

Aktueller Marktkommentar

Die jüngste Korrektur im heiß gelaufenen und teils ambitioniert bewerteten US-Technologiebereich halten wir für gesund. Neben Gewinnmitnahmen nach der starken Rallye war dafür der Optionsmarkt verantwortlich. US-Privatanleger haben mit ihren Call-Wetten auf steigende Kurse die Market Maker dazu gezwungen, sich gegen weiter steigende Märkte in Form von Aktienkäufen abzusichern. Das hat die Rallye verstärkt und zu einer erhöhten Volatilität geführt. Als es dann zu der Umkehrbewegung kam, wurden diese Hedges reduziert – die Feedback-Schleife wirkte verstärkend nach unten. Wir halten das weitere Abwärtspotenzial für begrenzt, denn die Optionspositionierung ist nun nicht mehr so extrem und Anleger verfügen über Unmengen an trockenem Pulver. Bis Jahresende dürfte es zwar immer wieder Volatilitätsspitzen geben (Fed-Sitzung, US-Wahlen, Brexit, Handelskonflikt, Impfstoff-News). Wir bleiben trotzdem konstruktiv, denn die Konjunkturerholung setzt sich fort, Aktien sind attraktiver als Anleihen und Euphorie herrscht nicht.

Kurzfristiger Ausblick

Am heutigen Montag sprechen die EU und China über die zukünftigen Handelsbeziehungen sowie den Klimawandel und die Corona-Pandemie. Am 24./25. September findet zudem ein EU-Sondergipfel statt. Besprochen werden Fragen zum Binnenmarkt, zur Industriepolitik, zur digitalen Transformation sowie zu Außenbeziehungen, insbesondere die Beziehungen zur Türkei und zu China. Nach dem EZB-Treffen letzte Woche halten diese Woche die Fed (16.09.) und die Bank of England (17.09.) ihr September-Meeting ab. Bei der Bank of England dürfte zunehmend das wirtschaftliche Risiko eines harten Brexit in den Fokus rücken.

Diese Woche werden die Industrieproduktionsdaten (Aug.) für die Eurozone (heute), China (15.09.) und die USA (16.09.) sowie die Einzelhandelsumsätze (Aug.) für China (15.09.), die USA (16.09.) und Großbritannien (18.09.) veröffentlicht. Die ZEW-Konjunkturerwartungen sowie der US-Empire State Index werden am Dienstag und das US-Verbrauchervertrauen am Freitag bekannt gegeben.

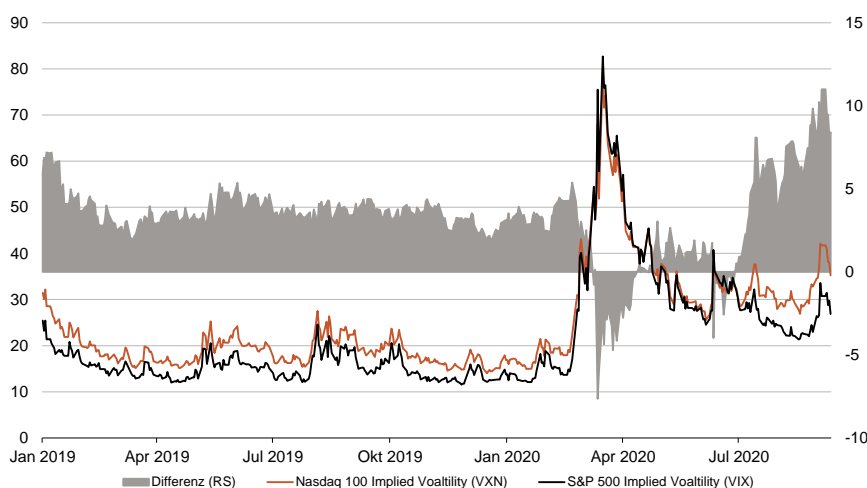
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Politik und Zentralbanken werden den Ton bestimmen.

Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze im Fokus der Märkte.

Im August ist die Volatilität besonders für den Nasdaq gestiegen



- Im August stiegen US-Aktien und implizite Volatilität zeitgleich, ein seltenes Phänomen. Auslöser waren Ungleichgewichte am Optionsmarkt.
- Da die Call-Option-Käufe vor allem auf US-Techtitel konzentriert waren, stieg insbes. die Nasdaq-Volatilität enorm an.
- Jüngst gab es trotz Abverkaufs eine Volatilitätsabnahme, was für eine stückweise Bereinigung der Positionen spricht. Das Annähern an den großen Verfalltag am Optionsmarkt am 18. September dürfte zu einem weiteren Positionsabbau führen.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen
Zeitraum: 01.01.2019 - 11.09.2020



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.08.20 - 11.09.20)	YTD (31.12.19 - 11.09.20)	11.09.19	11.09.18	11.09.17	11.09.16	11.09.15
Aktien Frontier Markets	-14,1	4,2	-9,9	12,3	-5,5	19,3	-2,8
Industriemetalle	-2,0	4,2	-6,4	11,8	-7,6	25,5	-4,3
Globale Staatsanleihen	0,2	0,6	-1,7	13,1	0,5	-7,0	10,7
Globale Wandelanleihen	0,1	8,6	12,1	9,3	8,7	7,9	3,8
Globale Unternehmensanleihen	0,1	0,9	0,7	14,1	1,1	-2,8	7,3
Aktien Emerging Markets	-5,5	0,0	2,1	9,5	-3,5	15,8	17,4
USD/EUR-Wechselkurs	-5,3	-3,8	-7,0	5,4	3,0	-6,0	0,9
Eonia	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Gold	-0,3	21,0	20,4	31,7	-7,0	-6,1	21,0
Aktien Industrienationen	-0,5	-0,8	2,1	9,7	14,1	10,8	8,4
REITs	-17,1	-12,0	-17,9	19,2	1,9	-4,9	17,3
Brent	-47,9	-12,0	-41,4	-14,3	61,0	-5,4	-18,1

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.

- Über die letzten vier Wochen haben sich die großen Anlageklassen kaum bewegt, mit der Ausnahme von Brentöl, was aufgrund von Nachfragesorgen kräftig nachgab.
- Frontier-Märkte-Aktien konnten sich zuletzt etwas erholen, gehören jedoch mit Öl und REITs weiterhin zu den großen Verlierern dieses Jahr.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 11.09.2015 - 11.09.2020

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.08.20 - 11.09.20)	YTD (31.12.19 - 11.09.20)	11.09.19	11.09.18	11.09.17	11.09.16	11.09.15
DAX	-0,3	2,3	6,8	3,2	-4,0	18,0	4,4
Topix	-6,3	1,2	0,1	4,1	8,6	8,2	10,1
MSCI EM Asien	0,4	2,4	11,4	6,3	-0,2	16,0	18,2
Euro Stoxx 50	-9,8	0,3	-3,7	9,2	-2,7	17,4	-1,4
Stoxx Europa 50	-10,2	-0,2	-4,2	11,1	-0,3	11,0	-1,8
Stoxx Europa Small 200	-7,7	-0,2	1,0	2,2	5,8	16,7	1,0
Stoxx Europa Zyklisch	-11,6	-0,3	-3,4	1,2	0,0	21,0	-3,1
S&P 500	-0,7	-0,6	5,5	11,6	22,2	11,8	12,2
Stoxx Europa Defensiv	-8,9	-0,8	-2,4	9,4	4,2	5,6	-0,2
MSCI Großbritannien	-26,0	-3,2	-19,7	5,4	3,7	5,8	-0,2
MSCI USA Small Caps	-14,0	-4,6	-10,6	1,1	25,9	9,4	8,6
MSCI EM Osteuropa	-27,9	-8,9	-20,2	28,8	0,6	19,6	12,1

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; MSCI USA Small Caps: MSCI USA Small Caps TR; 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.

