

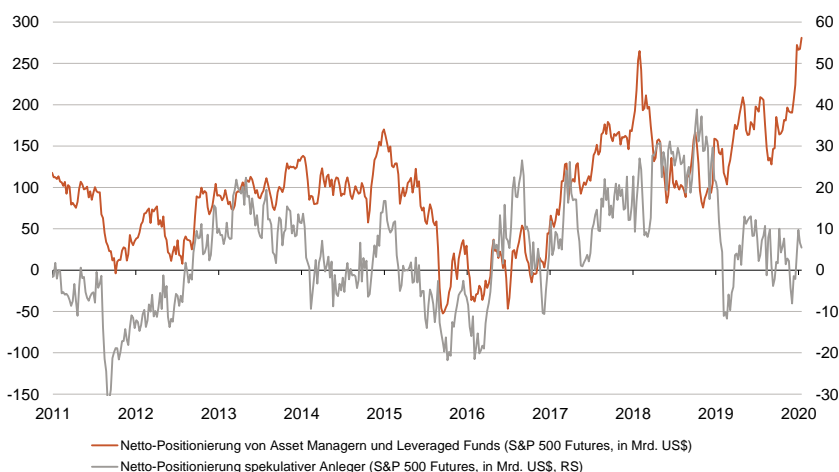
Aktueller Marktkommentar

Nahost-Konflikt? Den hat der Aktienmarkt dank des Ausbleibens einer Eskalation im Rekordtempo verdaut. Insbesondere Schwellenländer-Aktien legten weiter zu, während die US-Börsen Allzeithochs feierten. Seit Jahresanfang sind nun alle Risikoanlageklassen im Plus – mit der Ausnahme von Öl. Die lockere Zentralbank-Politik weltweit sowie das Phase-1-Abkommen unterstützen. Nun konzentriert sich der Markt auf die gerade losgelaufene Q4-Berichtssaison der Unternehmen. Die spannende Frage bleibt, ob der Aktienmarkt die optimistischen Erwartungen erfüllen kann, die bereits eingepreist sind. Bisher halten die negativen Gewinnrevisionen für die Industrienationen an, während die Konjunkturdaten auch nur gemischt ausfallen. Die Pro-Risiko-Positionierung der Marktteilnehmer sowie die Bewertungsniveaus haben deutlich zugenommen. Das macht den Markt für einen Rücksetzer anfälliger. Wir fühlen uns mit einer neutralen Aktienquote und leicht erhöhten Kassenposition wohl. So sind wir handlungsfähig.

Kurzfristiger Ausblick

Am 31. Januar dürfte Großbritannien den Brexit vollziehen und offiziell und (vorerst) geregelt die EU verlassen. Aber auch geldpolitisch bleibt es spannend. Die Bank of England tagt am 30.01. und dürfte Klarheit über die jüngsten Zinssenkungsspekulationen schaffen. Die EZB (23.01.) und die Fed (29.01.) tagen ebenfalls – hier sind keine Überraschungen zu erwarten. Am 26.01. finden in Italien weitere Regionalwahlen statt, welche Aufschlüsse über die politische Stimmung im Land geben dürften. Auf der Unternehmensseite ist der Verlauf der Q4-Berichtssaison von Bedeutung. Beim S&P 500 haben bereits 44 Unternehmen berichtet und davon haben 70,5% die Gewinnerwartungen übertroffen. Entscheidender ist aber der Ausblick, den die Unternehmen für 2020 geben. Diese Woche dürften weitere 48 Unternehmen ihre Bücher öffnen. Die ZEW- und Ifo-Konjunkturerwartungen (21.01./27.01.), das US-Verbrauchervertrauen (28.01.) und die PMIs in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA (24.01.) stehen ebenfalls an.

Euphorie? Aktien-Positionierung institutioneller Anleger stark gestiegen



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

Der Brexit und die Treffen der Zentralbanken stehen an.

Die angelaufene Unternehmensberichtssaison dürfte in den Fokus der Investoren rücken.

