

Aktueller Marktkommentar

Die Risk-On-Stimmung an den Börsen hält an, der S&P 500 erreichte ein Allzeithoch, Gold als sicherer Hafen fiel. Öl legte merklich zu, getrieben von Hoffnungen auf weitere Produktionskürzungen seitens der OPEC. Die Positionierung der Anleger ist nun nicht mehr so pessimistisch wie im September oder Oktober, allerdings auch noch nicht euphorisch. Die Investoren schichten vor allem Mittel von US- in europäische Aktien um. Ein Warnsignal ist jedoch die ausgeprägte VIX-Netto-Shortpositionierung der Spekulanten. Steigt die Volatilität wider Erwarten an, wären diese Anleger gezwungen ihre Shorts zu schließen, was den Volatilitätsanstieg noch verstärken würde. Unser Basisszenario ist allerdings, dass der „Phase 1“-Deal zwischen den USA und China beschlossen wird und die Brexit-Unsicherheit weiter zurückgeht. Aktien sollten dann bis Jahresende weiter steigen, passend zur üblichen Saisonalität. Wir bleiben vorsichtig optimistisch – vorsichtig insbesondere deswegen, weil Donald Trump immer für Überraschungen gut ist.

Kurzfristiger Ausblick

In der Eurozone hat sich das positive Momentum bei den Konjunkturüberraschungen jüngst fortgesetzt. Unsere Ökonomen sehen eine Erholung der Konjunktur ab 2020. Auch die zuletzt gestiegenen Einkaufsmanagerindizes der Industrie sprechen dafür. Erfreulich ist insbesondere, dass die Auftragseingangskomponente im globalen Einkaufsmanagerindex als vorausschauender Indikator sich jüngst positiv entwickelt hat.

Diese Woche geben vor allem vorlaufende Wirtschaftsindikatoren wie der Philadelphia Fed Index (21.11.), der Einkaufsmanagerindex für Deutschland, Frankreich und die Eurozone (22.11.), aber auch das Verbrauchervertrauen in den USA (22.11.), weiteren Einblick hinsichtlich der Frage, ob sich die industrielle Produktion stabilisiert, bevor es möglicherweise zu stärkeren Belastungen des privaten Verbrauchs kommt. Zwischen dem 25.11. und 29.11. wird für Deutschland der ifo-Geschäftsklimaindex und das Verbrauchervertrauen veröffentlicht.

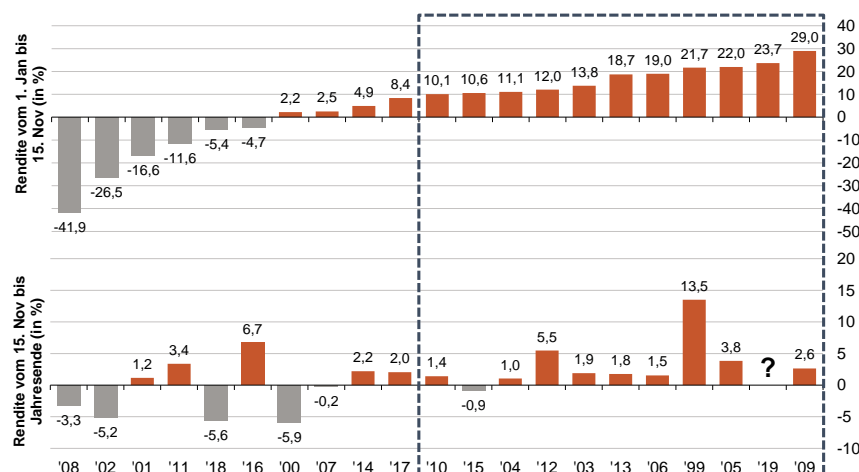
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Bessere Konjunkturdaten und abnehmende politische Unsicherheiten führen zu zunehmenden Optimismus.

Einkaufsmanagerindizes im November geben Aufschluss über weitere Konjunkturentwicklung.

Gute Chancen für Fortsetzung der Aktienrally bis zum Jahresende



- Mit der starken Entwicklung von Aktien seit Jahresanfang bestehen gute Chancen für ein positives Jahresende.
- In den letzten 20 Jahren konnte der Stoxx 600 bei einer Rendite von über 9% in den ersten 10,5 Monaten in 9 von 10 Fällen bis zum Jahresende weiter hinzugewinnen. Ähnliches gilt für die letzten 50 Jahre in den USA (S&P 500).
- Dieses Jahr werden jedoch die Entwicklungen im Handelskrieg und in der Brexit-Frage für die Richtung wesentlich sein.

Rendite des Stoxx Europa 600, sortiert nach der Entwicklung vom Jahresanfang bis zum 15.11 eines Kalenderjahres.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.1998 - 15.11.2019



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (18.10.19 - 15.11.19)	YTD (31.12.18 - 15.11.19)	15.11.18	15.11.17	15.11.16	15.11.15	14.11.14
Brent	8,2	31,1	4,2	20,0	11,5	-12,0	-44,1
Aktien Industrienationen	5,1	27,8	17,6	6,5	10,1	4,9	14,5
Aktien Emerging Markets	3,4	15,1	12,3	-5,7	22,8	4,8	-1,0
Globale Wandelanleihen	2,8	17,3	12,7	4,4	6,5	4,1	14,5
Aktien Frontier Markets	2,1	16,6	12,8	-5,7	14,2	-2,9	-1,1
USD/EUR-Wechselkurs	1,1	3,7	2,5	4,1	-9,1	0,5	16,3
Globale Unternehmensanleihen	0,7	13,2	13,4	1,0	-2,5	3,9	12,0
Globale Staatsanleihen	0,0	8,7	10,8	1,9	-6,1	5,5	11,1
Eonia	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1
Gold	-0,4	18,8	24,0	-1,2	-5,4	13,9	6,0
Industriemetalle	-0,9	9,9	3,7	-5,6	6,7	21,2	-19,2
REITs	-2,0	26,6	19,0	1,2	1,3	1,3	13,1

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.

- Das Risk-On-Umfeld hat zuletzt angehalten. Der S&P 500 kletterte beispielsweise auf ein Allzeithoch letzte Woche.
- Über die letzten vier Wochen schnitt Brentöl (+8,2%) am besten ab, gefolgt von Aktien und Wandelanleihen.
- Sichere Häfen wie Gold und Staatsanleihen underperforierten, genauso wie REITs, die unter steigenden Anleiherenditen litten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 14.11.2014 - 15.11.2019

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (18.10.19 - 15.11.19)	YTD (31.12.18 - 15.11.19)	15.11.18	15.11.17	15.11.16	15.11.15	14.11.14
MSCI EM Osteuropa	6,3	32,4	27,9	7,2	17,3	12,6	-5,2
S&P 500	5,7	31,3	19,4	13,2	9,2	10,1	18,1
Topix	5,2	22,1	13,3	-0,2	11,1	2,1	27,4
Russell 2000	5,1	24,1	8,8	9,9	3,7	15,2	15,5
DAX	4,8	25,4	16,6	-12,5	20,9	0,2	15,7
Stoxx Europa Zyklisch	4,8	23,9	15,3	-8,1	19,1	-2,2	9,6
Stoxx Europa Small 200	4,2	24,2	17,0	-3,4	20,2	-4,2	18,9
Stoxx Europa 50	3,9	24,8	17,9	-3,3	14,2	-7,5	9,5
MSCI EM Asien	3,8	15,9	12,7	-7,9	27,5	3,7	6,1
Euro Stoxx 50	3,8	26,9	19,6	-7,6	19,2	-6,5	12,6
Stoxx Europa Defensiv	3,1	19,7	15,5	4,2	11,3	-10,1	11,1
MSCI Großbritannien	3,1	17,9	11,3	1,0	8,6	-5,8	6,7

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.