- Innerhalb der Aktienregionen bleiben zyklische Indizes wie der DAX weiterhin gut unterstützt. Nachdem US-Aktien im August den Rest der Welt deutlich outperformen konnten, kam es jüngst zu einem stärkeren Rücksetzer, der vor allem die US-Technologietitel traf.
- Der Ölpreisabsturz hat zudem zu einer relativen Underperformance von osteuropäischen Aktien geführt. Innerhalb der Schwellenländer bleibt Asien die beste Region.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 11.09.2015 - 11.09.2020

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.08.20 - 11.09.20)	YTD (31.12.19 - 11.09.20)	11.09.19	11.09.18	11.09.17	11.09.16	11.09.15
EUR Hochzinsanleihen	-2,2	0,8	-0,8	4,5	0,5	5,5	5,2
USD Hochzinsanleihen	-5,5	0,5	-4,9	13,3	6,3	0,9	8,5
Deutsche Staatsanleihen	0,4	2,3	-0,7	7,7	0,1	-2,0	5,7
EUR Nicht-Finanzanleihen	0,4	0,9	0,4	6,4	-0,4	0,2	6,8
EM-Staatsanleihen (lokal)	-6,3	0,3	-4,9	17,1	-4,8	-1,0	15,5
EUR Finanzanleihen	0,3	0,5	0,1	5,8	-0,5	2,0	5,4
US-Staatsanleihen	0,3	3,4	1,0	15,5	1,2	-6,7	5,0
Italienische Staatsanleihen	0,2	3,8	1,6	15,2	-3,0	-2,2	6,2
USD Unternehmensanleihen	0,2	1,6	1,4	18,0	1,8	-3,7	9,1
EM-Staatsanleihen (hart)	0,0	0,8	1,5	9,5	-7,2	2,7	12,4
EUR Inflationsind. Anleihen	-0,5	-0,1	-1,5	6,8	1,1	0,1	5,3
Britische Staatsanleihen	-1,4	-0,7	2,5	10,8	0,5	-7,6	-1,6

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.

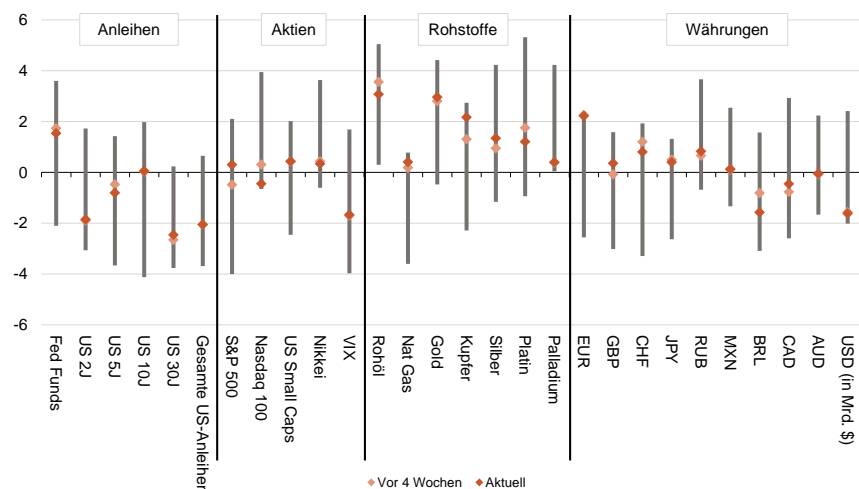
- Die jüngste Eskalation im Brexit-Streit hat Druck auf das Pfund ausgeübt. Entsprechend haben britische Staatsanleihen über die letzten vier Wochen in Euro gerechnet am schlechtesten abgeschnitten.
- Am besten entwickelten sich zuletzt EUR-Hochzinsanleihen, gefolgt von USD-Hochzinsanleihen. Die Investoren setzen weiterhin auf Carry-Positionen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 11.09.2015 - 11.09.2020



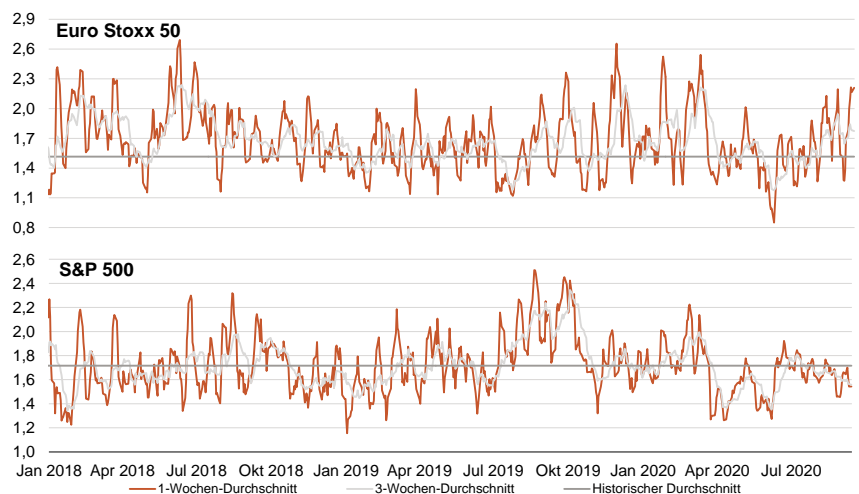
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Investoren sind nach wie vor nicht besonders risikofreudig aufgestellt. Bei Aktien sind sie moderat positioniert, während sie weiterhin ausgeprägte Gold-Netto-Long-Positionen fahren. Zudem haben sie von Februar bis August ihre Netto-Short-Positionen in 10-jährigen US-Treasuries stark reduziert.

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: 08.09.2010 - 08.09.2020

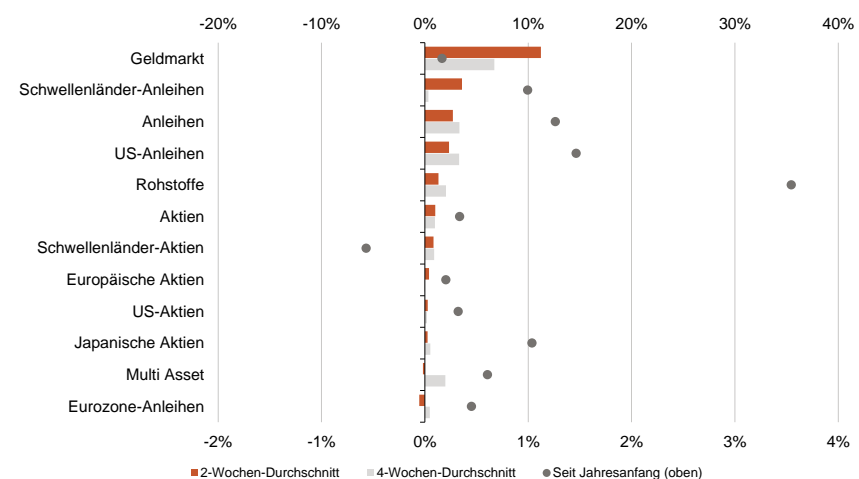
Put-Call-Ratio



- Während die Put-Call-Ratio für Eurozonen-Aktien in den letzten Wochen gestiegen ist und deutlich oberhalb des historischen Durchschnitts liegt, notiert die Ratio für US-Aktien auf historisch niedrigen Niveaus. Für US-Aktien werden momentan besonders viele Call-Optionen auf Technologietitel gekauft. Dies macht den US-Markt anfällig, sollte es zu stärkeren Abverkäufen kommen, wie die letzten beiden Wochen gesehen.

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 - 11.09.2020

ETF-Flüsse

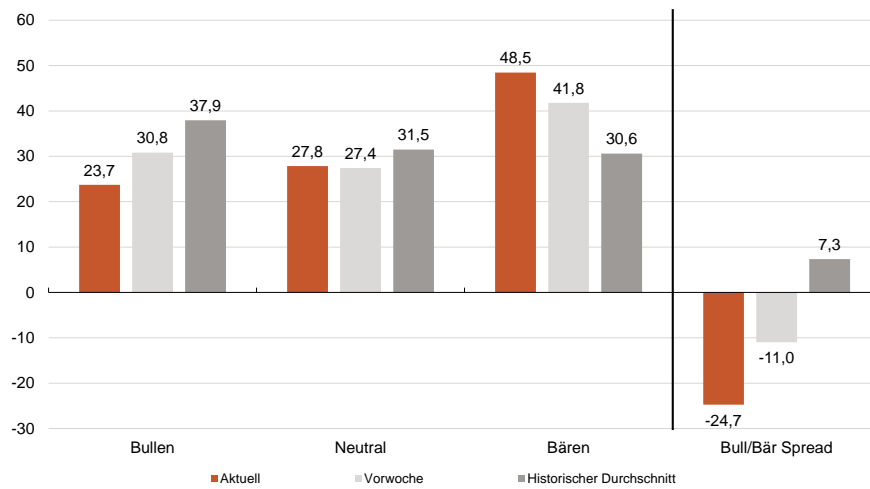


- Die ETF-Anleger sind nach wie vor nicht besonders optimistisch für Aktien gestimmt. Die größten Zuflüsse haben jüngst Geldmarkt-Vehikel verzeichnet, getrieben durch den Anstieg in der Aktienvolatilität und den Unsicherheiten rund um die anstehenden US-Wahlen.
- Edelmetalle sowie Carry in Form von Schwellenländer-Anleihen sind ebenfalls nachgefragt.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2019 - 11.09.2020



