1,5	-2,4
USD/EUR-Wechselkurs	1,3	4,1	3,4	4,0	-10,1	-0,5	17,5
Globale Unternehmensanleihen	1,1	13,9	14,7	0,5	-3,2	3,1	12,9
Brent	0,9	27,6	13,8	6,3	12,6	-13,5	-36,1
Aktien Emerging Markets	0,5	14,6	10,4	-6,7	21,9	6,1	-1,2
Globale Staatsanleihen	0,1	9,0	11,1	1,6	-5,5	3,6	12,3
Eonia	0,0		-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1
REITs	-0,3	27,6	18,9	2,6	-1,7	-1,3	15,5
Gold	-2,7	18,0	22,8	-0,8	-2,9	11,8	6,5
Industriemetalle	-4,7	7,9	2,6	-5,2	2,5	29,0	-20,5

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index; Globale Staatsanleihen: Bloomberg Barclays Global Agg Treasuries TR; Globale Unternehmensanleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate Credit TR; Globale Wandelanleihen: Bloomberg Barclays Global Convertibles Composite TR; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR; Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Eonia: Eonia Capitalization Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- Mit der Ausnahme von Industriemetallen legten risikobehaftete Anlagen im November zu Industrienationen-Aktien gewannen mehr als 3% hinzu, gefolgt von Wandelanleihen.
- Viele Investoren sind immer noch vorsichtig positioniert und springen nun auf die Aktienmarkttrally auf.
- Die einzige Anlageklasse, die dieses Jahr bis dato einen Verlust verzeichnen musste, ist Kasse.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.11.2014 - 29.11.2019

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (01.11.19 - 29.11.19)	YTD (31.12.18 - 29.11.19)	29.11.18	29.11.17	29.11.16	29.11.15	28.11.14
			29.11.19	29.11.18	29.11.17	29.11.16	29.11.15
S&P 500	4,0	32,7	20,9	10,8	9,0	7,6	21,1
Russell 2000	3,7	26,8	11,6	4,4	5,5	11,9	21,9
Stoxx Europa Small 200	2,9	25,2	18,2	-5,6	21,6	-6,6	20,0
Stoxx Europa Zyklisch	2,7	23,9	16,1	-10,0	20,6	-5,4	9,4
Euro Stoxx 50	2,2	26,7	20,0	-9,2	21,1	-10,3	10,0
Topix	2,2	22,0	12,5	-2,5	12,1	2,4	30,6
MSCI Großbritannien	2,2	19,4	13,3	-1,5	8,8	-8,4	10,5
DAX	2,1	25,4	17,2	-13,5	23,0	-6,0	13,2
Stoxx Europa 50	2,0	25,1	18,0	-4,7	16,5	-11,1	10,2
Stoxx Europa Defensiv	1,7	20,7	15,4	3,5	12,3	-13,0	11,8
MSCI EM Asien	1,3	15,7	11,5	-8,5	25,6	5,2	5,8
MSCI EM Osteuropa	-1,7	30,1	24,5	6,0	16,8	10,7	-0,3

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; Topix: Topix TR (japanische Aktien); Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; Russell 2000: Russell 2000 TR (US Small Caps); Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclical TR; Stoxx Europa Defensiv: Stoxx Europe Defensives TR; DAX: DAX TR; MSCI Großbritannien: MSCI UK TR; MSCI EM Asien: MSCI EM Asia TR; MSCI EM Osteuropa: MSCI EM Eastern Europe TR.

- US-Aktien entwickelten sich nach der Oktober-Underperformance im November wieder besser als alle anderen hier betrachteten Aktienregionen.
- Small Caps sowie zyklische Titel schnitten deutlich besser ab als defensive Aktien. Die Stabilisierung im globalen Einkaufsmanagerindex für die Industrie in den letzten Monaten hat die Hoffnung geweckt, dass es bald zu einer Konjunkturerholung kommt.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.11.2014 - 29.11.2019

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (01.11.19 - 29.11.19)	YTD (31.12.18 - 29.11.19)	29.11.18	29.11.17	29.11.16	29.11.15	28.11.14
			29.11.19	29.11.18	29.11.17	29.11.16	29.11.15
USD Unternehmensanleihen	1,7	18,0	18,9	1,2	-5,4	4,5	17,3
USD Hochzinsanleihen	1,6	16,9	13,7	5,1	-3,0	10,3	12,7
US-Staatsanleihen	1,2	11,4	13,5	2,8	-8,8	1,1	19,0
EUR Hochzinsanleihen	1,0	8,5	7,9	-3,0	6,7	3,9	1,6
Britische Staatsanleihen	0,9	14,7	15,8	-0,4	-1,7	-11,1	17,1
EM-Staatsanleihen (lokal)	0,3	10,4	11,2	0,4	2,2	2,9	3,9
EUR Finanzanleihen	-0,2	6,1	6,2	-1,8	4,1	2,5	1,3
Deutsche Staatsanleihen	-0,2	4,4	5,1	1,4	-1,0	2,8	2,9
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,3	6,5	6,7	-1,5	2,6	3,8	0,2
EUR Inflationsind. Anleihen	-0,4	6,8	7,1	-2,0	4,0	-0,7	2,6
EM-Staatsanleihen (hart)	-0,7	7,5	8,7	-6,9	7,6	4,8	0,6
Italienische Staatsanleihen	-1,7	11,0	14,4	-5,6	3,6	-1,6	6,8

Deutsche Staatsanleihen: Barclays Germany Govt All Bonds TR; Italienische Staatsanleihen: Barclays Italy Govt All Bonds TR; US-Staatsanleihen: Barclays US Treasury TR; Britische Staatsanl.: Barcl. UK Govt All Bonds TR; EUR Inflationsind. Anl.: Barcl. Euro Govt Inflation-Linked Bond All Maturities TR; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: IBOXX Euro Non-Fin. Overall TR; EUR Hochzinsanleihen: Markt iBoxx EUR Liquid HY TR; USD Unternehmensanl.: iBoxx USD Corporates TR; USD Hochzinsanl.: IBOXX USD Liquid HY TR; EM-Staatsanl. (hart): Barcl. EM Hard Currency Agg Govt Related TR; EM-Staatsanl. (lokal): Barcl. EM Local Currency Govt TR.

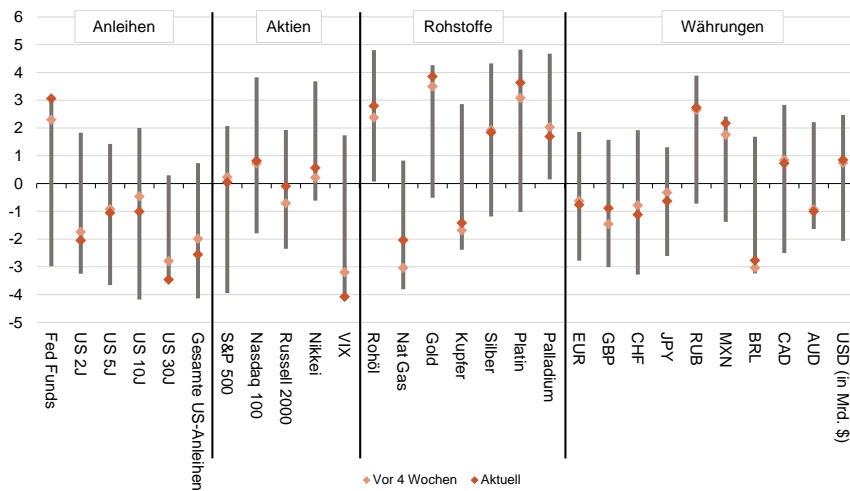
- Innerhalb des Anleihe-segments schnitten US-Anleihen am besten ab, dank der jüngsten USD-Aufwertung.
- Hochzinsanleihen profitierten von einem steigenden Risikoappetit und einem höheren Ölpreis – viele Unternehmen im USD Hochzinsindex befinden sich im Ölsektor.
- Italienische Staatsanleihen haben hingegen knapp 2% über die letzten vier Wochen verloren.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.11.2014 - 29.11.2019