- Alle Aktienregionen legten jüngst zu. Dabei entwickelten sich zyklische Aktien tendenziell besser als defensive. Die Hoffnung auf eine Annäherung im Handelsstreit zwischen den USA und China war dabei neben einer besser als befürchteten Berichtssaison der Haupttreiber.
- Osteuropäische Aktien gewannen am stärksten hinzu, unterstützt durch einen steigenden Ölpreis.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 14.11.2014 - 15.11.2019

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (18.10.19 - 15.11.19)	YTD (31.12.18 - 15.11.19)	15.11.18	15.11.17	15.11.16	15.11.15	14.11.14
USD Hochzinsanleihen	1,2	16,3	12,8	6,0	-1,9	9,0	12,1
USD Unternehmensanleihen	1,1	16,8	17,3	1,3	-4,3	5,1	17,2
EM-Staatsanleihen (lokal)	1,0	10,5	12,1	2,2	0,1	4,8	2,5
US-Staatsanleihen	0,4	10,6	12,5	2,3	-7,5	1,8	18,0
EUR Hochzinsanleihen	0,3	7,8	5,9	-1,4	6,3	3,8	2,0
Britische Staatsanleihen	0,2	13,4	13,6	1,3	-1,3	-10,9	18,0
EUR Nicht-Finanzanleihen	0,1	6,6	6,4	-1,2	2,5	4,6	-0,4
EUR Finanzanleihen	-0,1	6,1	5,7	-1,2	3,8	3,2	0,8
Deutsche Staatsanleihen	-0,3	4,3	5,2	1,1	-0,5	3,1	2,6
EM-Staatsanleihen (hart)	-0,5	7,5	8,4	-5,9	6,5	5,7	0,6
EUR Inflationsind. Anleihen	-0,6	6,8	7,2	-1,7	3,7	0,5	1,7
Italienische Staatsanleihen	-1,9	11,1	16,8	-7,2	3,2	-0,3	7,6

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.

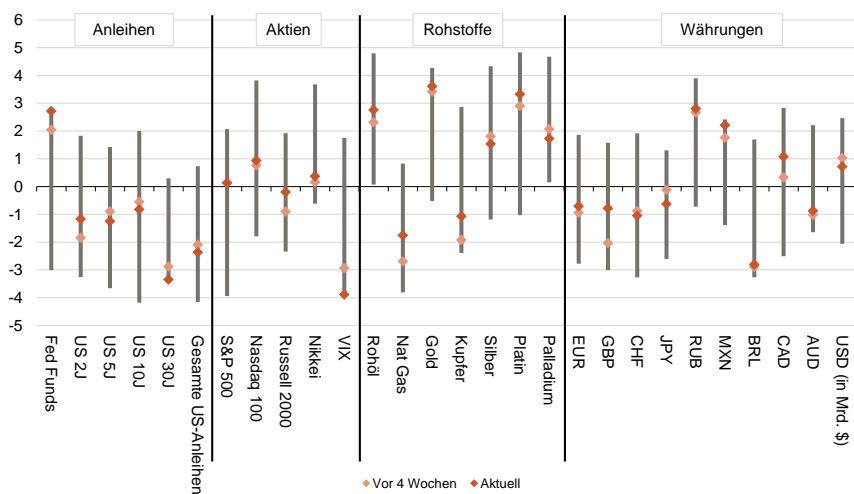
- Die Entwicklung der verschiedenen Anleihemärkte über die letzten vier Wochen fällt gemischt aus. Italienische Staatsanleihen litten unter steigenden Renditen und Risikoaufschlägen – die für die Regierungskoalition enttäuschenden Ergebnisse von Regionalwahlen belasteten die Investorenstimmung.
- Hochzinsanleihen legten hingegen in den USA und Europa zu – beflügelt durch eine allgemeine Risk-On-Stimmung.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 14.11.2014 - 15.11.2019



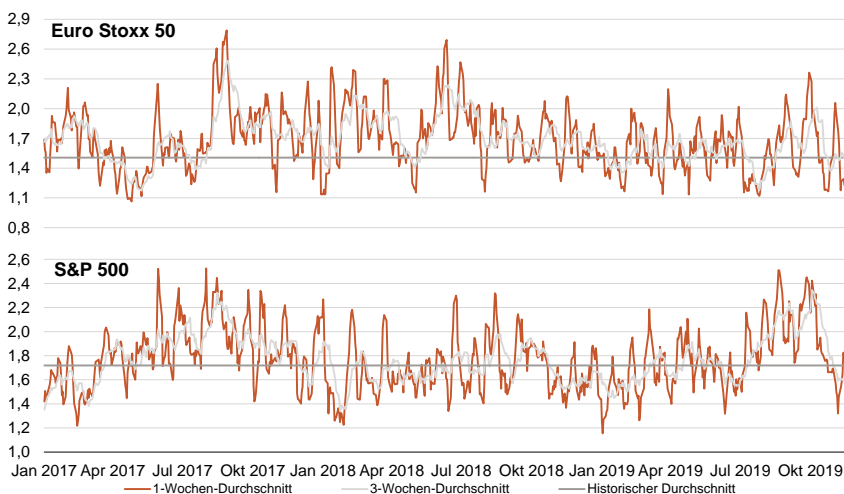
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Investoren bleiben bei Aktien moderat investiert. Allerdings haben sie zuletzt die Netto-Short-Position in VIX-Futures stark ausgebaut. Sollte die Volatilität wider Erwartungen steigen, wären die Hedge Fonds gezwungen ihre Shorts abzubauen, was die Volatilität noch mal verstärken würde.

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: 12.11.2009 - 12.11.2019

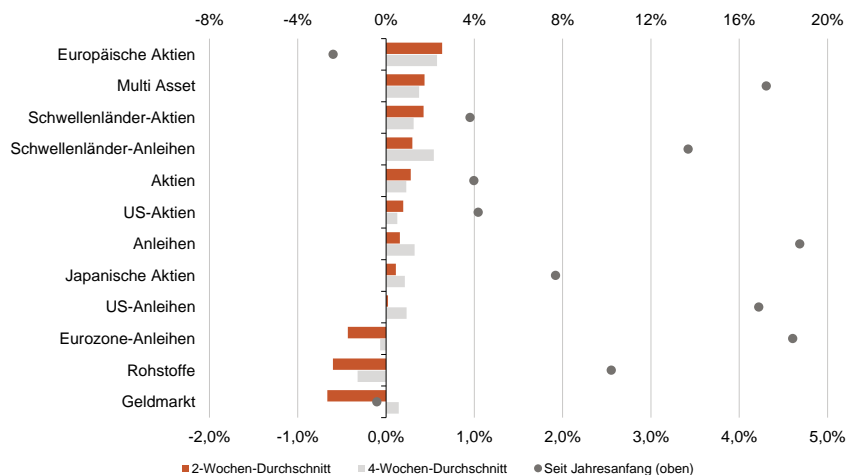
Put-Call-Ratio



- Während die Put-Call-Ratio für Eurozonen-Aktien historisch niedrig ist und signalisiert, dass kaum Absicherungsbedarf von Investorensseite besteht, liegt die Ratio für US-Aktien im historischen Mittel.

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 - 15.11.2019

ETF-Flüsse

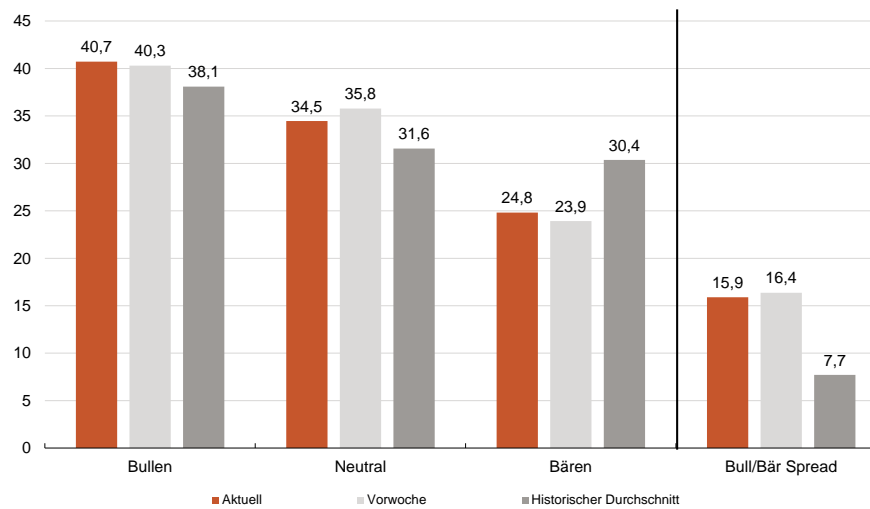


- Europäische Aktien haben zuletzt die stärksten ETF-Zuflüsse (in Prozent des verwalteten Vermögens) gesehen. Das gab es seit Monaten nicht mehr.
- Die Vermeidung eines harten Brexits Ende Oktober sowie versöhnlichere Töne im Handelsstreit zwischen den USA und China haben die Investorenstimmung aufgehellt. Europa als Region mit besonders vielen zyklischen Unternehmen profitiert insbesondere davon.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2018 - 15.11.2019