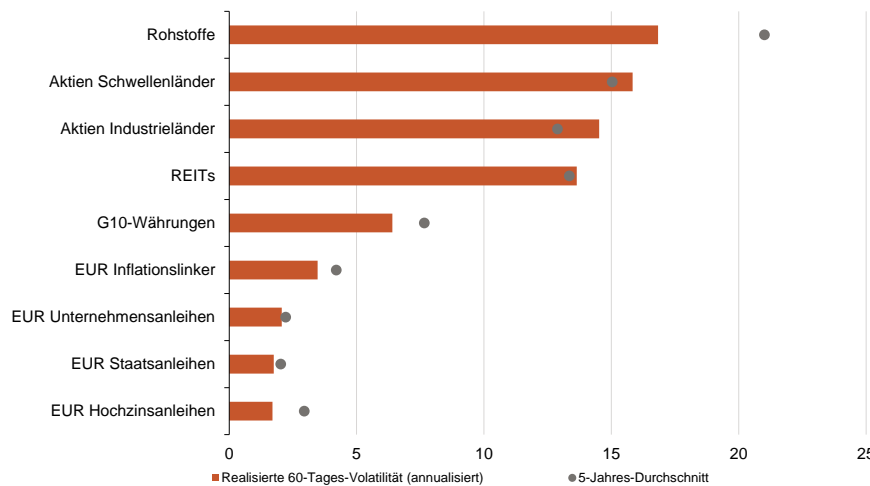
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Nach dem kurzen, aber scharfen Abverkauf amerikanischer Technologiewerte sind die US-Privatanleger wieder deutlich pessimistischer als noch in den Vorwochen.
- Ein Bull/Bär-Spread von -20 Pp und weniger erwies sich in den vergangenen Monaten in der Regel als guter Indikator für wieder steigende Aktienmärkte.

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 Bären und einen geringen Anteil an Bullen gibt. Tendenzuell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 10.09.2020

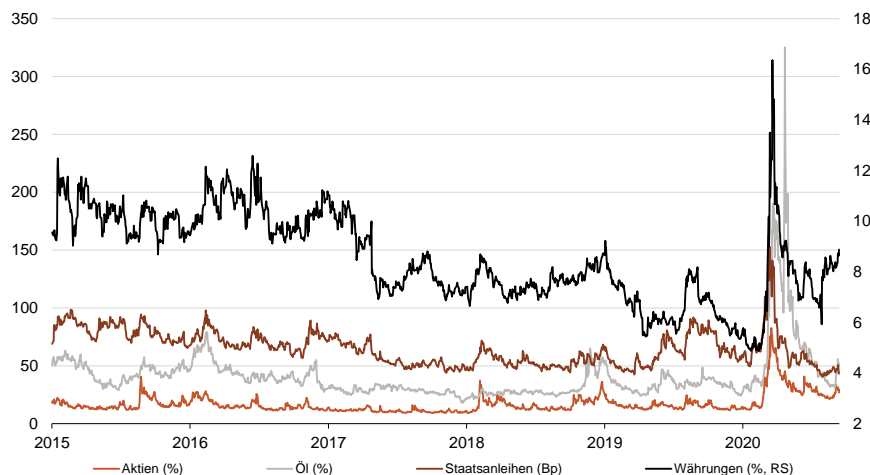
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierten Volatilitäten in risikobehafteten Anlagen sind weiter gesunken.
- Wiesen REITs vor zwei Wochen über die letzten 60 Tage noch die größte Schwankungsbreite auf, ist die realisierte Volatilität nun unter die Marke von 15% gefallen.
- Bei Euro-Hochzinsanleihen ist die Volatilität sogar erstmals seit Mitte Februar wieder unter den Durchschnitt der letzten 5 Jahre gefallen.

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: 11.09.2015 - 11.09.2020

Implizite Volatilitäten

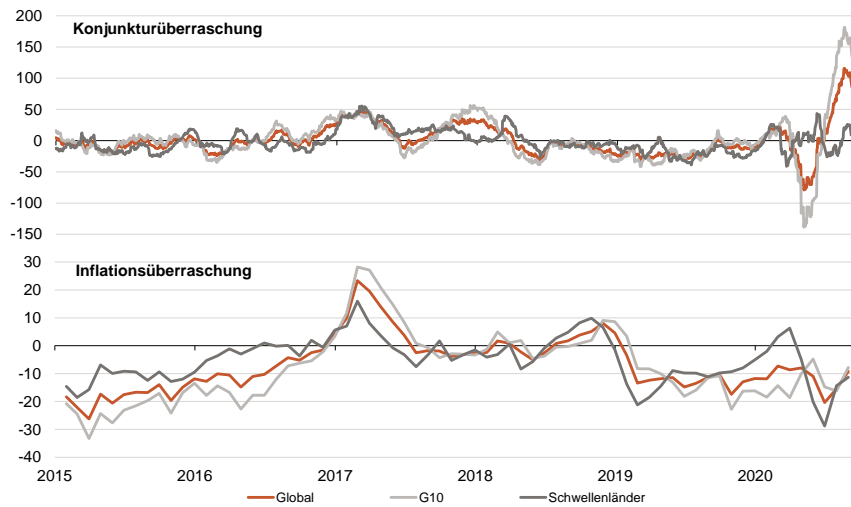


- Die impliziten Volatilitäten sind hingegen über die letzten zwei Wochen wieder angestiegen.
- Der VIX sprang infolge des Abverkaufs in den USA von 25 auf über 35, tendierte allerdings zuletzt wieder runter.
- Die Nachfragesorgen am Ölmarkt ließen auch dort die implizite Volatilität kräftig ansteigen.

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 = CVIX Index
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 11.09.2020



Global

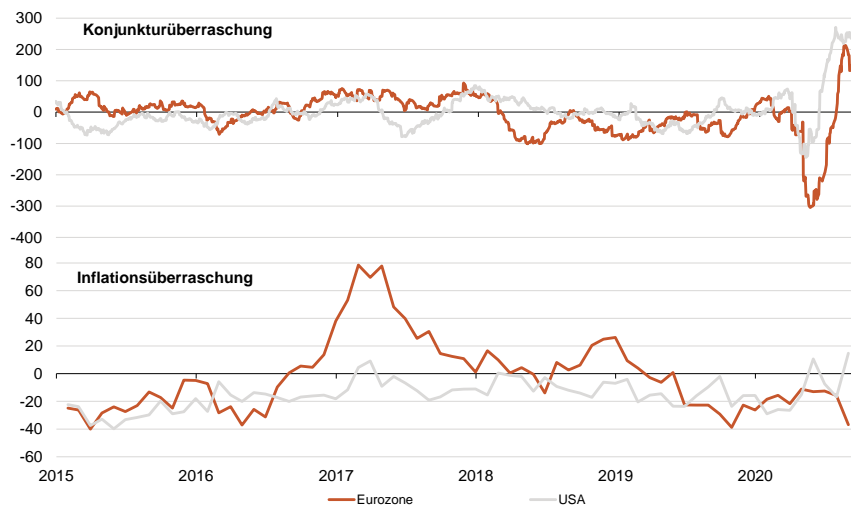


- Die positiven Konjunkturüberraschungen auf globaler Ebene lassen nach. Insbesondere die G10-Länder sahen zuletzt weniger Konjunkturdaten, welche die Erwartungen schlagen konnten. Bei den Schwellenländern konnten die Daten hingegen im Schnitt positiv überraschen. In China waren die Caixin Einkaufsmangerindizes sowie die Exporte (Aug., YoY) besser als erwartet und in Südkorea sank die Arbeitslosigkeit unter 4%. In Südafrika ist die Wirtschaft mit über 50% (Q2, QoQ) hingegen massiv eingebrochen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 11.09.2020