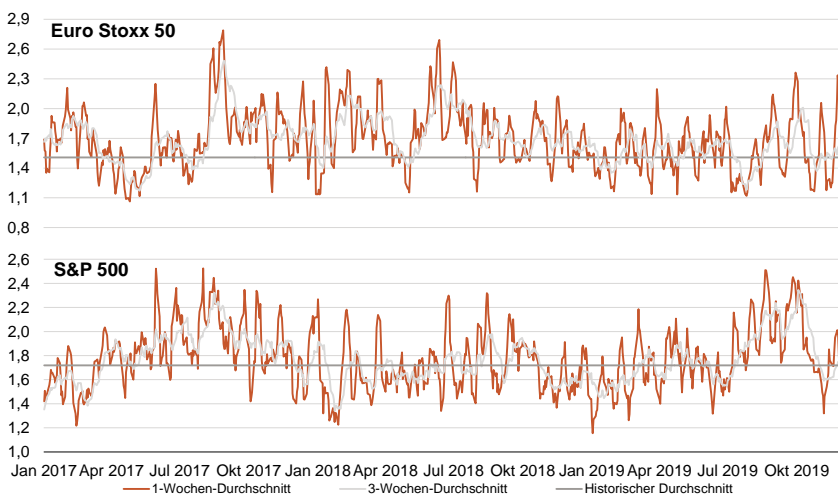
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Investoren sind im Aggregat GBP immer noch short.
- Sollte die britische Wahl, wie die Umfragen momentan suggerieren, zu einer Parlamentsmehrheit von Boris Johnson führen, dürfte der geordnete Brexit Ende Januar beschlossen werden. Dies dürfte zu einer weiteren Reduzierung der GBP-Shorts führen.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. Dabei wird zwischen den Positionen von „Non-Commercial“ und „Commercial Traders“ unterschieden. „Non-Commercial Traders“ gehen rein spekulative Positionen ein. „Commercial Traders“ sichern zugrundeliegende Geschäfte durch Futures oder Optionen ab. Der Chart zeigt die historische, normalisierte Verteilung in Standardabweichungen und konzentriert sich auf die Netto-Future-Position (Long-Positionen minus Short-Positionen) von „Non-Commercial Traders“ und gibt so an, wie sich spekulative Anleger positioniert haben.
 *Gewichtet mit der Duration des jeweiligen Futures.
 Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 19.11.2009 - 19.11.2019

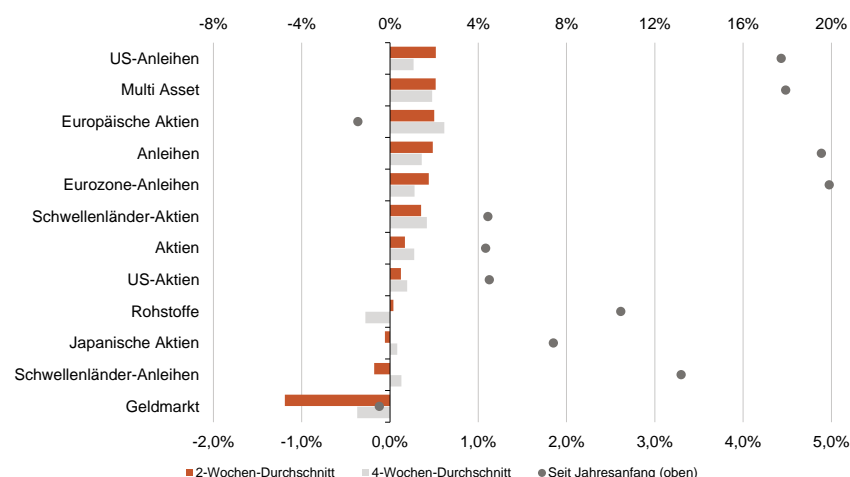
Put-Call-Ratio



- Die Put-Call-Ratio für Eurozonen-Aktien ist zuletzt auf ein Mehrjahreshoch gestiegen. Die Marktteilnehmer scheinen sich nach der starken Rally vermehrt absichern zu wollen. Zumal Put-Optionen aufgrund der niedrigen Volatilität momentan relativ günstig sind.

Die Put-Call-Ratio gibt das Verhältnis von gehandelten Put-Optionen (Spekulation auf fallende Kurse) zu Call-Optionen (Spekulation auf steigende Kurse) über alle Laufzeiten an. Je höher (niedriger) das Ratio ist, desto vorsichtiger (optimistischer) sind die Marktteilnehmer. Die Daten sind für den S&P 500 seit 20.12.1993 und für den Euro Stoxx 50 seit 24.02.2006 verfügbar.
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.12.1993 - 29.11.2019

ETF-Flüsse

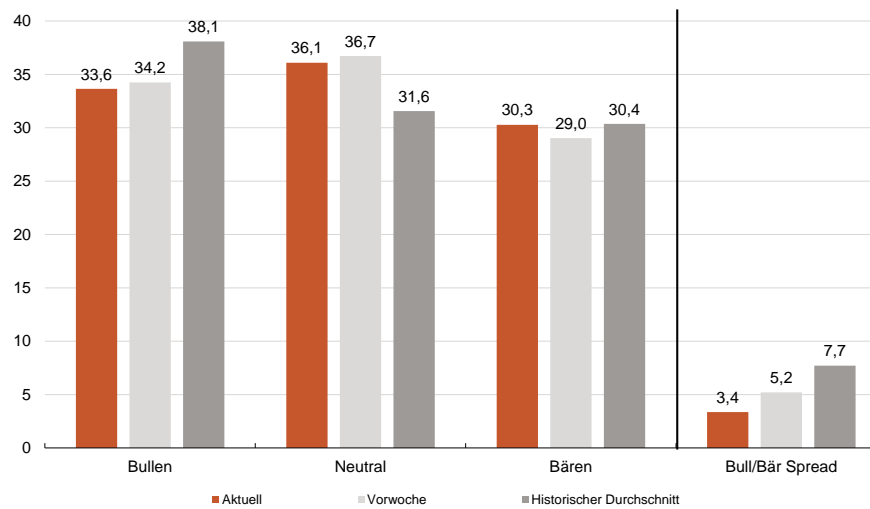


- Die Risk-On-Stimmung an den Märkten zeigt sich zuletzt auch immer stärker in den ETF-Flüssen. Während Geldmarkt-ETFs Abflüsse verzeichneten, wurden insbesondere US-Anleihen, Multi Asset und europäische Aktien nachgefragt.
- Seit Jahresanfang haben europäische Aktien-ETFs jedoch nach wie vor die größten Abflüsse gesehen – diese haben also ein entsprechendes Aufholpotenzial sollte die gute Stimmung an den Börsen anhalten.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2018 - 28.11.2019



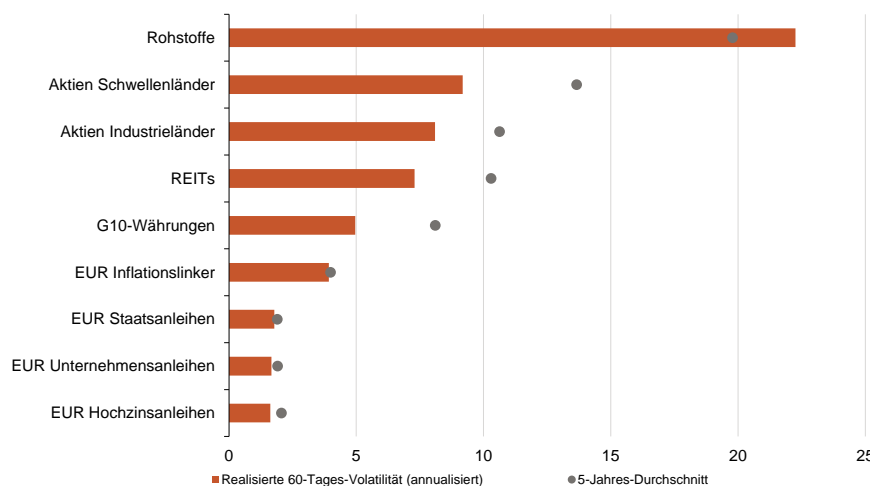
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Nach der starken Performance an den amerikanischen Aktienmärkten halten Bullen und Bären sich derzeit die Waage. Allerdings ist die Mehrheit der US-Privatanleger aktuell unentschieden, in welche Richtung sich der Markt in Zukunft bewegt. Je nach Nachrichtenlage könnte die Stimmung also schnell in die eine oder andere Richtung umschlagen.