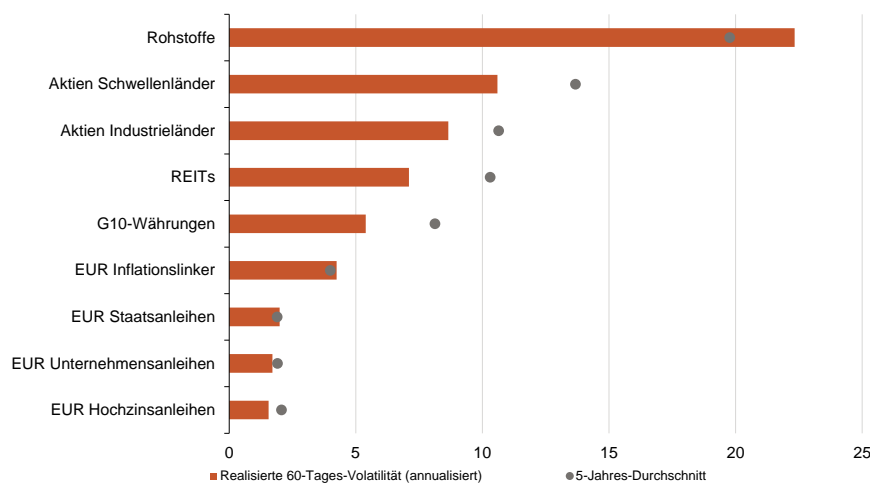
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Ein vermeintliches Abebben politischer Risiken und die Bodenbildung einiger Konjunkturindikatoren stimmten die US-Privatanleger zuletzt sehr optimistisch. Der Bull-Bär-Spread notiert weit über dem historischen Durchschnitt.
- Die gute Stimmung beflügelte die US-Aktienmärkte und ließ sie neue Allzeithochs erklimmen.

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. Tendenziell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 14.11.2019

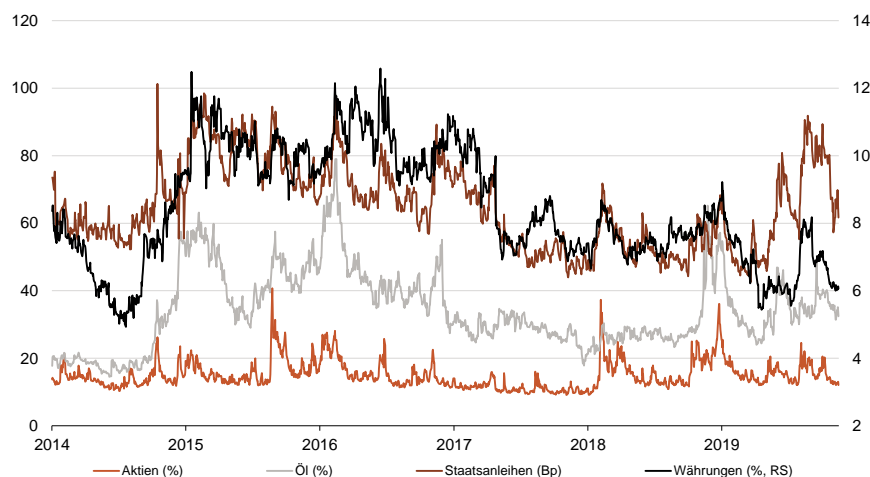
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierte 60-Tages-Volatilität bei Aktien der Industrieländer hat zuletzt spürbar abgenommen und liegt nun wieder unter dem 5-Jahres-Durchschnitt. Schwellenländeraktien zeigten sich hingegen wieder volatil.
- Anleihen weisen wieder etwas weniger realisierte Volatilität auf als noch vor zwei Wochen.
- Rohstoffe bleiben mit weitem Abstand die volatilste Anlageklasse.

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: 15.11.2014 - 15.11.2019

Implizite Volatilitäten

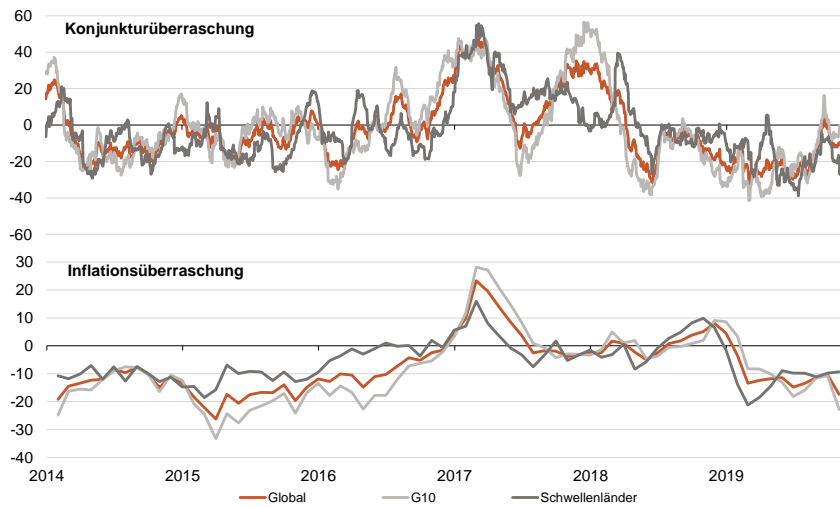


- Der Renditeanstieg in Staatsanleihen – infolge der starken Risk-On-Bewegung – wurde begleitet von einer erhöhten impliziten Volatilität im Vergleich zu von vor zwei Wochen.
- Im Gegensatz hierzu ist die implizite Volatilität an den Aktienmärkten und Öl weiter gefallen.

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: 01.01.2014 - 15.11.2019



Global

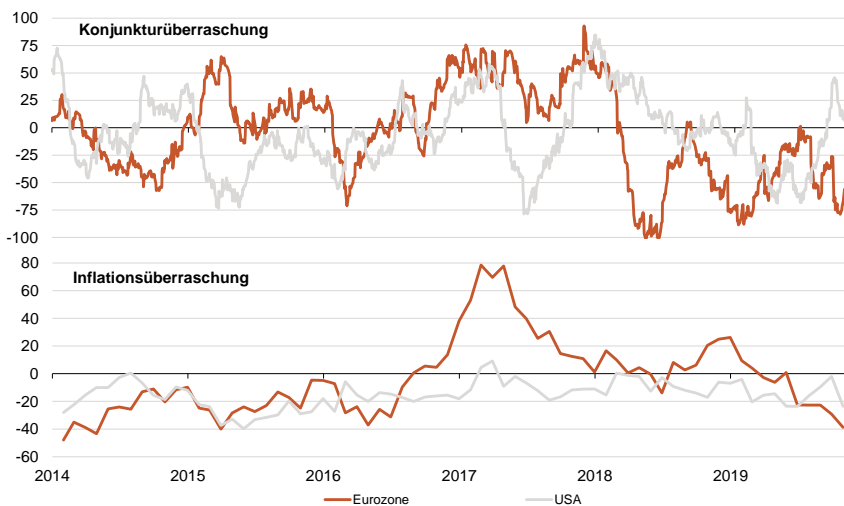


- Die Konjunkturdaten in den Industrieländern haben in den letzten drei Monaten im Durchschnitt nach unten überrascht. Auch die Schwellenländer haben im Schnitt negativ überrascht. In China hat die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze im Oktober enttäuscht. Die Immobilieninvestitionen stiegen um über 10% gegenüber dem Vorjahr.
- Die Inflation überraschte in allen drei Regionen zuletzt nach unten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 15.11.2019