Eurozone & USA

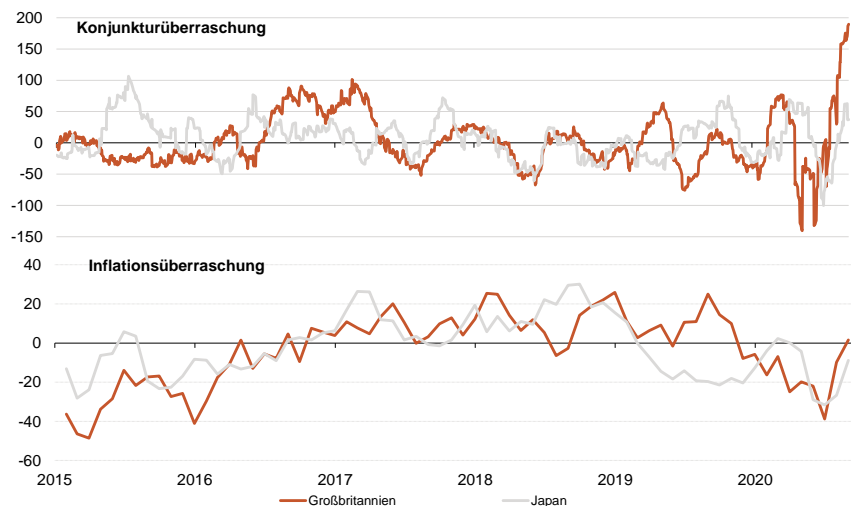


- In den USA und der Eurozone sind die positiven Konjunkturüberraschungen weiter zurückgegangen. Positiv überrascht haben in den USA der ISM- und Markit-Einkaufsmanagerindex (Industrie), die Arbeitslosenquote und die Industrie-Auftragseingänge. Enttäuscht haben hingegen der Service-PMI sowie die jüngsten Arbeitsmarktdaten.
- In Deutschland haben die Industrieproduktionsdaten, die Einzelhandelsumsätze (MoM) und die Exporte enttäuscht, während in Frankreich die Einkaufsmangerindizes sowie die Industrieproduktion schwach waren.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 11.09.2020

Großbritannien & Japan



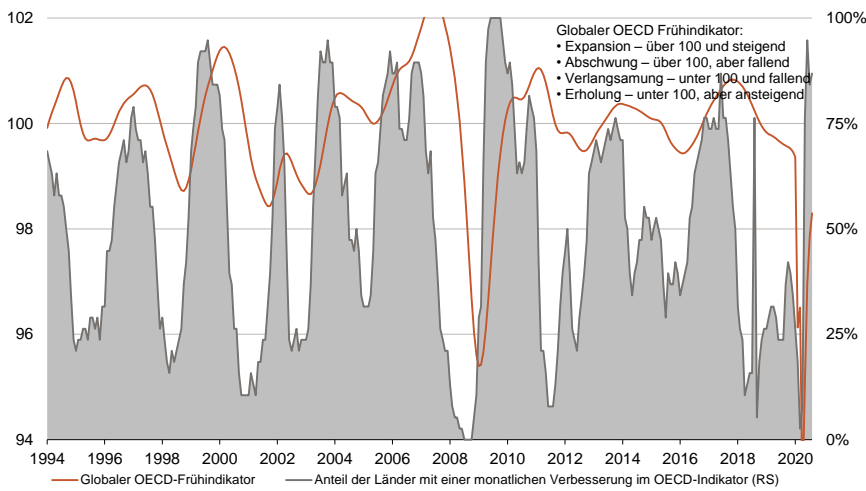
- In Großbritannien sind die positiven Konjunkturüberraschungen deutlich angezogen. Die Industrieproduktions- und Wohnungsmarktdaten im Juli waren besser als erwartet.
- In Japan haben die Arbeitsmarktdaten, das Wirtschaftswachstum und die Auftragseingänge positiv überrascht.

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 Zeiterfallsfunktion, um das begrenzte Gedächtnis der Märkte zu replizieren, d.h. das Gewicht einer Datenüberraschung verringert sich über die Zeit.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 11.09.2020



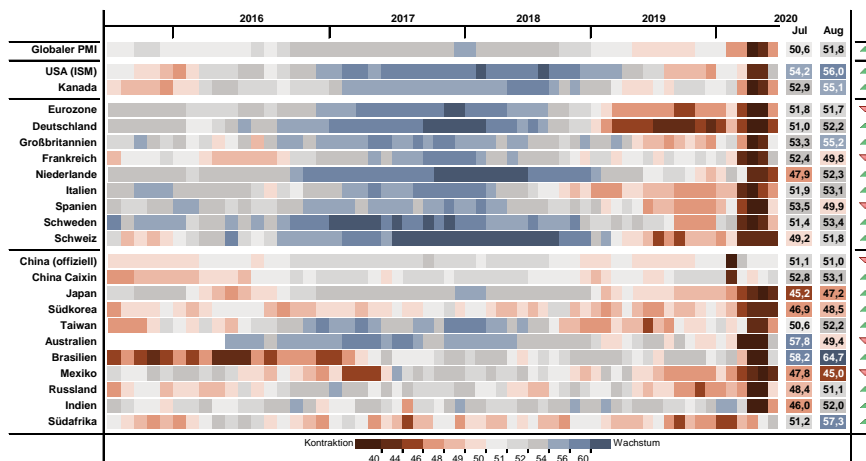
OECD Frühindikator



- Auch im August ist der OECD-Frühindikator mit 98,3 Punkten weiter angestiegen und zeigt somit eine fortschreitende Erholung der globalen Wirtschaft an.
- Schaut man auf die einzelnen Länder, konnten im August knapp 90% einen besseren Wert des Frühindikators erreichen als noch im Juli.

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 - 31.08.2020

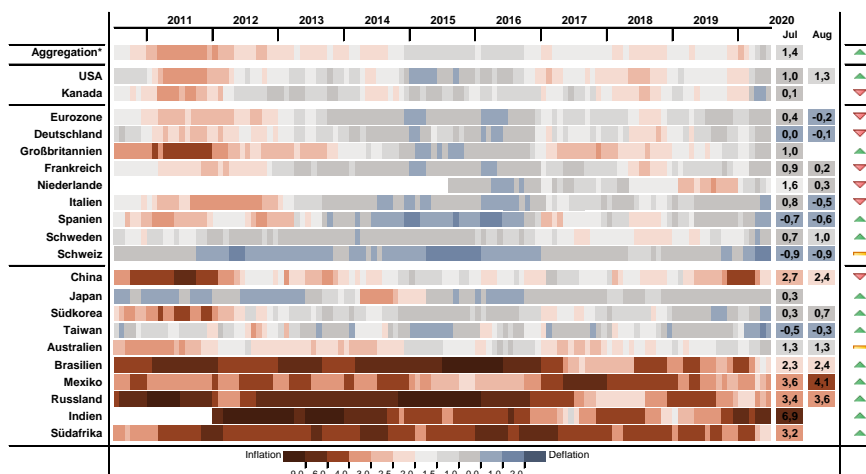
Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Die Industrie ist weiter im Aufwärtstrend. Der globale PMI ist das vierte Mal in Folge gestiegen und mit 51,8 deutlich in der Wachstumszone.
- Auch der ISM-Index in den USA und der Caixin-PMI in China konnten sich gegenüber Juli weiter verbessern.

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: 31.08.2015 - 31.08.2020

Gesamtinflation

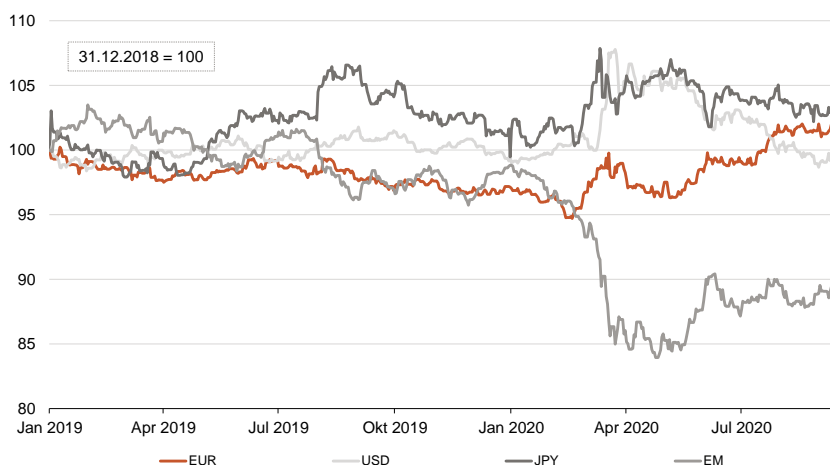


- Die Preise bleiben gedeckelt. In Deutschland und der Eurozone sind sie sogar leicht gefallen. Sinkende Energiepreise und weniger stark steigende Lebensmittelpreise waren in Deutschland die Haupttreiber.
- In den USA ist die Inflation im August auf 1,3% gestiegen - insbesondere dank stark steigender Lebensmittelpreise.
- In den meisten Schwellenländern ist die Inflation wieder auf dem Vormarsch.