Die von der American Association of Individual Investors durchgeführte Sentiment-Umfrage ermittelt den prozentualen Anteil der jeweiligen Privatanleger, die auf Sicht von sechs Monaten optimistisch, pessimistisch oder neutral für den US-Aktienmarkt gestimmt sind. Sie wird seit 1987 durchgeführt. Die Umfrage wird von Donnerstag bis Mittwoch durchgeführt, und die Ergebnisse werden jeden Donnerstag veröffentlicht. Für den Aktienmarkt ist es tendenziell unterstützend, wenn es einen hohen Anteil an Bullen und einen geringen Anteil an Bären gibt. Tendenzuell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 28.11.2019

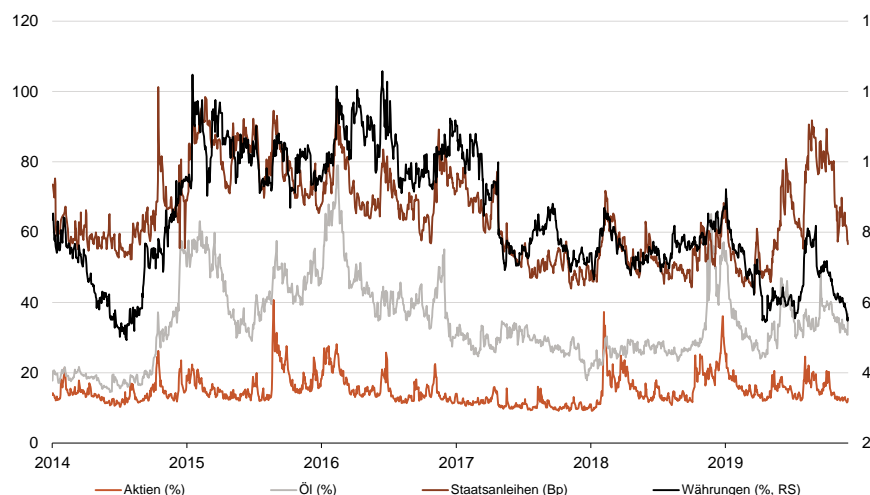
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierte 60-Tage-Volatilität hat im Vergleich zu vor zwei Wochen in allen Anlageklassen etwas abgenommen. Die Stabilisierung der Konjunktur lässt etwas Ruhe an den Kapitalmärkten einkehren.
- Einzig Rohstoffe weisen derzeit eine realisierte Volatilität oberhalb ihres 5-Jahres-Durchschnitts auf.
- Die Volatilität in Schwellenländeraktien hat sich den Niveaus von Aktien der Industrieländer wieder angenähert.

Die realisierte Volatilität (in Prozent) misst die Schwankungsbreite einer Zeitreihe und ist hier definiert als die Standardabweichung der täglichen Rendite über die letzten 60 Handelstage. Die Volatilität dient häufig als Risikomaß.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.11.2014 - 29.11.2019

Implizite Volatilitäten

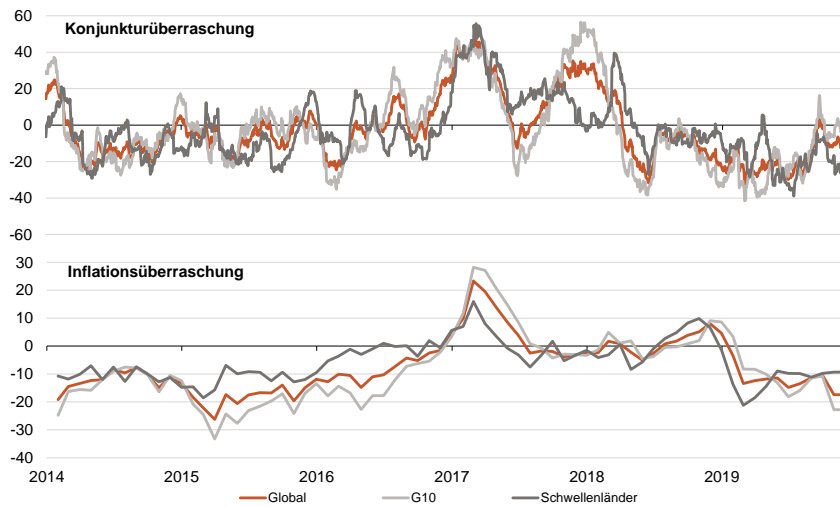


- Die impliziten Volatilitäten sind ebenfalls durch die Bank gefallen.
- Der VIX markierte jüngst ein neues Jahrestief. Gepaart mit der noch immer extremen Short-Positionierung spekulativer Anleger ist dies typischerweise ein Warnsignal für eine erhöhte Anfälligkeit der Aktienmärkte. Es bleibt also Vorsicht geboten!

Der Preis von Optionen hängt von der Schwankungsbreite, d.h. der Volatilität des Basisinstruments ab. Die implizite Volatilität lässt sich entsprechend als Maß für die aktuell am Markt erwartete Schwankungsbreite des Basiswertes über die Restlaufzeit der Option interpretieren. Sie ist ein Maß für die vorherrschende Unsicherheit an den Finanzmärkten. Aktien = VIX Index, Öl = OVX Index, Staatsanleihen = MOVE Index, Währungen = CRIX Index
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019



Global

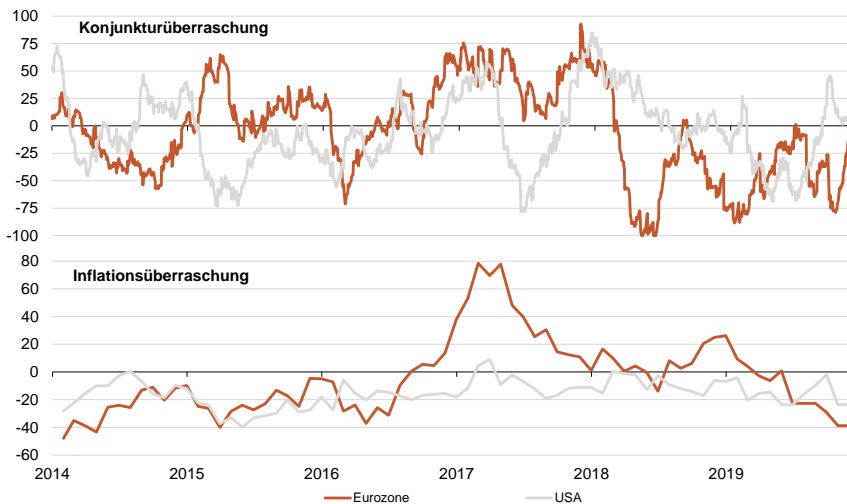


- Dank solider Konjunkturdaten aus der Eurozone und den USA sind die Konjunkturüberraschungen der Industrienationen (G10) wieder in den positiven Bereich gedreht.
- Bei den Schwellenländern ist bisher noch keine mehrheitliche positive Überraschung der Konjunkturdaten zu beobachten. In China sind die Gewinne der Industrieunternehmen im Jahresvergleich im Oktober um 9,9% gefallen, während in Russland die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion im Oktober positiv überrascht haben.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019

Eurozone & USA

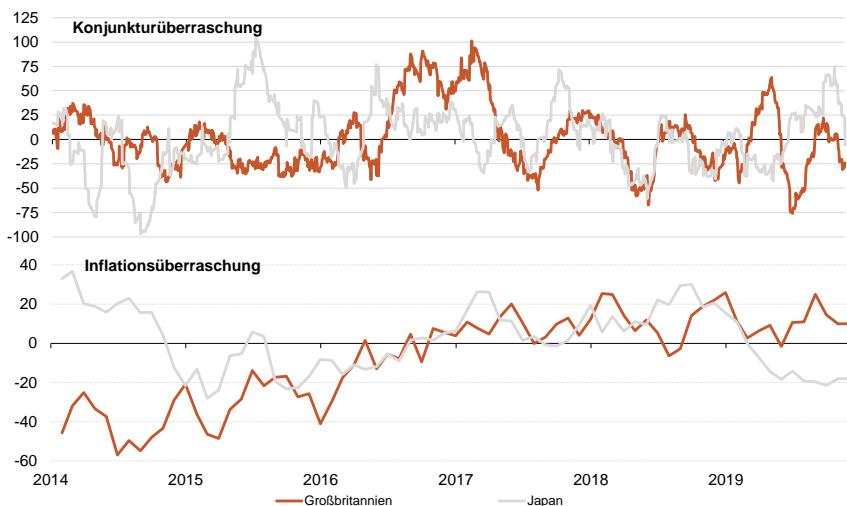


- Der Index für die Konjunkturüberraschungen in den USA ist jüngst wieder in den positiven Bereich gedreht. Das Q3-Wirtschaftswachstum (QoQ), die Wirtschaftsstimmung (Uni. of Mich.) und der Markt-Einkaufsmanagerindex der Industrie haben nach oben überrascht, während das Konsumentenvertrauen leicht enttäuscht hat.
- In der Eurozone haben neben dem Ifo-Geschäftsklimaindex und dem GfK-Konsumentenvertrauen in Deutschland der Einkaufsmanagerindex der Industrie in Frankreich und Deutschland die Erwartungen geschlagen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019

Großbritannien & Japan



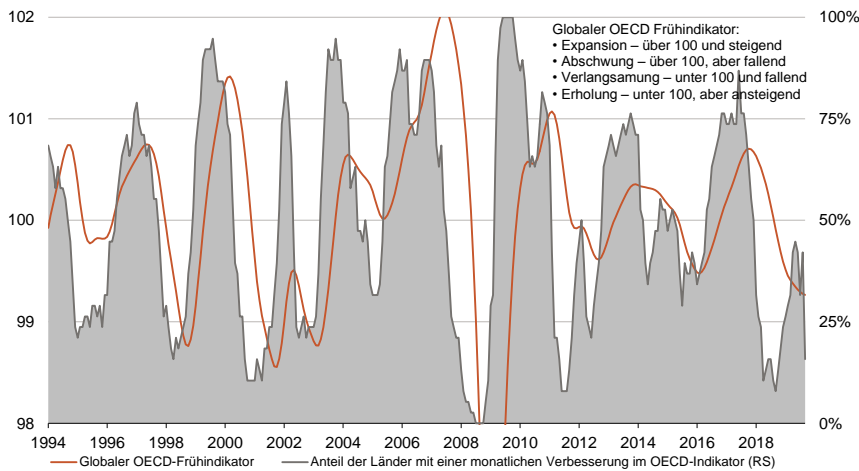
- Die Konjunkturüberraschungen sind sowohl in Großbritannien als auch in Japan auf dem Weg Richtung Süden. In Japan verzeichneten die Einzelhandelsumsätze nach der Mehrwertsteuererhöhung den stärksten Rückgang seit 4 Jahren. In Großbritannien haben die Einkaufsmanagerindizes negativ überrascht.