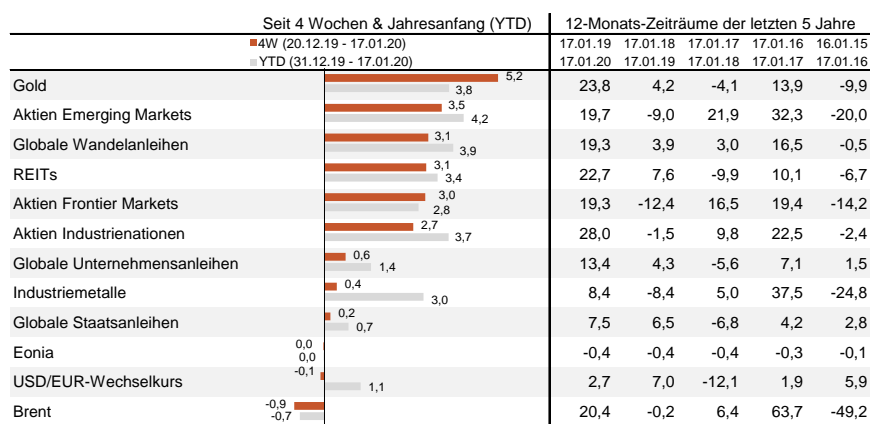
- Sowohl institutionelle Anleger als auch Hedge Fonds haben ihre Positionen in US-Aktien zuletzt deutlich ausgebaut. Die Positionierung von Asset Managern und Leveraged Funds ist nun sogar höher als zur Jahreswende 2017/2018.
- Das allein ist nicht schlimm und die Positionierung kann auch noch weiter steigen. Allerdings macht es den Markt anfällig, sollte es zu negativen Überraschungen kommen, zumal die Aktienmarktbewertungen schon viel Positives einpreisen.

Erläuterungen siehe Seite 3.

Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 01.01.2011 - 14.01.2020



Multi-Asset



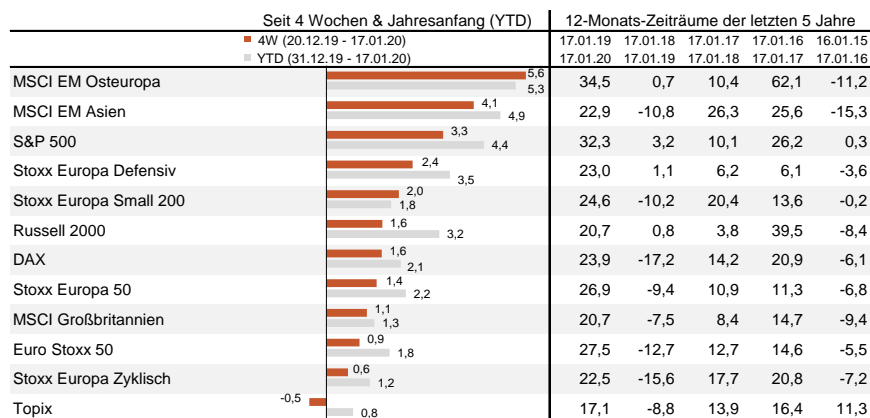
Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index; Globale Staatsanleihen: Bloomberg Barclays Global Agg Treasuries TR; Globale Unternehmensanleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate Credit 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.

- Die beste Anlageklasse über die letzten vier Wochen war Gold. Das Edelmetall profitierte dabei von den geopolitischen Spannungen im Nahen Osten und fallenden US-Staatsanleiherenditen.
- Innerhalb der großen Aktienregionen haben Frontier-Märkte und Schwellenländer die Nase gegenüber Industrienationen jüngst vorne gehabt.
- Unternehmensanleihen entwickelten sich zuletzt besser als Staatsanleihen, unterstützt durch die anhaltende Jagd nach Rendite im Niedrigzinsumfeld.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 16.01.2015 - 17.01.2020