Eurozone & USA

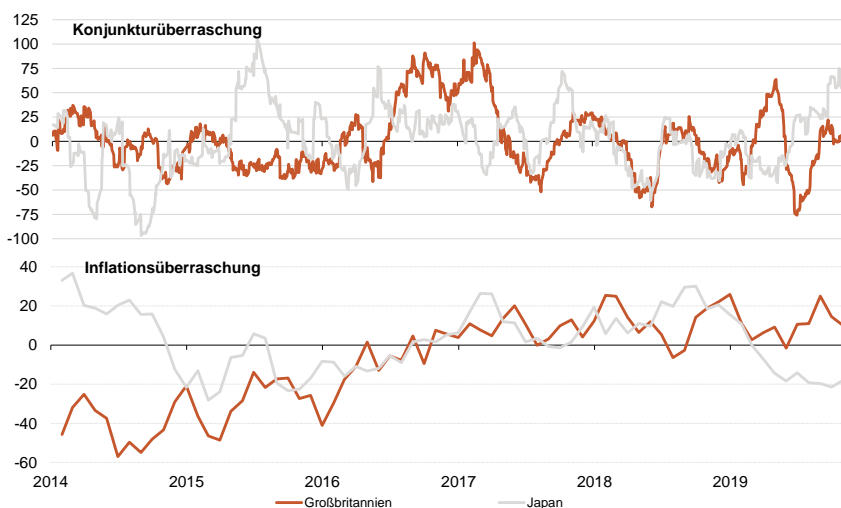


- Das positive Momentum der Eurozone-Konjunkturüberraschungen in der Eurozone hat sich fortgesetzt. In Deutschland haben der ZEW-Indikator für die Geschäftserwartungen und das Q3-Wirtschaftswachstum (0,1% QoQ) positiv überrascht. Eine technische Rezession konnte somit vermieden werden.
- Die USA ist bei den Konjunkturüberraschungen jüngst in den negativen Bereich gerutscht. Der Empire Manufacturing Wirtschaftsindikator und die Industrieproduktion aus dem Oktober haben nach unten überrascht.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 15.11.2019

Großbritannien & Japan



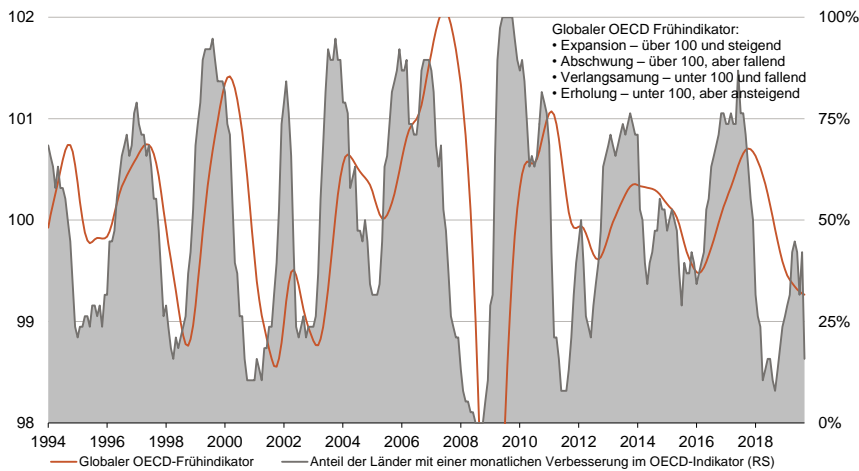
- In Großbritannien haben das vorläufige Q3-Wirtschaftswachstum (0,3% QoQ) und die Industrieproduktion im September negativ überrascht.
- In Japan sieht es ähnlich aus. Das vorläufige Q3-Wirtschaftswachstum (0,1% QoQ) und die Industrieproduktion im September haben enttäuscht.

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 - 15.11.2019



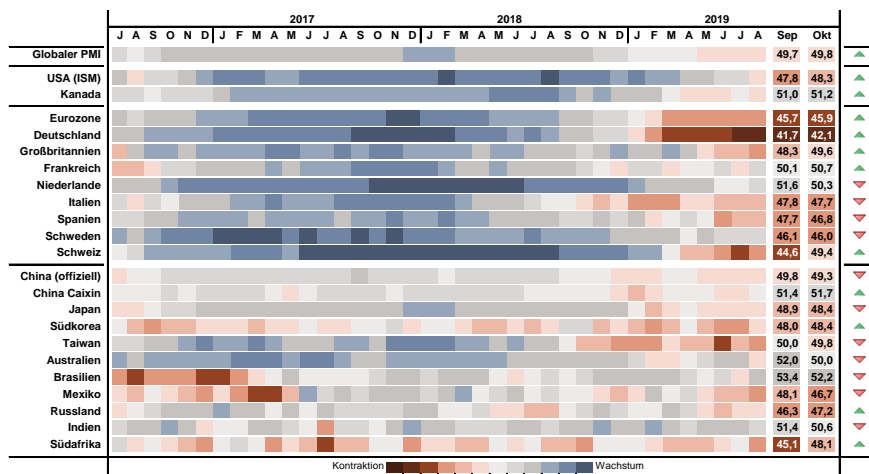
OECD Frühindikator



- 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

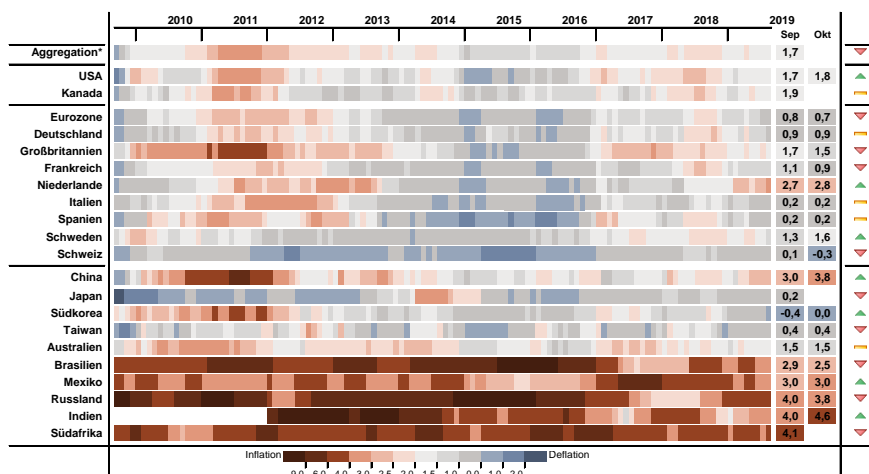
Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Der globale Einkaufsmanagerindex ist im Oktober zum dritten Mal in Folge gestiegen und nähert sich der wichtigen Wachstumsschwelle von 50-Punkten an. Die „New Orders“-Komponente ist auf das höchste Niveau seit April gestiegen. Eine Stabilisierung der globalen Industrie scheint sich somit abzuzeichnen.

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 - 31.10.2019

Gesamtinflation

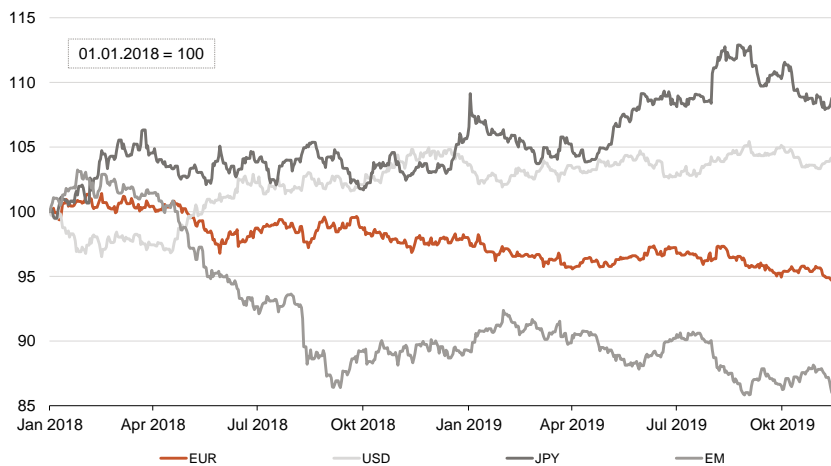


- Die Inflation in den USA ist im Oktober auf 1,8% gestiegen. Haupttreiber der steigenden Inflation waren höhere Energiepreise.
- Auch China verzeichnete im Oktober mit 3,8% eine höhere Inflation. Hauptgrund dafür waren steigende Lebensmittelpreise.
- In Großbritannien erreicht die Inflation mit 1,5% im Oktober ein neues 3-Jahrestief.