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: 31.08.2010 - 31.08.2020



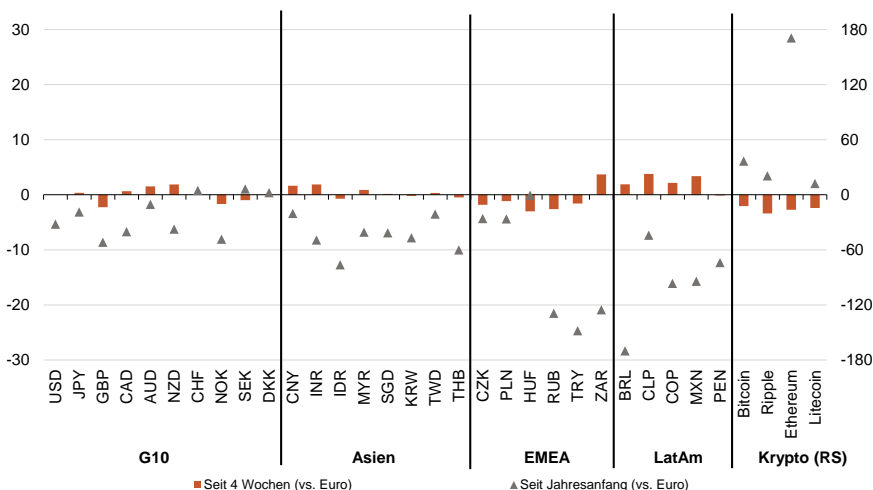
Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Der US-Dollar konnte sich in den vergangenen zwei Wochen auf handelsgewichteter Basis stabilisieren.
- Schwellenländer-Währungen bewegten sich indes volatil seitwärts. Einzelthemen dominieren die Bewegungen.
- Der japanische Yen verliert langsam aber sicher im Zuge der globalen Konjunkturerholung an Wert, da er in seiner Funktion als sicherer Hafen zunehmend weniger gefragt wird.

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: 01.01.2019 - 11.09.2020

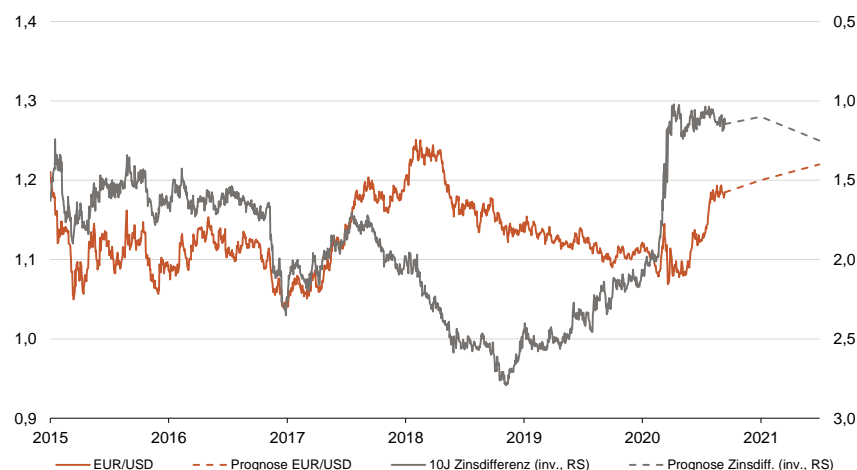
Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Die Entwicklung am Währungsmarkt zeichnet ein gemischtes Bild. Bei den G10-Währungen hatten zyklische Währungen wie der australische oder neuseeländische Dollar die Nase leicht vorn. Das Pfund musste aufgrund erneuter Brexit-Sorgen spürbar nachgeben.
- Bei den Schwellenländern konnten Währungen aus Lateinamerika gegenüber dem Euro hinzugewinnen, während Osteuropa das Nachsehen hatte.
- Krypto-Währungen hatten über die letzten vier Wochen Verluste zu verzeichnen.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 11.09.2020

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Eine klare Richtung im EUR/USD-Wechselkurs ließ sich in den letzten zwei Wochen nicht erkennen.
- Nach Aussage der EZB-Präsidentin Lagarde vom letzten Donnerstag muss die Euroaufwertung weiter beobachtet werden, Handlungsbedarf bestehe aber aktuell noch nicht. Marktteilnehmer nahmen diese Nachricht positiv auf, sodass der Euro zuletzt wieder leicht hinzugewinnen konnte.

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: 01.01.2015 - 30.06.2021



Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.08.20 - 11.09.20)	YTD (31.12.19 - 11.09.20)	11.09.19	11.09.18	11.09.17	11.09.16	11.09.15
Zyklische Konsumgüter	-10,1	4,0	-3,5	9,4	0,8	13,4	-4,6
Grundstoffe	-0,6	3,6	7,2	5,7	2,8	25,6	7,3
Basiskonsumgüter	-4,5	1,3	-5,7	18,7	-1,7	3,8	15,2
Industrie	-7,2	1,1	1,1	6,7	4,5	16,7	8,0
Growth	-0,5	1,1	5,6	11,4	3,9	10,5	3,0
Gesundheit	0,6	0,5	10,7	14,2	1,8	4,3	-7,0
Informationstechnologie	-0,2	5,9	15,1	8,3	12,7	20,0	15,5
Value	-21,5	-0,9	-15,9	3,0	-1,0	15,4	-3,0
Telekommunikation	-19,1	-2,7	-18,7	8,5	-12,4	-0,8	-9,7
Finanzen	-26,8	-2,7	-19,9	-1,3	-5,6	24,0	-12,7
Versorger	-3,2	0,8	9,6	19,3	-2,8	9,6	5,4
Energie	-42,9	-7,2	-41,3	-4,0	24,8	8,6	13,8

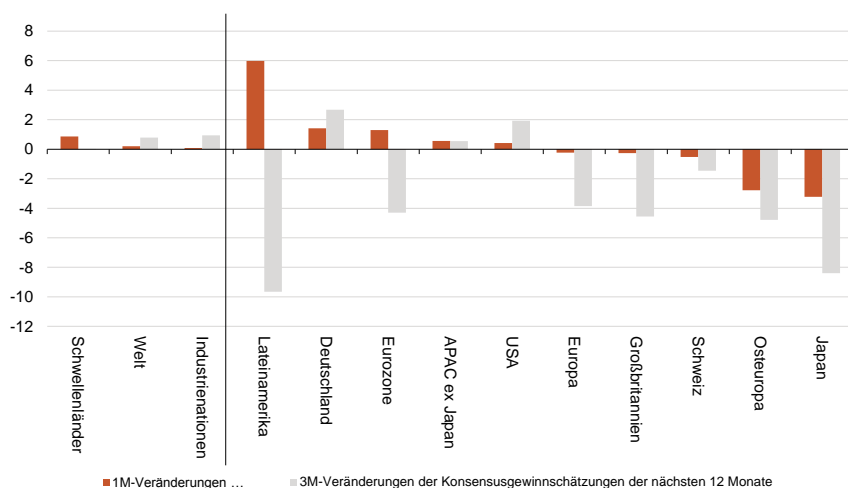
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: 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.

- Zyklische Sektoren haben ihre jüngste Outperformance fortgesetzt, während Technologietitel nach der starken Entwicklung dieses Jahr jüngst das Nachsehen hatten. Einseitige Positionierungen und ambitionierte Bewertungen haben zu einem gesunden Rücksetzer geführt. Langfristig bleiben Technologietitel aufgrund ihres starken Gewinnwachstums jedoch attraktiv. Zudem dürften sie von der anhaltenden Digitalisierung sowie vermehrten ESG-Flows profitieren.