Aktien



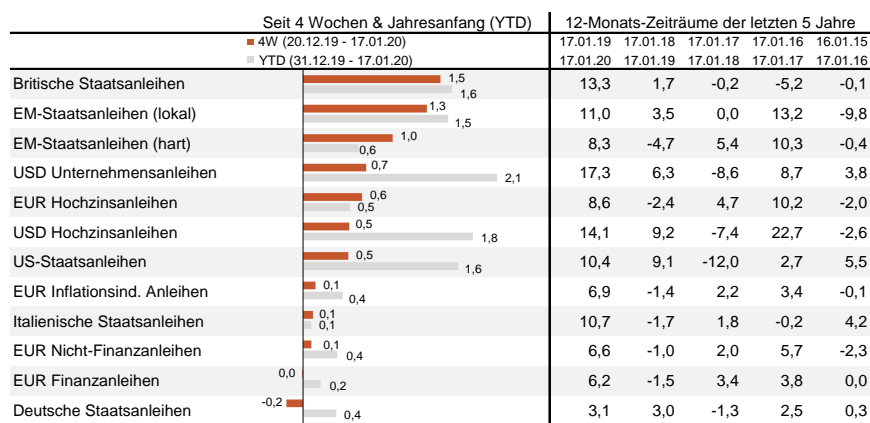
S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; Topix TR (japanische Aktien); Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; Russell 2000: Russell 2000 TR (US Small Caps); Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclical TR; Stoxx Europa Defensiv: 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.

- Innerhalb der Aktienregionen haben Schwellenländer über die letzten vier Wochen und seit Jahresanfang am besten abgeschnitten – allen voran Osteuropa und Asien. Der Handelsdeal zwischen den USA und China sowie sich verbessernde Konjunkturdaten in den Schwellenländern unterstützen.
- Innerhalb der Industrienationen entwickelten sich die USA am besten und Japan am schlechtesten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 16.01.2015 - 17.01.2020

Anleihen



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.

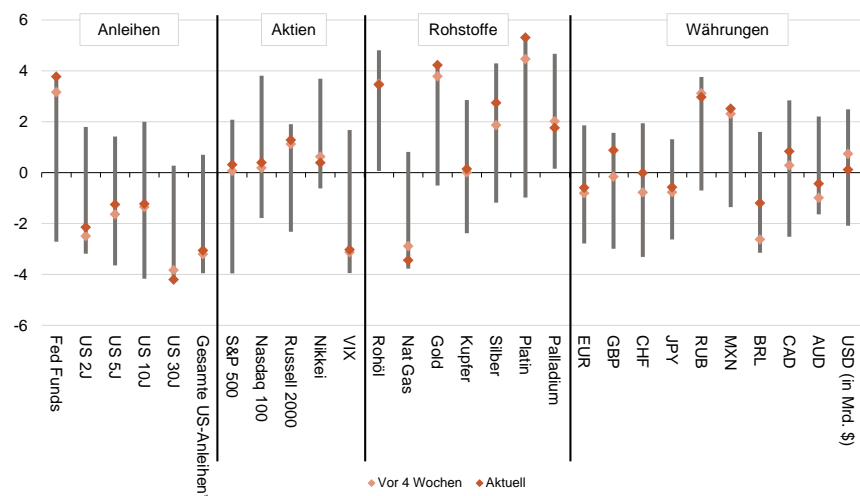
- Im Anleihesegment schnitten britische Staatsanleihen mit Abstand am besten ab. Enttäuschende Konjunkturdaten und taubenhafte Kommentare der britischen Notenbank haben eine Zinssenkung der Bank of England zuletzt wesentlich wahrscheinlicher gemacht.
- EM-Staatsanleihen gehörten ebenfalls zu den großen Gewinnern. Die Jagd nach Rendite der Anleger unterstützt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 16.01.2015 - 17.01.2020