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: 31.10.2009 - 31.10.2019



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

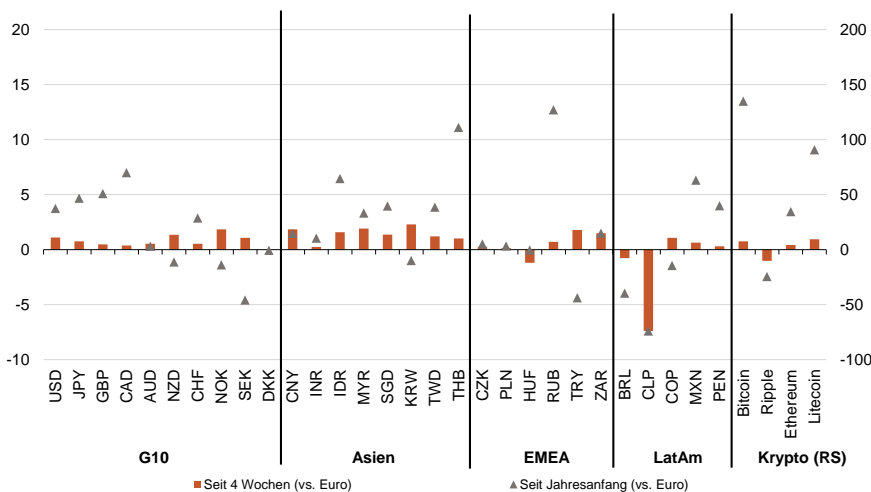


- Der US-Dollar gewann in den letzten Wochen dank steigender Renditen der US-Treasuries an Attraktivität und konnte auf handelsgewichteter Basis hinzugewinnen. Die großen Verlierer dieser Bewegung waren Schwellenländer-Währungen, aber auch der Euro gab etwas nach.
- Der japanische Yen blieb in seiner Funktion als sicherer Hafen trotz des Risk-On an den Aktienmärkten weiter gefragt und konnte sich stabilisieren.

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 - 15.11.2019

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

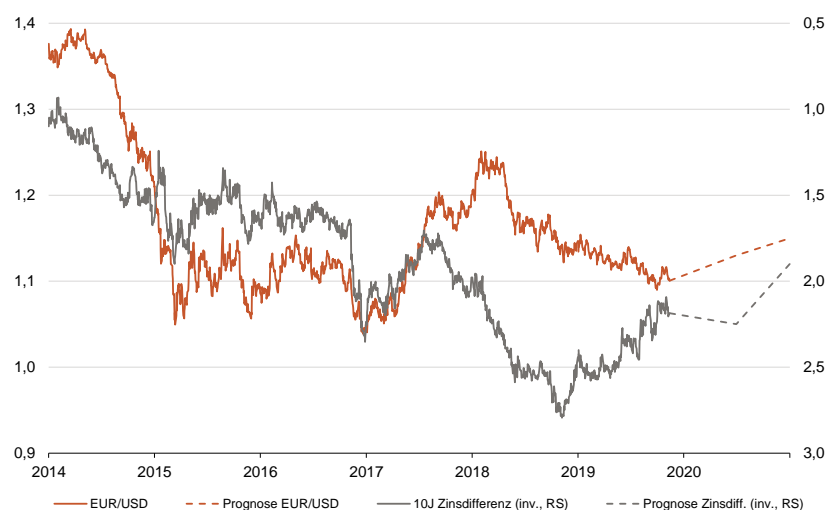


- In den letzten vier Wochen musste der Euro gegenüber allen G10-Währungen Verluste verzeichnen. Auch gegenüber Schwellenländer-Währungen konnte er sich nicht behaupten. Insbesondere das expansive Maßnahmenbündel der EZB belastete den Euro.
- Der chilenische Peso hat aufgrund der anhaltenden Massendemonstrationen in Chile mit über 7% stark nachgegeben.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 15.11.2019

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Nach der Aufwärtsdynamik der letzten Wochen hat der Euro jüngst wieder etwas nachgegeben und notiert aktuell bei rund 1,11 US-Dollar je Euro.
- Analog kam es zuletzt wieder zu einer Spread-Ausweitung von US-Treasuries gegenüber deutschen Bundesanleihen. Aktuell beträgt die Zinsdifferenz 2,2%.
- Bis Ende 2020 sehen unsere Ökonomen hingegen sowohl eine Spread-Einengung als auch einen stärkeren Euro.

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 - 30.06.2020



Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (18.10.19 - 15.11.19)	YTD (31.12.18 - 15.11.19)	15.11.18	15.11.17	15.11.16	15.11.15	14.11.14
			15.11.19	15.11.18	15.11.17	15.11.16	15.11.15
Industrie	8,1	33,4	25,8	-6,7	20,9	3,7	12,5
Energie	6,0	11,2	3,4	10,9	16,5	9,3	-9,3
Grundstoffe	6,0	22,8	13,9	-2,8	19,6	15,2	-3,1
Informationstechnologie	5,1	34,4	26,0	-1,8	32,9	-2,9	23,1
Gesundheit	4,9	26,3	20,9	5,8	4,9	-11,7	14,3
Growth	4,5	29,3	22,2	-2,3	16,3	-7,6	19,2
Zyklische Konsumgüter	4,2	29,8	21,4	-5,7	15,2	-7,9	20,4
Value	2,8	16,9	9,8	-4,1	14,7	-2,5	4,1
Finanzen	2,0	18,0	9,0	-11,1	16,9	-7,4	10,3
Basiskonsumgüter	1,0	23,0	16,6	-1,8	12,2	-6,0	23,0
Versorger	-0,5	23,6	24,0	-0,3	20,6	-12,0	2,6
Telekommunikation	-2,4	5,5	5,2	-7,4	7,0	-21,6	18,7

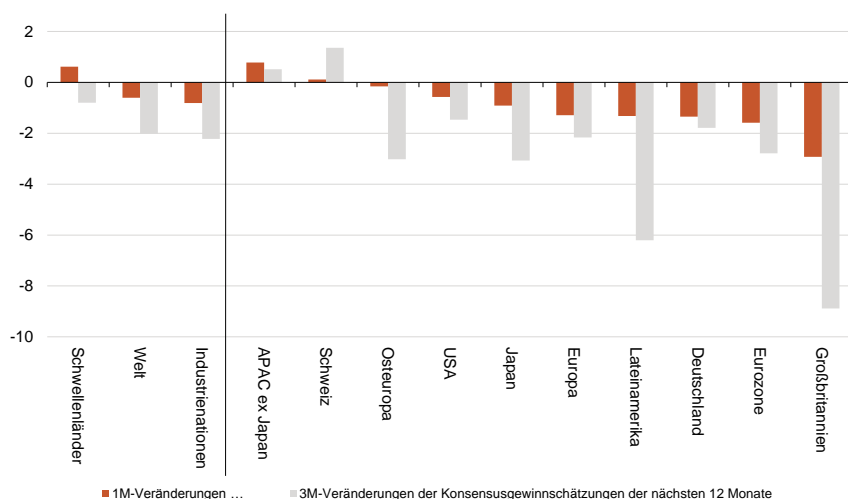
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Innerhalb der europäischen Aktiensektoren legten Zykliker am stärksten zu, allen voran der Industriesektor. Eine verhaltene Positionierung der Anleger, die relativ günstige Bewertung, eine Annäherung im Handelsstreit sowie ein paar erfreuliche Konjunkturdaten unterstützten.
- Der Telekommunikationssektor verlor hingegen an Wert.