Gesamtrendite europäischer Aktiensektoren 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: 11.09.2015 - 11.09.2020

Veränderungen der Konsensus-Gewinschätzungen

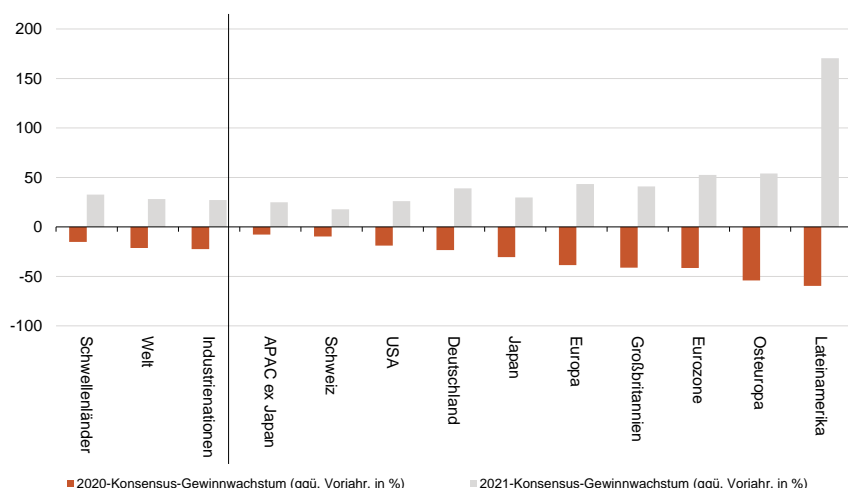


- Nachdem viele Unternehmen in der Q2-Berichtsaison die Erwartungen übertroffen haben und viele Konjunkturdaten positiv überraschen konnten, sind die Analysten nun mutiger geworden. Über den letzten Monat haben sie im Aggregat die Schätzungen für die Schwellenländer hochgenommen – allen voran Lateinamerika.
- Auch für Deutschland wurden die Gewinnerwartungen erhöht.
- Für Japan wurden sie hingegen am stärksten gekürzt.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinschätzungen für die nächsten 12 Monate, in Prozent. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan

Quelle: FactSet, Stand: 11.09.2020

Gewinnwachstum



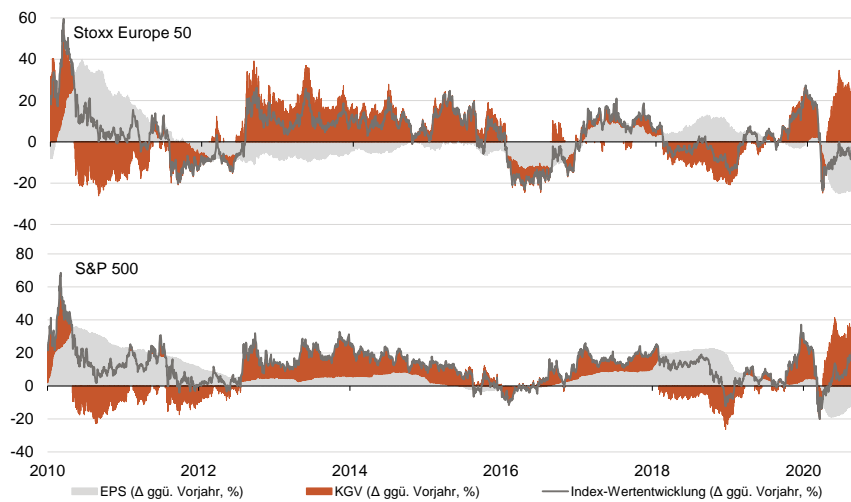
- Sollten die Gewinne sich im zweiten Halbjahr besser als erwartet entwickeln, könnte Asien Pazifik ex Japan doch noch ein positives Gewinnwachstum für dieses Jahr verzeichnen. Auch die Gewinne des defensiven Schweizer Aktienmarktes erweisen sich mal wieder als relativ robust.
- Lateinamerika und Osteuropa dürften dieses Jahr laut Konsensus den größten Gewinneinbruch verzeichnen.

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

Quelle: FactSet, Stand: 11.09.2020



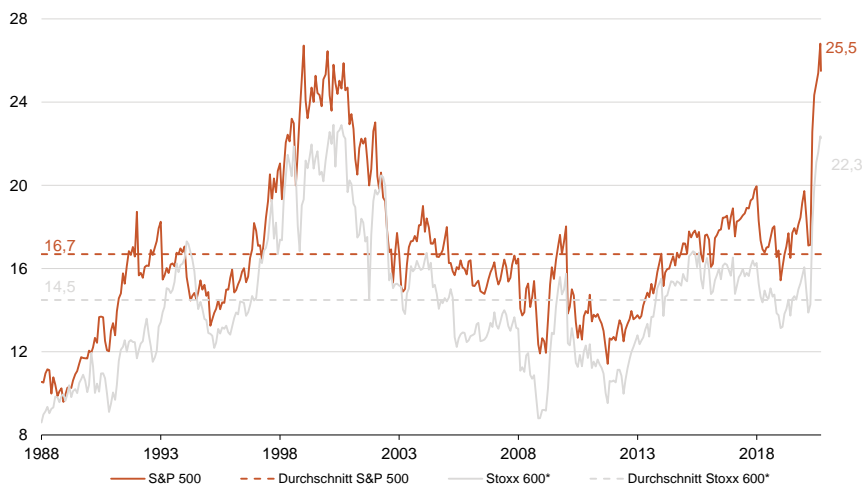
Kontributionsanalyse



- Trotz der jüngsten Korrektur notieren US-Aktien auf 1-Jahressicht immer noch positiv, dank der mächtigen Bewertungsausweitung aufgrund der stark gefallen Zinsen.
- Europäische Aktien sind auch deutlich teurer gegenüber dem Vorjahr geworden. Allerdings sind sie im Jahresvergleich immer noch leicht negativ.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinnschätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2010 - 11.09.2020

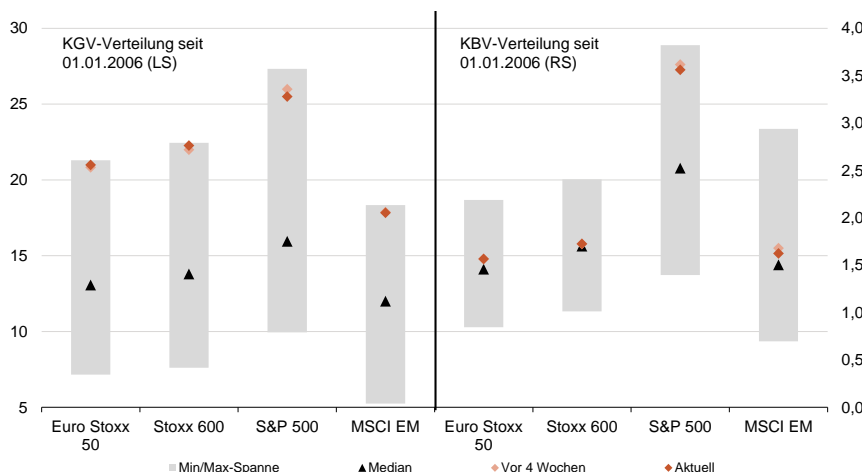
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- US-Aktien werden momentan mit einem KGV von 25,5 bewertet. Sie sind damit ähnlich teuer wie während Technologieblase zur Jahrtausendwende. Der Unterschied zu damals ist allerdings, dass die meisten Unternehmen heutzutage tatsächlich ordentlich Geld verdienen. Zudem wurden damals 10-jährige US-Staatsanleihen noch mit mehr als 6% verzinst. Heute notieren diese unterhalb der 1%-Marke. Aktien sind heute entsprechend deutlich günstiger als damals im Vergleich zu Anleihen bewertet.