Spekulative Positionierung

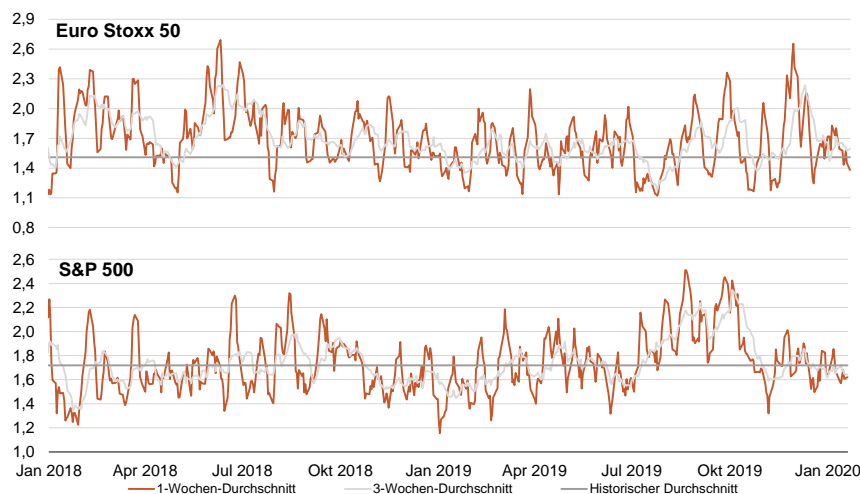


- Die spekulativen Anleger sind besonders optimistisch für Rohstoffe, allen voran Gold und Platin.
- Sie sind hingegen skeptisch bzgl. US-Anleihen und neutral im Aktienbereich positioniert – auch wenn der Optimismus zuletzt zugenommen hat.

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: 14.01.2010 - 14.01.2020

Put-Call-Ratio

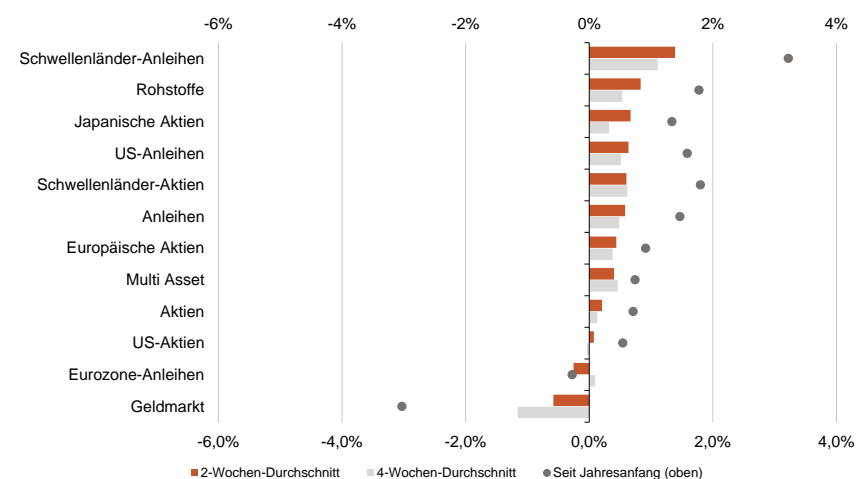


- Die Put-Call-Ratios bleiben unspektakulär. Sie bewegen sich weiterhin in der Nähe ihrer historischen Durchschnitte.
- Die Investoren an den Optionsmärkten scheinen somit keine klare Marktmeinung zu haben.

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 - 17.01.2020

ETF-Flüsse



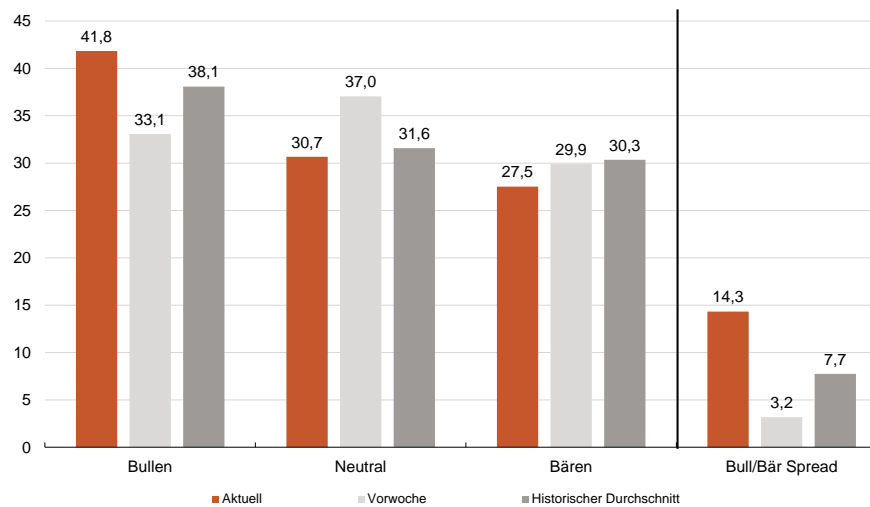
- Nur Geldmarkt-ETFs hatten über die letzten vier Wochen mit Abflüssen zu kämpfen. Anleihen waren hingegen stark nachgefragt, insbesondere aus den Emerging Markets.
- Innerhalb von Aktien gab es vor allem in Japan Zuflüsse.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2019 - 17.01.2020