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: 14.11.2014 - 15.11.2019

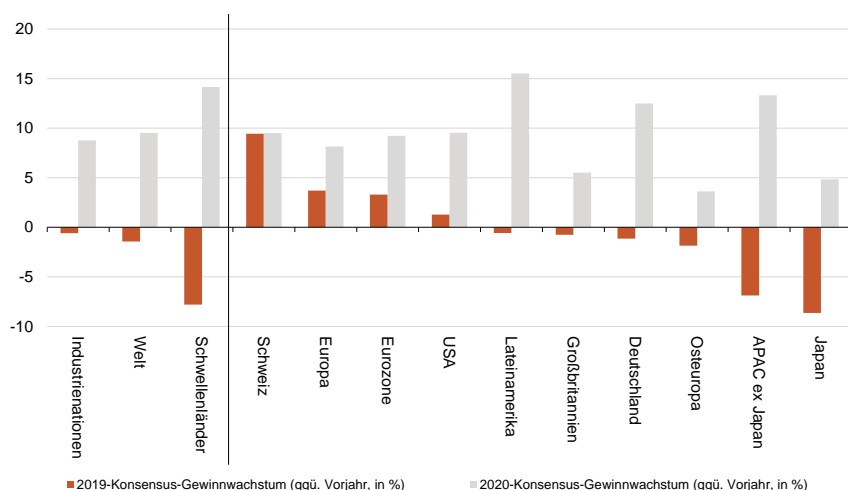
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Nachdem sich die Gewinnschätzungen vor wenigen Wochen noch in einigen Regionen stabilisiert hatten, ist davon mit der Ausnahme von Asien und der Schweiz wenig zu sehen.
- Die Analysten haben ihre Erwartungen insbesondere für Großbritannien und Lateinamerika runtergeschraubt, aber auch für die USA und Deutschland.

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: 15.11.2019

Gewinnwachstum

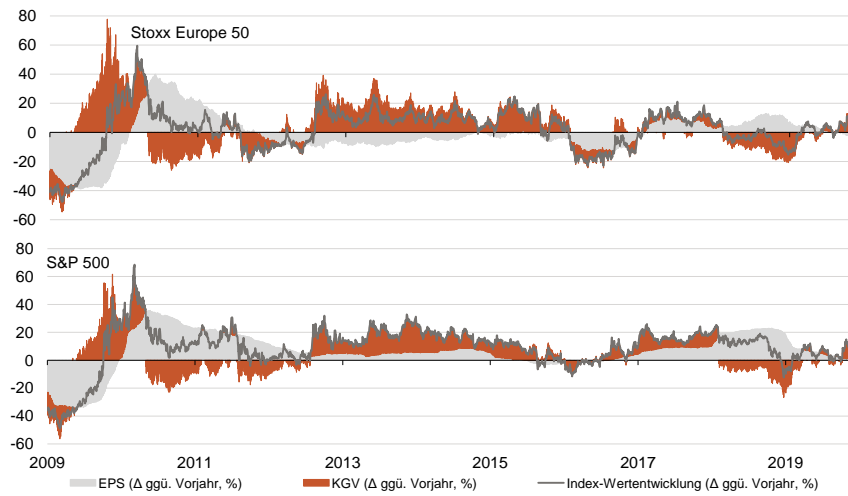


- Für die Aktien der Industrienationen ist das erwartete Gewinnwachstum für 2020 mittlerweile unter die 10 Prozent gefallen, was wir aber immer noch für zu hoch halten. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass das Umsatzwachstum eher im mittleren einstelligen Bereich liegen dürfte und wir mit keiner großen Gewinnmargenausweitung rechnen.

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: 15.11.2019



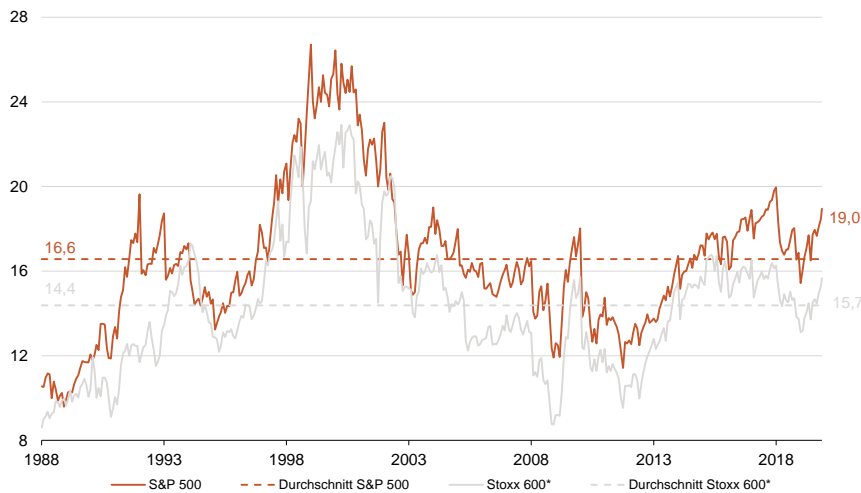
Kontributionsanalyse



- Während die Gewinnschätzungen über das letzte Jahr mehr oder weniger stagniert haben, schossen die Bewertungen nach oben. Ende 2018 hatten die Aktienmärkte noch einen starken Wirtschaftsabschwung eingepreist, während jetzt mit einer Konjunkturerholung gerechnet wird.
- Damit die Märkte nicht fallen, müssen die harten Wirtschaftsdaten nun belegen, dass diese Hoffnung berechtigt ist.

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: 01.01.2009 - 15.11.2019

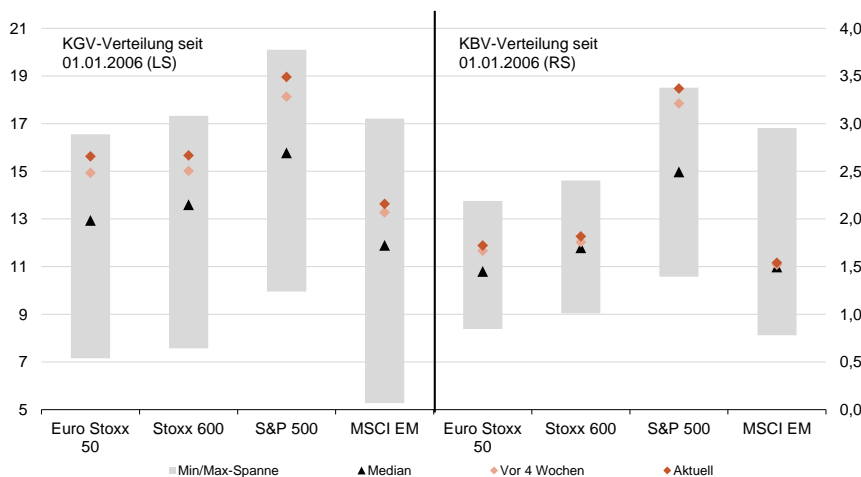
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Gewinnschätzungen sind jüngst gesunken, während die Aktienmärkte stark gestiegen sind. Der S&P 500 kletterte sogar auf ein Allzeithoch.
- Entsprechend sind die Bewertungsniiveaus jüngst deutlich angestiegen. US-Aktien sind nun merklich teurer als im Schnitt der letzten 30 Jahren. Gegenüber anderen Anlageklassen wie Anleihen sind die allerdings nach wie vor attraktiv.

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 - 15.11.2019

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

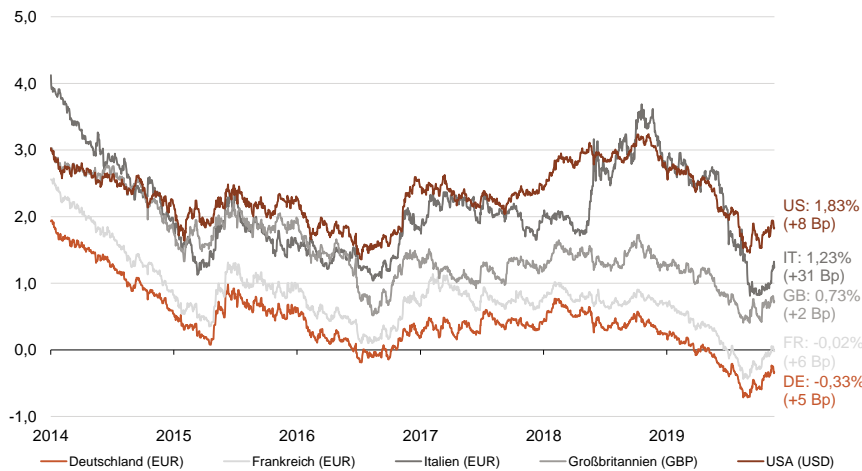


- Die Aktienmärkte sind über alle Regionen hinweg teuer zur eigenen Historie bewertet – insbesondere die USA, die auf KBV-Basis nun sogar einen neuen Hochpunkt seit 2006 erreicht hat.
- Relativ zu allen anderen Aktienregionen sind Schwellenländeraktien am günstigsten bewertet.