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 - 11.09.2020

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

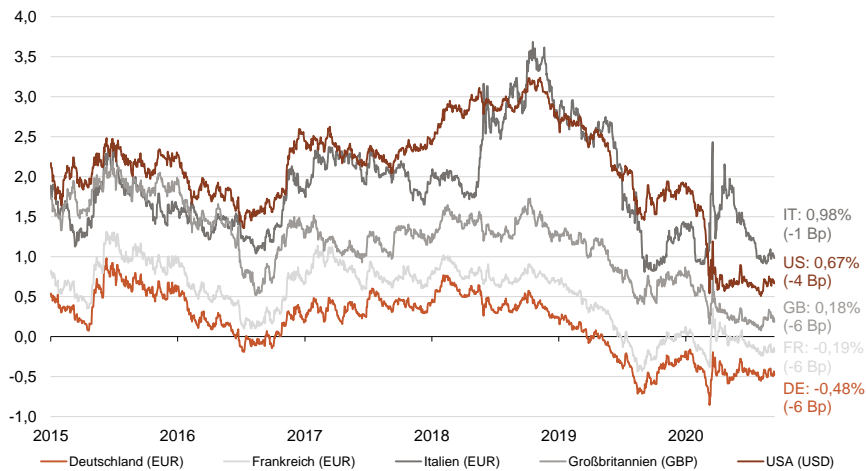


- Auch wenn die Aktienkurse zuletzt etwas nachgaben, sind die meisten Aktienregionen im Vergleich zur eigenen Historie teuer bewertet – allen voran US-Aktien.

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 - 11.09.2020



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

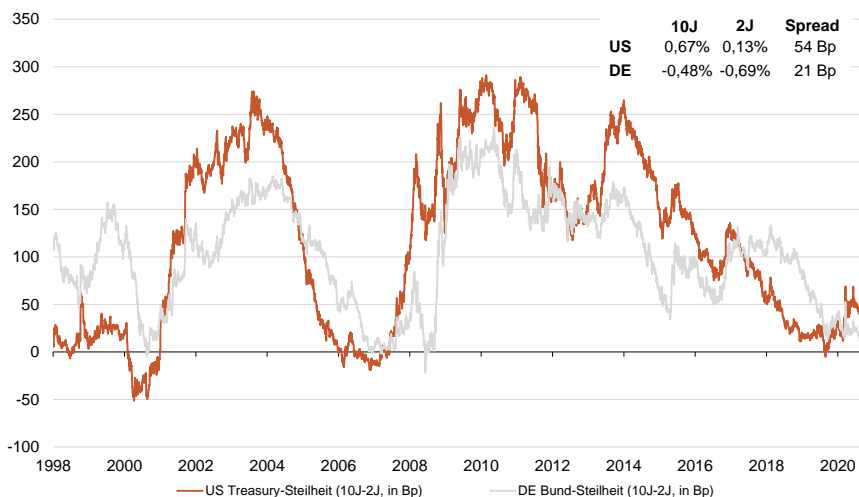


- Die Renditen von Staatsanleihen sind in den letzten vier Wochen leicht gesunken. Sah man zuerst steigende Renditen, kam es jüngst durch das Risk-Off-Umfeld auf den Märkten wieder zu fallenden Renditen. Bei den 10-jährigen britischen Staatsanleihen war dies am ausgeprägtesten, da das kontraproduktive Verhalten der britischen Regierung einen harten Brexit bis zum Jahresende immer wahrscheinlicher werden lässt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 11.09.2020

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

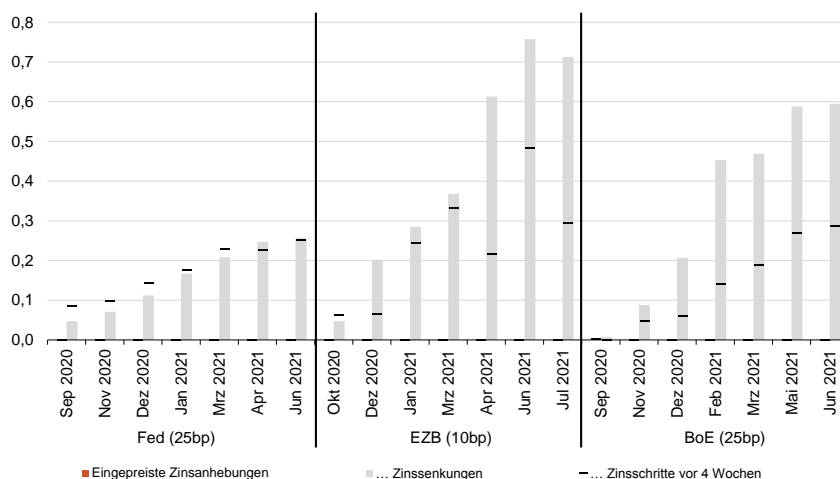


- Die Steilheit der deutschen und amerikanischen Renditestrukturkurve verharret weiterhin auf über 20 bzw. 50 Basispunkte. Die Anleihemärkte sehen somit weiterhin eine sich erholende Wirtschaft

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 - 11.09.2020

Implizite Leitzinsveränderungen



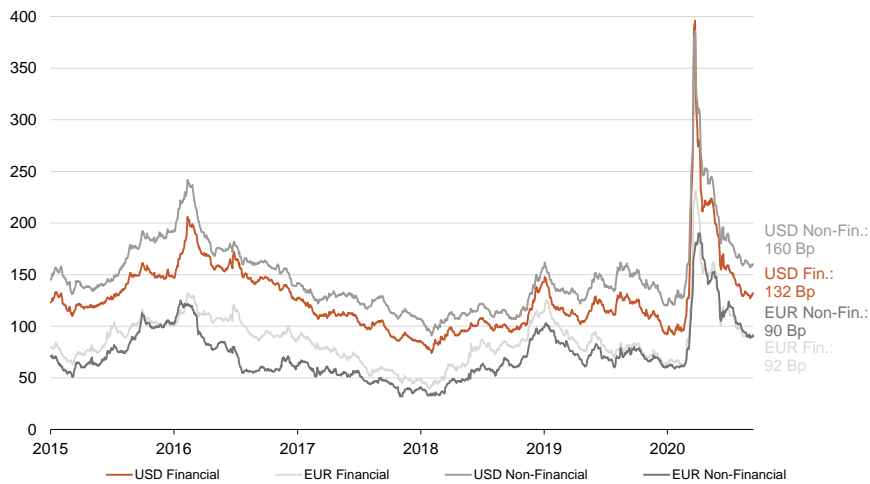
- Die EZB hat auf ihrem letzten Treffen keine wesentlich neuen Maßnahmen beschlossen. Eine Zinssenkung bis zum Jahresende bleibt unwahrscheinlich.
- Die Fed hat hingegen eine neue Strategie eines „flexiblen durchschnittlichen Inflationsziel“ mit größerem Fokus auf das Beschäftigungsniveau verkündet.
- Die gestiegene Wahrscheinlichkeit eines harten Brexit bis zum Jahresende hat die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung durch die BoE deutlich erhöht.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Änderung (Anzahl der Schritte) des Leitzinses zu ermitteln.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 14.08.2020 - 11.09.2020



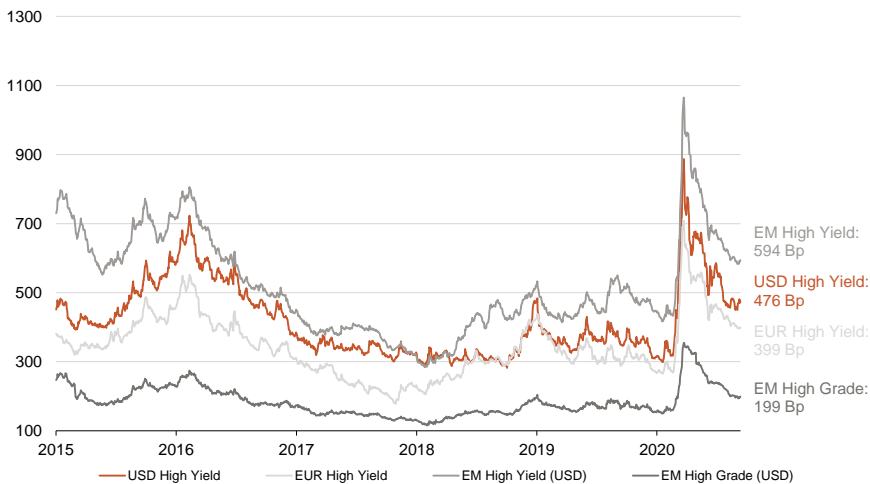
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge auf IG-Unternehmensanleihen haben sich in den letzten zwei Wochen kaum verändert. Positive Fund Flows, rückläufige Neuemissionen und massive Sekundärmarktnachfrage dürfte das Segment weiter unterstützen, wenn die Risikoaufschläge historisch auch nicht mehr sehr hoch sind.
- Auf EUR-Sektorebene sahen Anleihen aus dem Automobilbereich die größten Spreadeinengungen, während Anleihen aus dem Freizeitsektor die größten Spreadausweitungen sahen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2015 - 11.09.2020