Die Citigroup Economic Surprise Indizes sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Index deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertroffen haben. Die Indizes werden täglich in einem rollierenden Dreimonatsfenster berechnet. Die Indizes verwenden eine Zeitzerfallsfunktion, um das begrenzte Gedächtnis der Märkte zu replizieren, d.h. das Gewicht einer Datenüberraschung verringert sich über die Zeit.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019



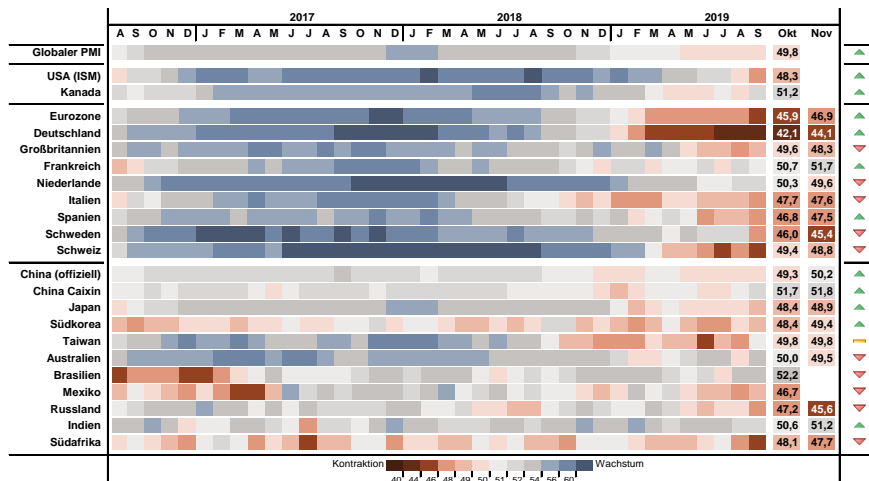
OECD Frühindikator



- Die OCED-Frühindikatoren aus dem September zeichnen weiterhin ein trübes Konjunkturbild. Der Anteil der Länder mit einer monatlichen Verbesserung ist auf unter 20% gefallen. Ein Übergang aus der wirtschaftlichen Verlangsamung in die Erholung könnte somit laut OCED-Daten noch etwas auf sich warten lassen.

Der OECD Frühindikator setzt sich aus einer Reihe ausgewählter Wirtschaftsindikatoren zusammen, deren Zusammensetzung ein robustes Signal für künftige Wendepunkte liefert. Ein Wendepunkt signalisiert in der Regel einen Wendepunkt im Konjunkturzyklus in 6-9 Monaten. Allerdings liegen die Vorlaufzeiten manchmal außerhalb dieses Bereichs und Wendepunkte werden nicht immer richtig erkannt.
 Quelle: OECD, Bloomberg, Zeitraum: 31.01.1994 - 30.09.2019

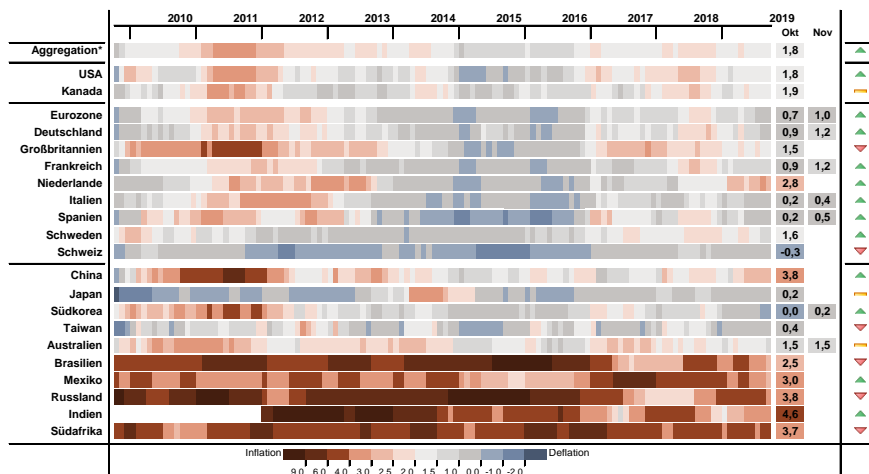
Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Der PMI in der Eurozone befindet sich im Aufwärtstrend und erreichte im November einen Wert von 46,9. Sowohl Frankreich als auch Deutschland sahen eine Verbesserung. Auch in China waren die jüngsten Werte besser. Frankreich und China befinden sich mit einem Wert von über 50 im Wachstumsbereich.

Der PMI ist ein Gesamtindex, der einen allgemeinen Überblick über die konjunkturelle Lage in der Industrie ermöglicht. Der PMI leitet sich aus insgesamt elf Teilindizes ab, die die jeweilige Veränderung zum Vormonat wiedergeben. Ein Wert von 50 wird als neutral, ein Wert von über 50 Punkten als ein Indikator für eine steigende und ein Wert von unter 50 Punkten für eine rückläufige Aktivität in der Industrie im Vergleich zum Vormonat angesehen. Der Index hat im Durchschnitt einen Vorlauf vor der tatsächlichen Industrieproduktion von drei bis sechs Monaten. Basis des PMI ist die Befragung einer relevanten Auswahl von Einkaufsmanagern nach der Entwicklung von Kenngrößen wie Auftragseingängen.
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.08.2016 - 30.11.2019

Gesamtinflation

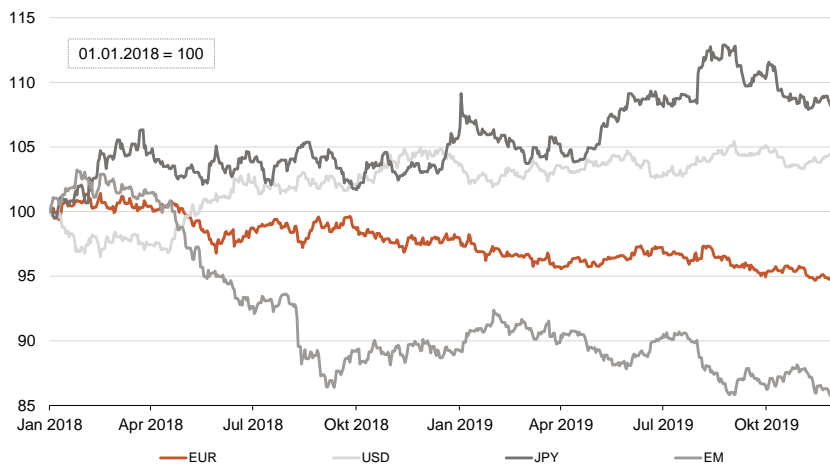


- Trotz der eher rückläufigen Inflation in Europa ist die globale Inflation im Oktober auf 1,8% leicht gestiegen.
- Im November ist die Inflation in Deutschland als auch in Frankreich auf 1,2% gestiegen. Im Falle von Deutschland entspricht dies einem 5-Monatshoch. In der Eurozone erreichte die Inflation einen Wert von 1,0%.