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 - 15.11.2019



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

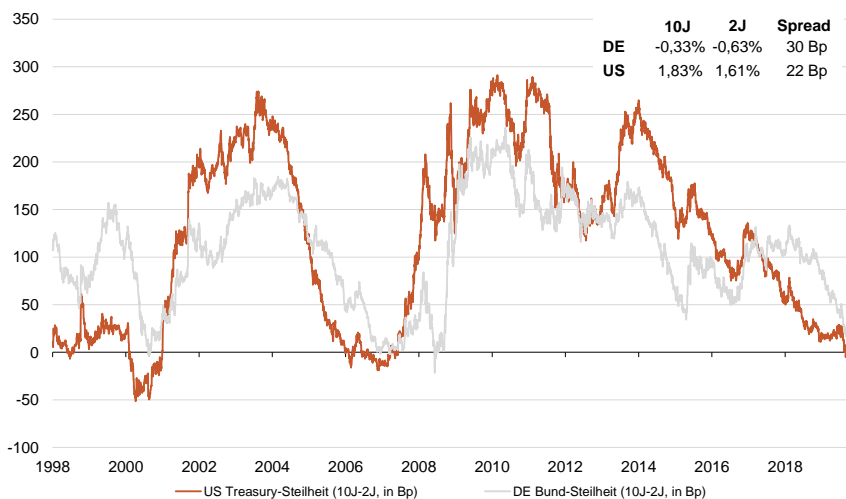


- Die Konsolidierung der Renditen von sicheren Staatsanleihen hält an. Die negative Rendite deutscher 10-jähriger Bundesanleihen hat sich im Monatsvergleich mit rund -0,3% nahezu halbiert.
- Die Rendite auf 10-jährige US-Staatsanleihen hat sich im November der Marke von 2% angenähert. Die versöhnlichere Haltung im Handelsstreit und die falkenhafte Fed haben zu steigenden Renditen geführt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.01.2019

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

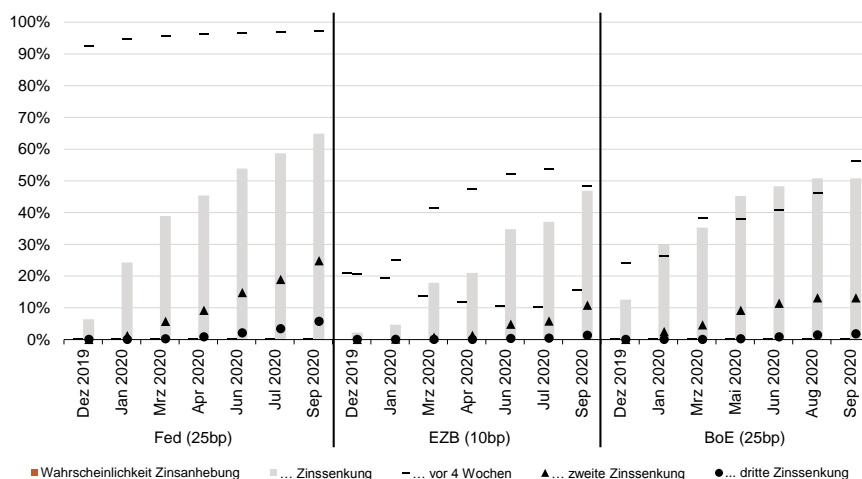


- Die Steilheit der deutschen und vor allem der US-Renditestrukturkurve hat sich in den letzten zwei Wochen sichtlich erhöht. Die Rezessionsängste der Marktteilnehmer haben somit laut diesem Indikator deutlich abgenommen.

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 - 15.11.2019

Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



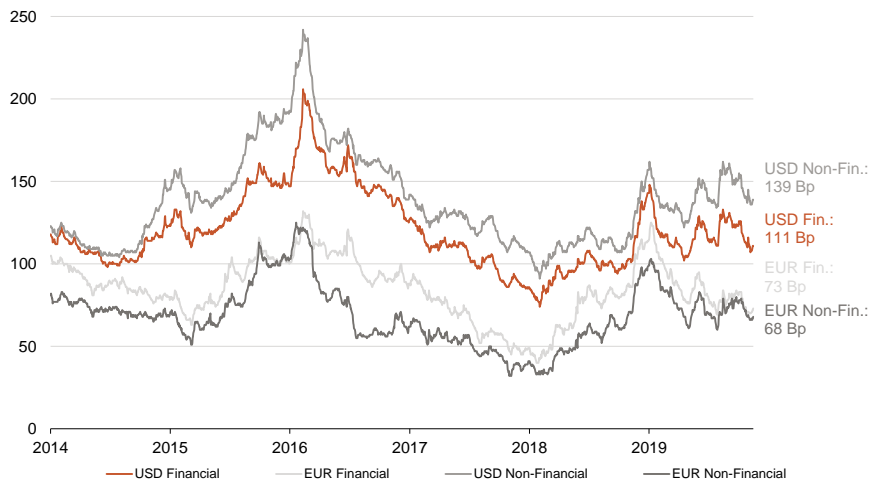
- Der Markt erwartet nach der Zinssenkung im Oktober durch die Fed für das restliche Jahr 2019 keine weitere Zinssenkung mehr. Und auch für 2020 hat die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung durch die Fed deutlich abgenommen.
- Ähnliches gilt bezüglich einer Zinssenkung durch die EZB oder BoE. Für 2019 werden daher keine weiteren Zentralbankimpulse erwartet.

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: 18.10.2019 - 15.11.2019



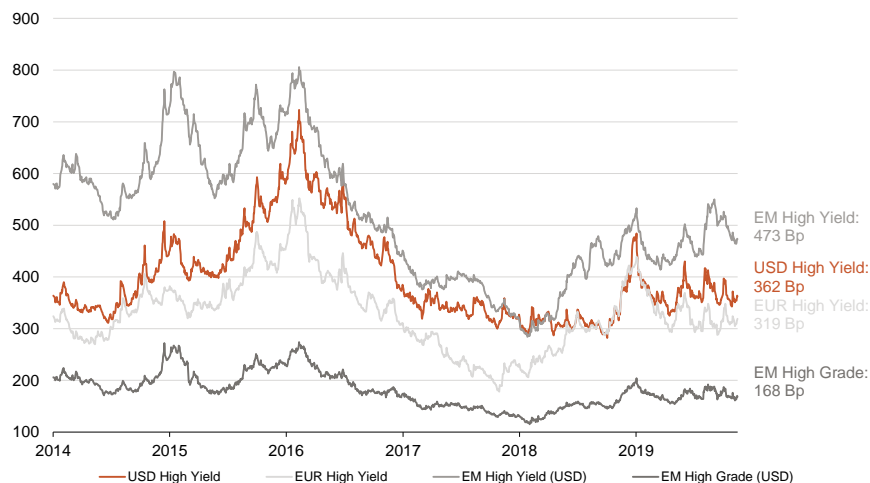
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen sind auf Monatsicht, trotz rekordverdächtigen Neuemissionen, gefallen. Insbesondere zyklische Sektoren wie die Transportindustrie bei EUR-Anleihen oder die Grundstoffindustrie bei USD-Anleihen sahen dabei die größten Spreadeinengungen.
- Im Vergleich zu vor zwei Wochen sahen USD-Unternehmensanleihen relativ zu EUR-Unternehmensanleihen die größere Spreadeinengung.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 15.11.2019