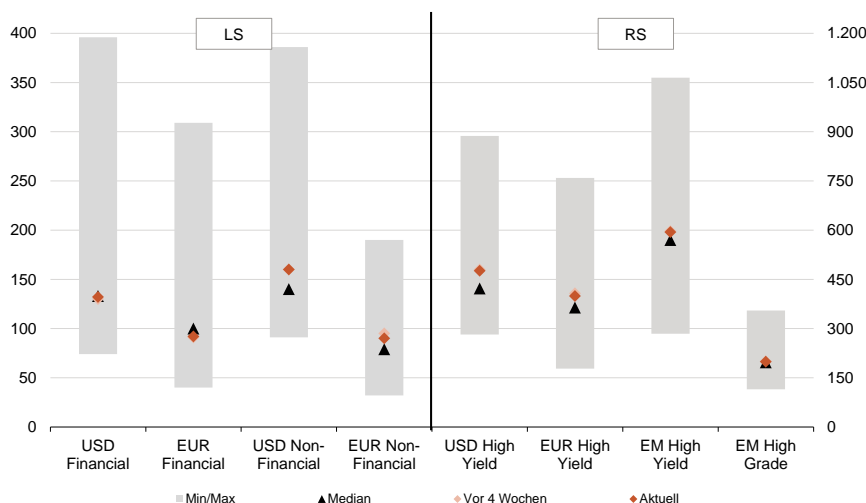
Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- USD- und EUR-Hochzinsanleihen entwickelten sich zuletzt unterschiedlich. Während die Risikoaufschläge bei EUR-Hochzinsanleihen in den letzten zwei Wochen leicht gefallen sind, sind sie auf USD-Hochzinsanleihen um über 20 Basispunkte gestiegen. Die weiter steigenden Ausfallraten in den USA waren ein Treiber. Die größte Spreadausweitung sah dabei der USD-Konsumgütersektor.

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: 01.01.2015 - 11.09.2020

Historische Verteilung der Credit-Spreads (in Bp)

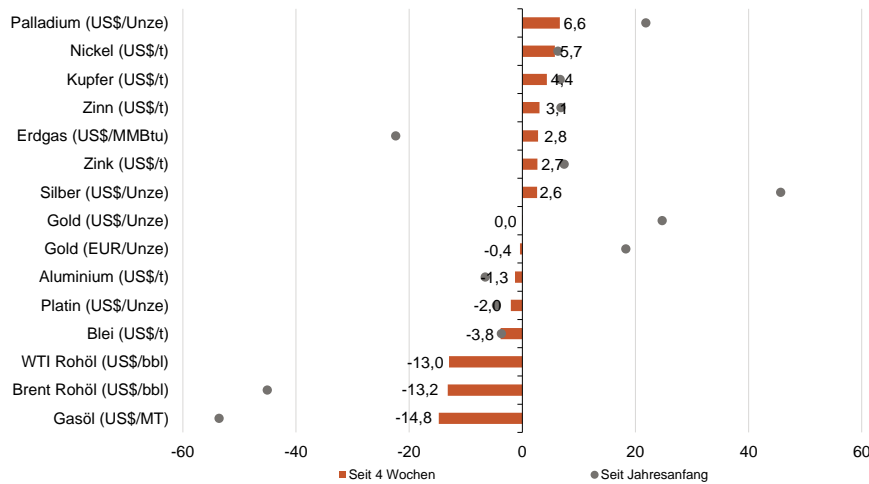


- Im Investment-Grade-Segment sind Finanzanleihen historisch nicht mehr günstig, während Papiere außerhalb des Finanzsektors noch Spreads oberhalb ihres Medians bieten.
- Letzteres gilt ebenso für Hochzinspapiere aus Schwellenländern sowie für USD- und EUR-Hochzinsanleihen.

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: 11.09.2010 - 11.09.2020



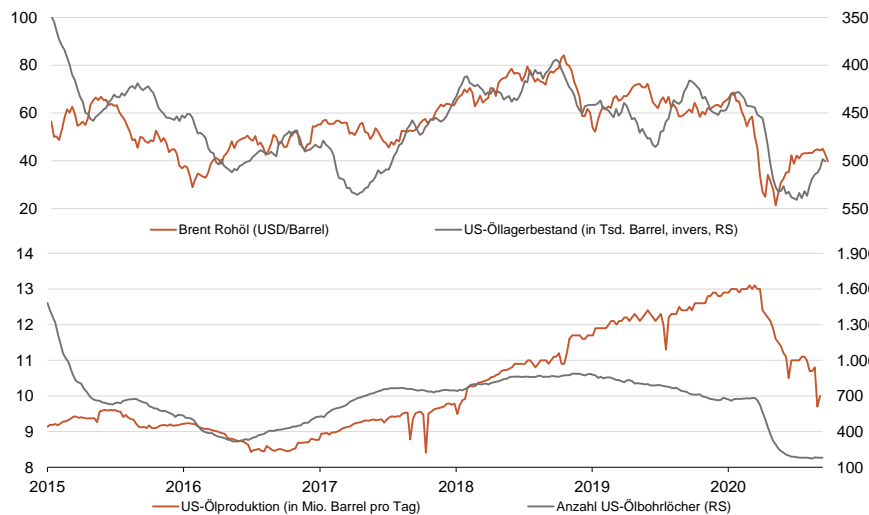
Performance Rohstoffe



- Nachdem in den vergangenen Wochen der Rohstoffsektor sich insgesamt positiv entwickelt hatte, sieht das Bild nun wieder gemischter aus.
- Das Schlusslicht bilden aktuell mit deutlichem Abstand die Energierohstoffe.
- Industriemetalle entwickelten sich am freundlichsten und notieren bis auf Aluminium und Blei nun sogar wieder seit Jahresbeginn im Plus.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 11.09.2020

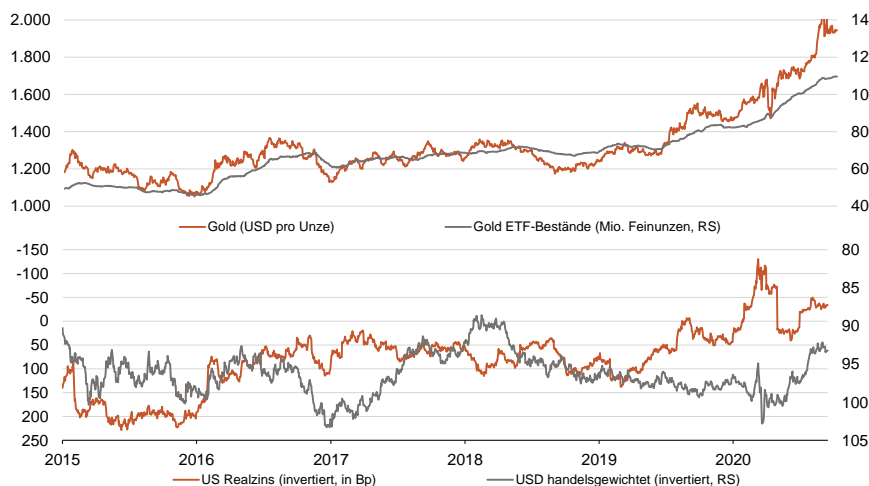
Rohöl



- Rohöl (Brent) musste seit Anfang September gut 12% nachgeben und notiert aktuell sogar wieder unter der Marke von 40 US-Dollar je Barrel.
- Grund für den Preiseinbruch sind aufkeimende Nachfragesorgen, so hat die EIA auch für 2021 ihre Prognose noch einmal nach unten revidiert.
- Dabei stehen die Zeichen von der Angebotsseite her nicht schlecht. Die Compliance innerhalb der OPEC+ ist erstaunlich hoch und die US-Ölproduktion auf geringem Niveau.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 11.09.2020

Gold



- Gold tendierte über die letzten zwei Wochen seitwärts und notiert aktuell bei ca. 1.950 US-Dollar je Unze.
- Belastend waren aufgrund gefallener Inflationserwartungen die gestiegenen Realzinsen in den USA.
- Auch das Momentum der ETF-Käufe ebte über den letzten Monat etwas ab.

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: 01.01.2015 - 11.09.2020

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 14. September 2020

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