Die Messung der Inflation (in %, ggü. Vorjahr) erfolgt anhand eines Verbraucherpreisindizes, auch Warenkorb genannt. In diesem Warenkorb sind anteilig alle Güter und Dienstleistungen enthalten, die ein Haushalt im Durchschnitt pro Jahr erwirbt. * = Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt.
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 30.11.2009 - 30.11.2019



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

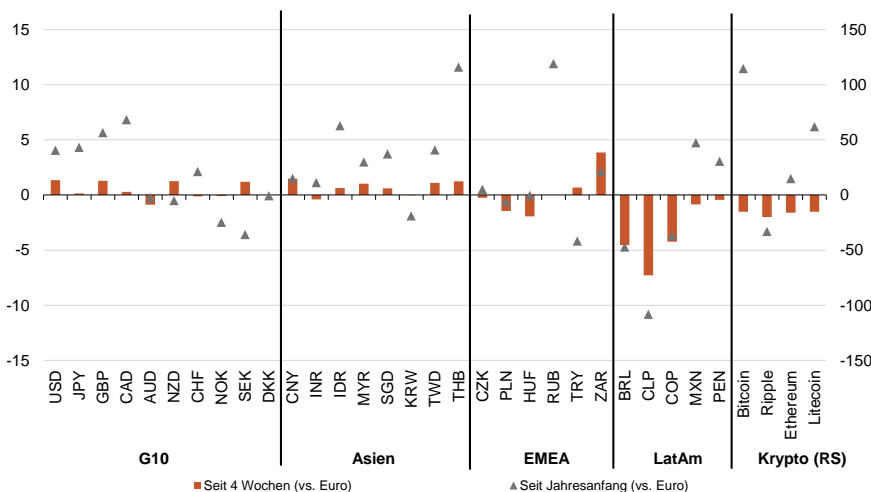


- Der US-Dollar konnte in den letzten Wochen auf handelsgewichteter Basis weiter hinzugewinnen. Angesichts der globalen Konjunkturstabilisierung ist dies erstaunlich. Der japanische Yen, seines Zeichens ebenfalls ein sicherer Hafen, gab hingegen nach.
- Schwellenländerwährungen haben noch immer ihren Boden nicht gefunden. Innenpolitische Spannungen insbesondere in Lateinamerika belasten das Vertrauen in die Währungen einzelner Länder.

Ein handelsgewichteter Index wird verwendet, um den effektiven Wert eines Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb zu messen. Die Bedeutung anderer Währungen hängt vom Anteil des Handels mit dem Land bzw. der Währungszone ab.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 29.11.2019

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

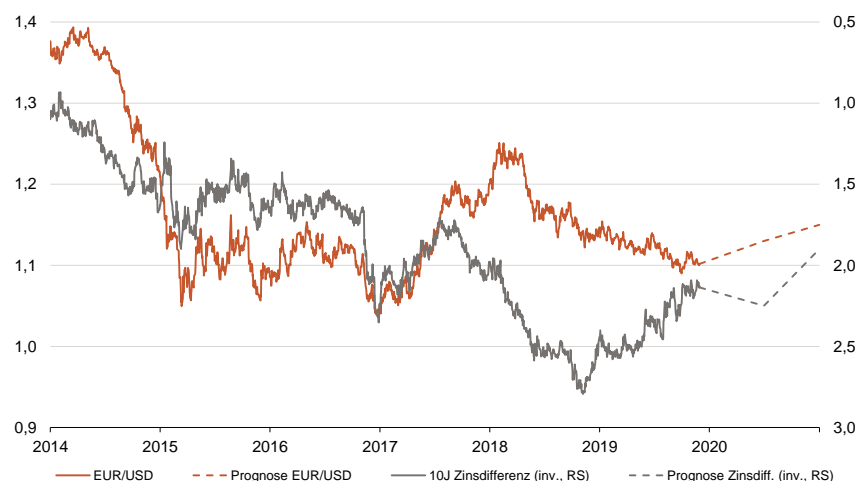


- Auch in den letzten 4 Wochen hat der Euro gegenüber einigen G10-Währungen leicht nachgegeben. Christine Lagarde scheint nach ihrem Amtsantritt Anfang des Monats den expansiven Kurs ihres Vorgängers fortzuführen. Der Euro bleibt also unter Druck.
- Die politische Instabilität in Teilen Lateinamerikas scheint auf Brasilien überzuschwappen. Trotz zweifacher Intervention der brasilianischen Zentralbank in Form von USD-Verkäufen verlor der Real nahezu 5 % gegenüber dem Euro in den letzten 4 Wochen.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 29.11.2019

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Das Währungspaar EUR/USD hat sich inzwischen leicht oberhalb der Marke von 1,10 US-Dollar je Euro eingependelt. Die aktuelle Nachrichtenlage deutet nicht auf größere Bewegungen hin.
- Für den Euro ist erst einmal mit keinem stärkeren Aufwärtstrend zu rechnen, weil das expansive geldpolitische Maßnahmenbündel der EZB den Wechselkurs weiter unter Druck halten dürfte.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigen Bundesanleihen. Die Prognosen wurden von der Berenberg Volkswirtschaft erstellt.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 31.12.2020



Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (01.11.19 - 29.11.19)	YTD (31.12.18 - 29.11.19)	29.11.18	29.11.17	29.11.16	29.11.15	28.11.14
Informationstechnologie	4,5	35,4	27,9	-2,2	27,0	-3,2	22,0
Gesundheit	3,2	29,0	21,9	4,9	8,1	-15,6	14,0
Industrie	3,1	33,2	24,6	-7,4	21,3	-0,4	15,3
Growth	2,7	30,4	23,2	-3,6	16,6	-10,1	19,0
Finanzen	1,8	18,1	9,2	-12,7	20,4	-11,3	8,7
Basiskonsumgüter	1,7	23,9	17,0	-3,3	13,0	-9,0	24,4
Zyklische Konsumgüter	1,7	30,3	22,2	-7,6	15,4	-9,7	17,0
Grundstoffe	1,6	22,4	18,0	-7,4	19,4	14,0	-2,5
Value	1,2	16,6	9,7	-5,9	16,6	-6,3	5,3
Telekommunikation	0,3	6,6	1,5	-4,2	7,6	-24,1	16,6
Versorger	0,0	25,1	25,2	-1,3	19,3	-12,9	1,0
Energie	-0,6	6,8	1,9	6,3	18,0	3,4	1,0

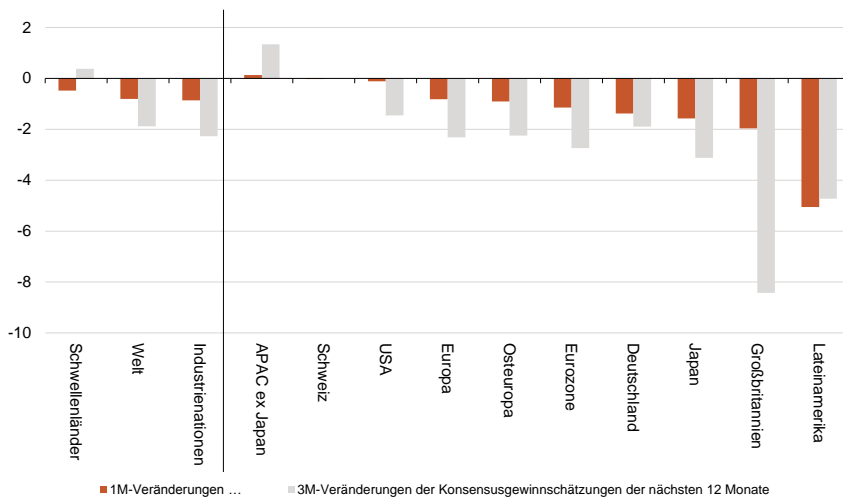
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: MSCI Europe Materials NR; Telekommunikation: MSCI Europe Telecommunication Services NR; Versorger: MSCI Europe Utilities NR; Value: MSCI Europe Value NR; Growth: MSCI Europe Growth NR.

- Defensive Sektoren wie Versorger und Telekommunikation hatten zuletzt das Nachsehen in Europa. Das Abebben der politischen Risiken (Brexit, Handelsstreit) hat dazu geführt, dass Anleger vermehrt in Zyklischer investierten.
- Informationstechnologie und Industrie schnitten mit am besten ab.

Gesamtrendite europäischer Aktienspektoren und europäischer Style-Indies, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance. Der Unterschied zwischen Value und Growth liegt in der Bewertung. Ein Wachstumstitel ist hoch bewertet, weil von dem Unternehmen ein starkes Wachstum erwartet wird. Valuetitel haben in der Regel weniger Wachstumsphantasie und sind niedriger bewertet.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.11.2014 - 29.11.2019

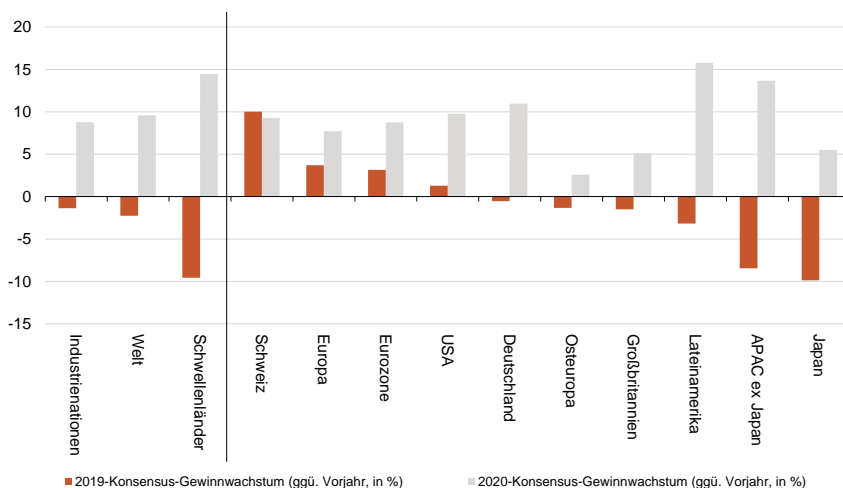
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Über die letzten drei Monate haben Großbritannien und Lateinamerika die größten Abwärtsrevisionen bei den Gewinnschätzungen gesehen. Das Momentum in Großbritannien hat allerdings jüngst nachgelassen und dürfte sich weiter verbessern, sollte es zu einem geordneten Brexit sowie einem fiskalischen Stimulus kommen.
- Positive Gewinnrevisionen über die letzten drei Monate gab es nur für Asien Pazifik ex Japan.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate, in Prozent. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 29.11.2019