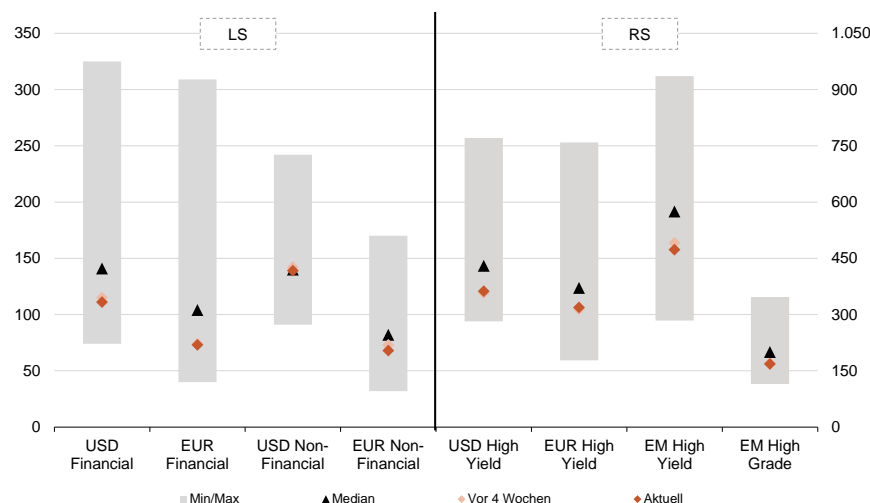
Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Bei den Hochzinsanleihen sahen insbesondere Schwellenländeranleihen eine Spreadeinengung im Zwei-Wochen-Vergleich. Der Risikoaufschlag hat sich um sieben Basispunkte verringert.
- Bei USD- und EUR-Hochzinsanleihen sahen beide Seiten eine Spreadeinengung um drei Basispunkte.

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 - 15.11.2019

Historische Verteilung der Credit-Spreads (in Bp)

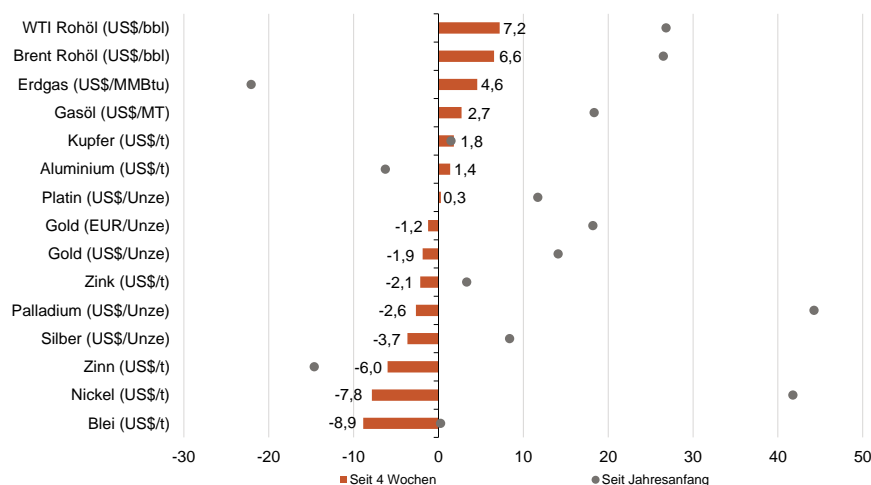


- Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen sind in allen Segmenten nahe oder unter dem historischem 10-Jahres-Median. Somit sind Unternehmensanleihen historisch eher teuer bewertet. Lediglich USD-Nicht-Finanzanleihen handeln auf einem historisch fairen Niveau.

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: 15.11.2009 - 15.11.2019



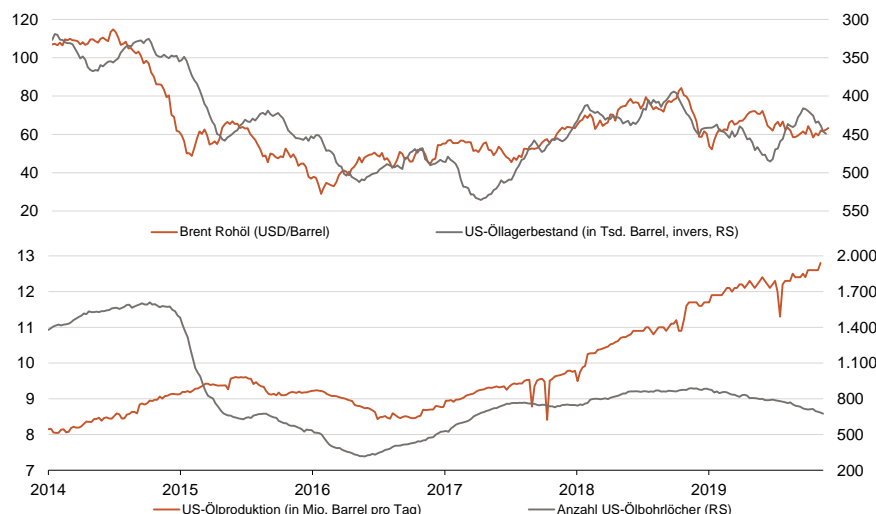
Performance Rohstoffe



- Energierohstoffe haben sich in den letzten vier Wochen am stärksten entwickelt und weisen durch die Bank eine positive Rendite auf.
- Edelmetalle verzeichneten angesichts der gestiegenen Risikobereitschaft der Marktteilnehmer in den letzten Wochen leichte Verluste.
- Industriemetalle konnten an der starken Performance zyklischer Aktien bisher nicht partizipieren. Hier gibt es noch Aufholpotenzial, sollten sich die Konjunkturaussichten aufhellen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 15.11.2019

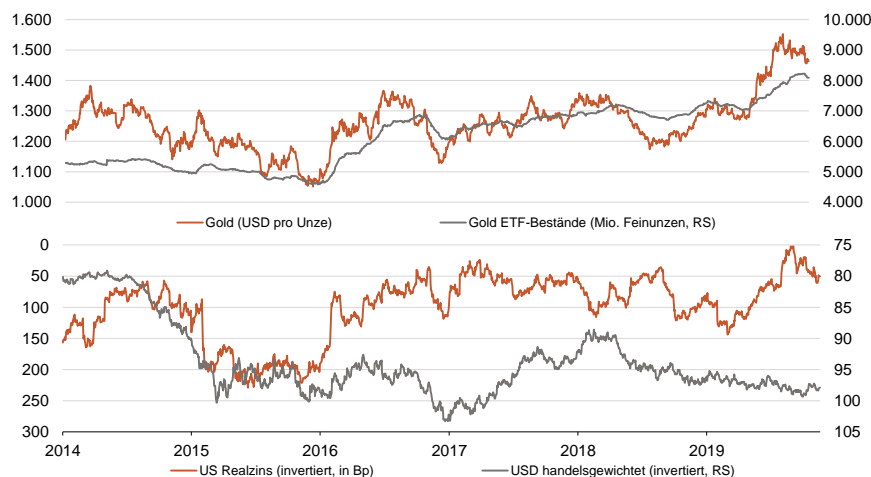
Rohöl



- Rohöl hat sich in den letzten Wochen dank Optimismus im Handelsstreit und Spekulationen über weitere Kürzungen der OPEC erfreulich entwickelt.
- Bis zum Jahresende sollte der bevorstehende Börsengang von Saudi Aramco am 11. Dezember den Ölpreis stützen.
- Die US-Ölproduktion hat zuletzt trotz der weiter fallenden Anzahl der Bohrlöcher wieder leicht angezogen. Mittelfristig droht dem Markt ein Überangebot.

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 - 15.11.2019

Gold



- Der Goldpreis fiel in den letzten zwei Wochen zeitweise auf bis zu 1.450 USD je Unze – ein neues 3-Monatstief. Grund für den Preisverfall waren die steigende Renditen von Staatsanleihen und ein erstarkender US-Dollar.
- Außerdem zeichnen sich erste Gewinnmitnahmen bei den ETF-Investoren ab, welche den Preis zusätzlich belasten.

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 - 15.11.2019

**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: 18. November 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