Gewinnwachstum

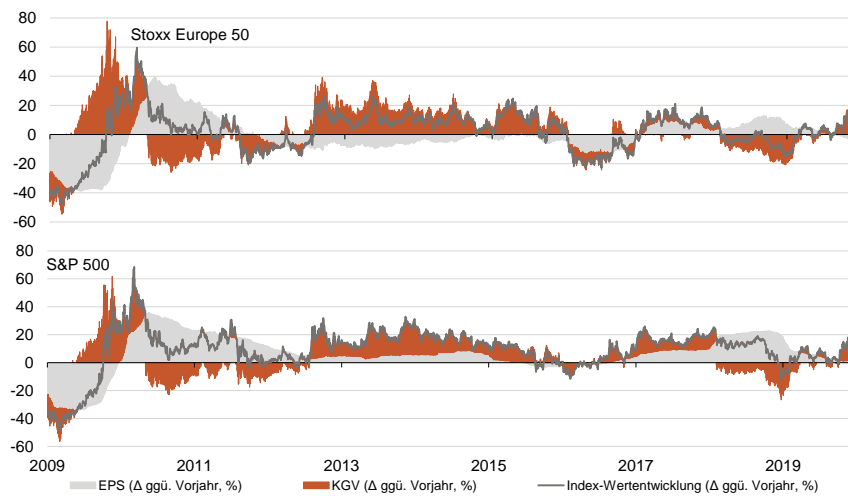


- Auch wenn die Analysten ihre Gewinnschätzungen für 2020 in den letzten Wochen weiter nach unten revidiert haben, ist die Konsensuserwartung immer noch viel zu optimistisch.
- Wir rechnen insbesondere mit keiner Margenausweitung und halten eine globale Gewinnwachstumsrate von 4-7% für realistisch.

Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 29.11.2019



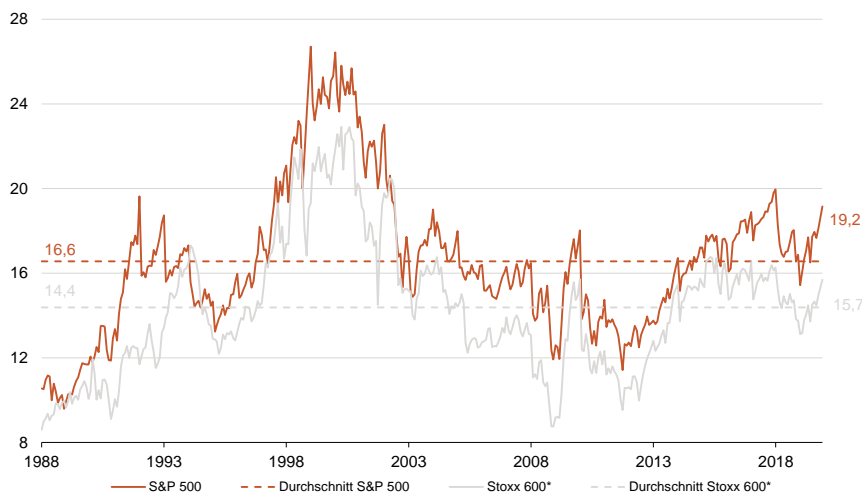
Kontributionsanalyse



- Die Kontributionsanalyse zeigt eindrucksvoll, dass die Aktienmärkte dieses Jahr durch eine KGV-Ausweitung getrieben worden sind. Die Gewinne in den USA haben stagniert und waren in Europa rückläufig.
- Die KGVs haben sich zum einen so stark ausgeweitet, weil die noch Ende 2018 befürchtete Rezession vermieden werden konnte. Zum anderen sind die Anleiherenditen dieses Jahr stark gefallen, was zu niedrigeren Abdiskontierungsfaktoren und somit höheren Bewertungen geführt hat.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinn-schätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2008 - 29.11.2019

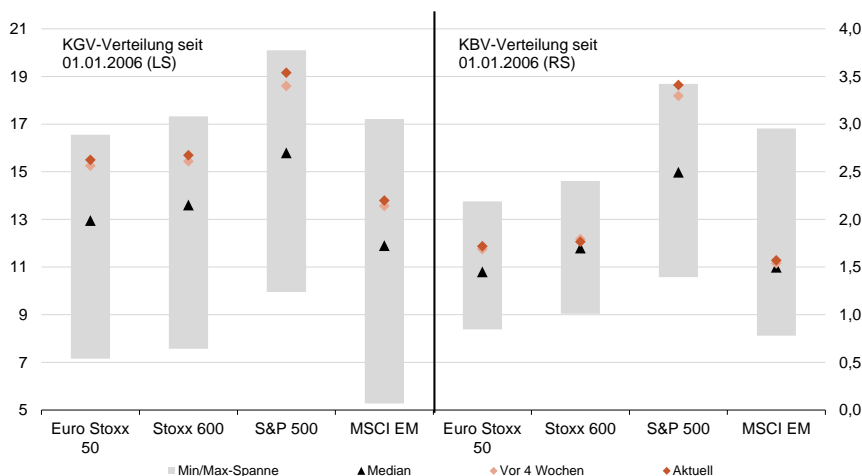
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- US-Aktien sind nun beinahe wieder so teuer wie Ende 2017, als die US-Steuerreform konkreter wurde und der Markt die positiven Gewinnrevisionen der Analysten vorwegnahm. Diesmal hofft der Markt auf eine Deeskalation im Handelsstreit und einer Konjunktur-stabilisierung.
- Bleiben diese positiven Impulse aus, wovon unsere Ökonomen nicht ausgehen, ist der Markt anfällig für einen stärkeren Rücksetzer.

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie der jeweilige KGV-Durchschnitt seit 1988. *Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.1987 - 29.11.2019

Historische Verteilung: Kurs-Gewinn- & Kurs-Buchwert-Verhältnis

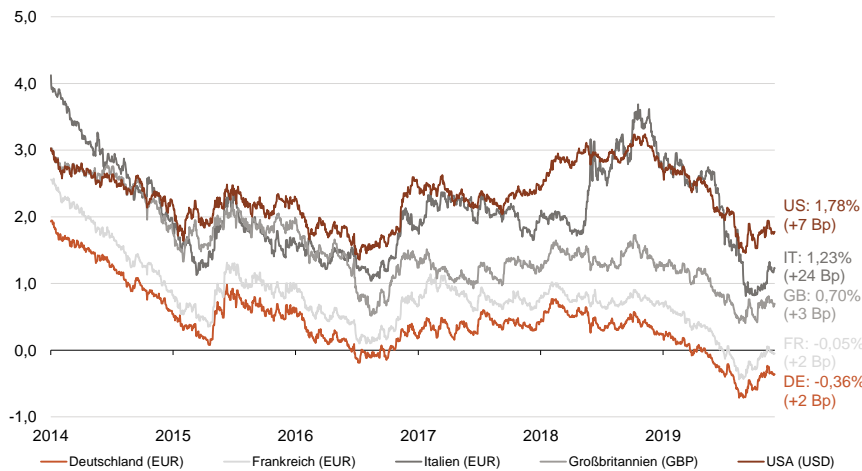


- Auf P/B-Basis handeln US-Aktien nun auf dem höchsten Stand seit mindestens 2006. Die anderen hier betrachteten Regionen handeln hingegen in der Nähe ihres historischen Medians.
- Auf KGV-Basis sind mittlerweile alle Regionen teuer zur eigenen Historie bewertet.

Historische Verteilung von Bewertungskennziffern für ausgewählte Aktienregionen seit 2006. Gezeigt werden neben dem aktuellen Wert, der Beobachtung vor vier Wochen und dem historischen Median das Maximum (obere Grenze des grauen Balkens) sowie Minimum (untere Grenze des grauen Balkens).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2006 - 29.11.2019



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

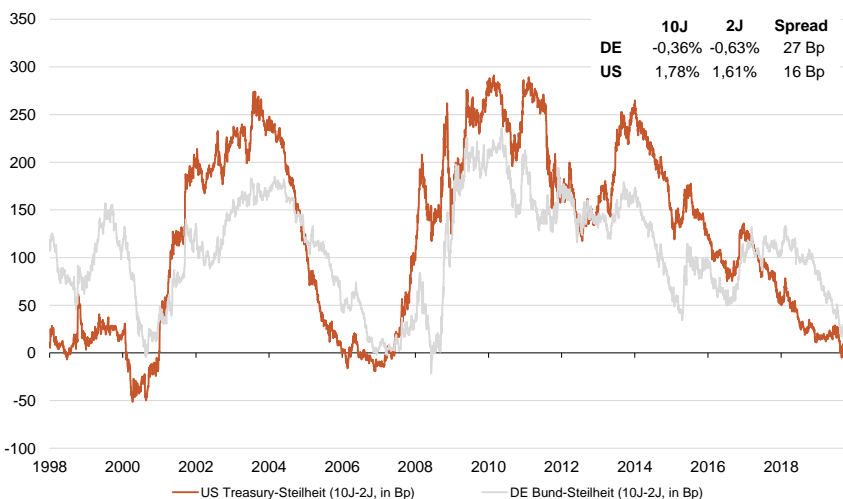


- Die zuletzt steigenden Renditen auf sichere Staatsanleihen haben eine Verschnaufpause eingelegt. Die Konjunkturdaten scheinen sich zwar langsam zu verbessern, jedoch gibt es im Handelsstreit und bei der Brexit-Frage nur wenig Fortschritte. Lediglich italienische Staatsanleihen sahen jüngst deutlich steigende Renditen, da die für die Regierungskoalition enttäuschenden Ergebnisse von Regionalwahlen die Investorenstimmung belastete.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

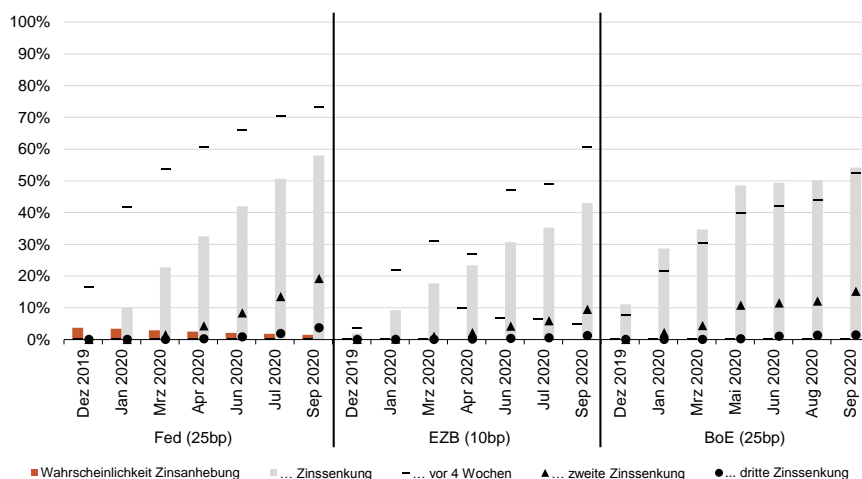


- Die Steilheit der US-Renditestrukturkurve hat jüngst wieder etwas abgenommen. 10-jährige US-Staatsanleihen waren wieder vermehrt gefragt, da die Fortschritte im „Phase-1“-Deal bisher überschaubar sind und erste Stimmen im Markt einen Deal in 2019 für unwahrscheinlich halten. Die Verabschiedung der Gesetze zum Schutz der Demonstranten in Hong Kong hilft dabei nicht.

Die Zinsstrukturkurve unterscheidet zwischen dem so genannten kurzen und dem langen Ende. Der Grund dafür liegt in der Art, welche Faktoren die Renditen beeinflussen. Zentralbanken steuern durch ihre Geldpolitik und die Leitzinsen das kurze Ende der Kurve. Dagegen wird das lange Ende weniger durch die Zentralbanken, sondern durch Inflationserwartungen, Angebot, Nachfrage und Risikoprämien beeinflusst.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.1998 - 29.11.2019

Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



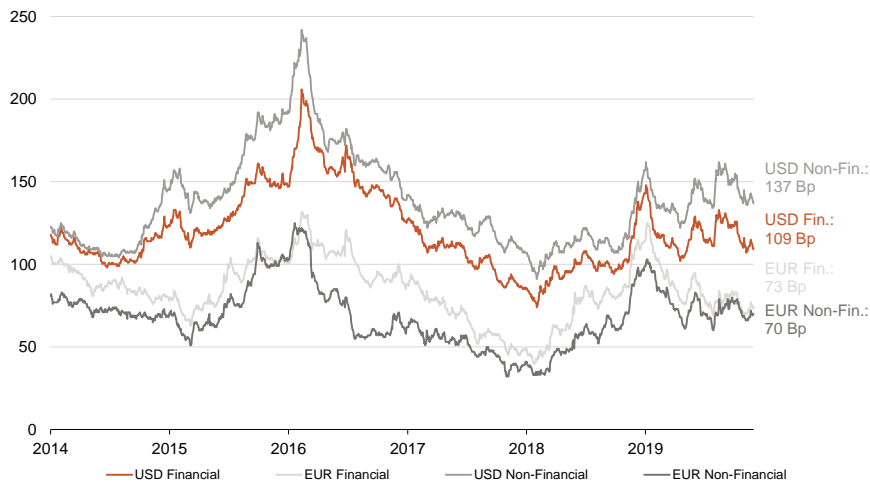
- In der Eurozone und in den USA sind die Wahrscheinlichkeiten für eine weitere Zinssenkung bis September 2020 gefallen. Eine weitere Zinssenkung in 2019 schließt der Markt fast komplett aus.
- In Großbritannien liegt die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung bis September 2020 weiterhin bei nahe 50%. Die noch anhaltende Brexit-Unsicherheit belastet die Wirtschaft und könnte somit eine Zinssenkung notwendig machen.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Wahrscheinlichkeit einer Änderung des Leitzinses zu ermitteln.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.11.2019 - 29.11.2019



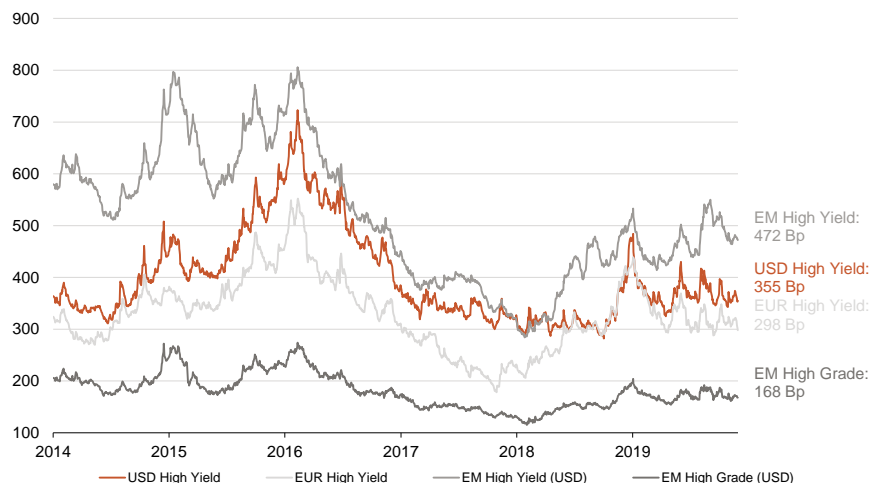
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen sind in den letzten zwei Wochen tendenziell seitwärts gelaufen. Während die Risikoaufschläge bei Investment-Grade-Anleihen auf der USD-Seite um rund zwei Basispunkt gefallen sind, sind sie auf der EUR-Seite um nahezu stabil geblieben.
- Innerhalb der EUR-Unternehmensanleihen sahen insbesondere Nicht-Finanzanleihen eine Spreadausweitung, mit dem Telekom- und Automobilsektor als Hauptleidtragende.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019

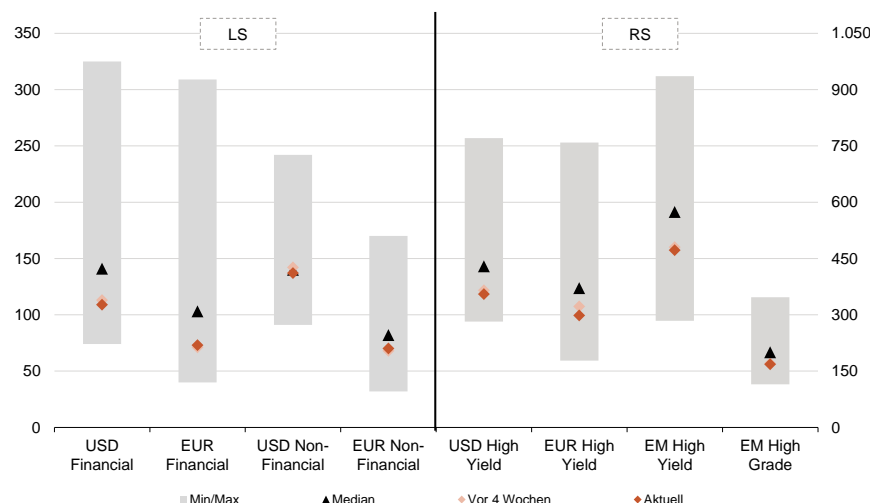
Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Im Bereich der Hochzinsanleihen gab es zuletzt wieder deutlich Spreadeinengungen auf der USD- und EUR-Seite. Schwellenländer-Hochzinsanleihen sahen hingegen eher stabile Risikoaufschläge. USD-Hochzinsanleihen erlebten einen Rückgang von 7 und EUR-Hochzinsanleihen von 21 Basispunkten.
- Die größte Spreadausweitung sah bei USD-Hochzinsanleihen der Telekomsektor, während der Luftfahrtsektor die größte Einengung erlebte.

Wie hoch das mit der Unternehmensanleihe verbundene Risiko ist, zeigt sich an ihrem Asset Swap Spread (in Bp). Dieser gibt die Rendite an, die der Emittent zusätzlich zum Swapsatz für die jeweilige Laufzeit als Ausgleich für sein Bonitätsrisiko zahlen muss. Siehe weitere Erläuterungen unten.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019

Historische Verteilung der Credit-Spreads (in Bp)

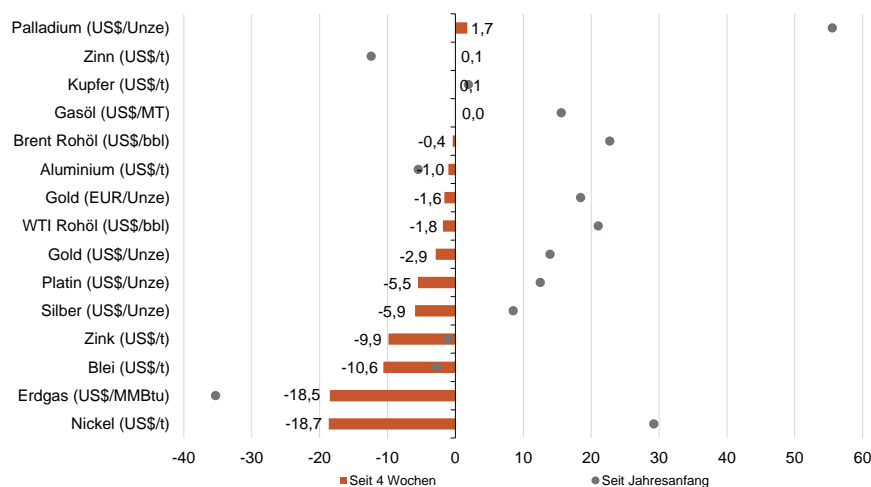


- Im Vier-Wochen-Vergleich haben sich die Risikoaufschläge in allen Segmenten kaum verändert. Gemischte Signale aus dem Handelsstreit haben den Trend von fallenden Risikoaufschlägen vorerst zum Erliegen gebracht. Nichtsdestotrotz gibt es kein Segment, welches im historischen Vergleich günstig erscheint.

USD Financial = ICE BofAML US Financial; EUR Financial = ICE BofAML Euro Financial; USD Non-Financial = ICE BofAML US Non-Financial; EUR Non-Financial = ICE BofAML Euro Non-Financial; USD High Yield = ICE BofAML US High Yield; EM High Yield = ICE BofAML High Yield Emerging Markets Corporate Plus; EM High Grade = ICE BofAML High Grade Emerging Markets Corporate Plus. Die hier dargestellten EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 29.11.2009 - 29.11.2019



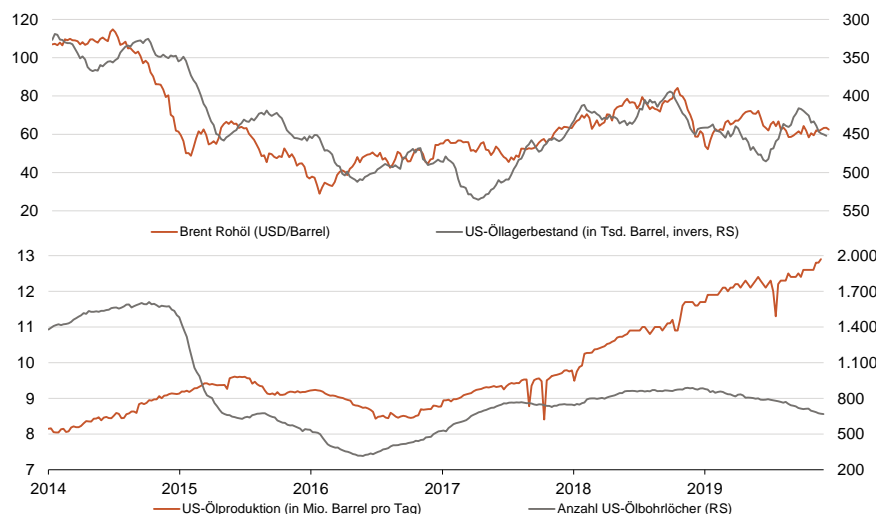
Performance Rohstoffe



- Rohstoffe haben sich in den letzten vier Wochen durch die Bank schwach entwickelt. Nachfragesorgen belasten Industriemetalle, während Edelmetalle unter steigenden Anleiherenditen leiden.
- Einzige Ausnahme bildet Palladium. Die Angebotsorgen für das kommende Jahr wiegen schwer und lassen das Edelmetall neue Allzeithochs erklimmen.
- Nickel hat in den letzten 4 Wochen knapp 19% verloren und damit einen Teil der beträchtlichen Gewinne seit Jahresanfang aufgrund des Exportbans Indonesiens abgeben müssen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 29.11.2019

Rohöl

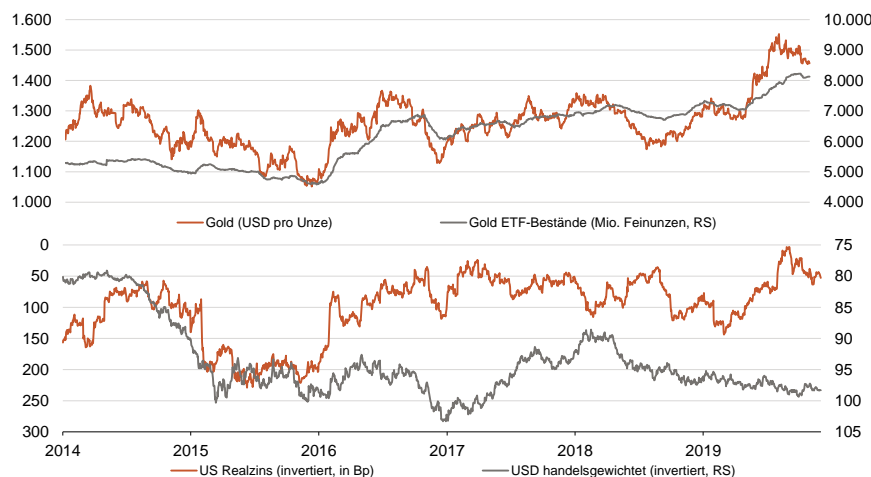


- Zuletzt schwankte der Ölpreis um die Marke von 62 US-Dollar je Barrel. Eine klare Tendenz ist jedoch weiterhin nicht erkennbar. Treiber für das Auf und Ab sind zum einen der ständige Wechsel zwischen Optimismus und Pessimismus im Handelsstreit wie auch Spekulationen über die Höhe möglicher Förderkürzungen der OPEC in dieser Woche.
- Mittelfristig belasten allerdings Nachfragesorgen und die Produktionsausweitungen der Nicht-OPEC-Staaten den Preis.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019

Gold



- Der Goldpreis notiert derzeit deutlich unter der Marke von 1.500 US-Dollar je Unze. Die gestiegene Risikobereitschaft der Marktteilnehmer macht sich nun doch auch bei dem Edelmetall bemerkbar. Starke Abflüsse aus ETFs setzten den Preis jüngst unter Druck.
- Steigende Renditen erhöhen die Opportunitätskosten gegenüber Anleihen.

Der US-Dollar sowie der reale, d. h. inflationsbereinigte Zinssatz zählen zu den fundamentalen Preisfaktoren des Goldpreises. Steigende Realzinsen belasten tendenziell den Goldpreis, während sinkende Realzinsen unterstützend wirken. Das Gleiche gilt für den US-Dollar. Die Entwicklung der Gold-ETF-Bestände spiegelt die Nachfrage von Finanzanlegern nach Gold wider.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.11.2019



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOREN



Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation
+49 69 91 30 90-501 | ulrich.urbahn@berenberg.de



Karsten Schneider, Analyst Multi Asset Strategy & Research
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit
+49 69 91 30 90-502 | karsten.schneider@berenberg.de



Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit
+49 69 91 30 90-224 | ludwig.kemper@berenberg.de

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 02. Dezember 2019

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**
Fokus
Investment Committee
Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de