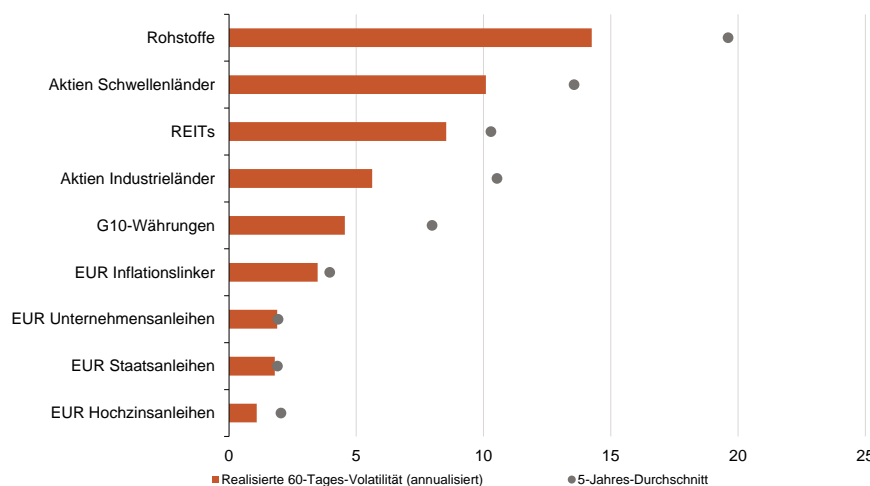
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Nach der Unterzeichnung des „Phase 1“-Deals zwischen den USA und China und einem Abebben der Spannungen im Nahen Osten blicken viele der zuletzt unentschlossenen US-Privatanleger wieder optimistisch in die Zukunft.
- Der Bull-Bär-Spread notiert mit 14,3 deutlich über dem historischen Durchschnitt.

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 - 16.01.2020

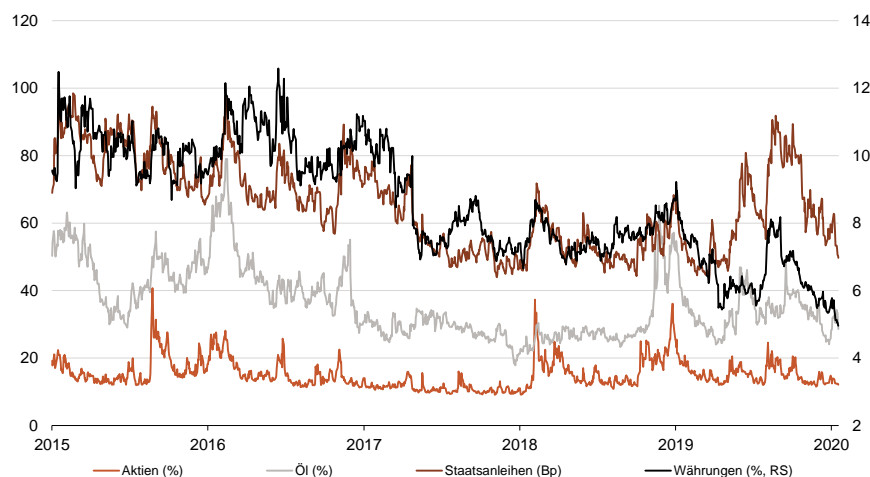
Realisierte Volatilitäten



- Dank der scheinbaren Entspannung im Handelskonflikt weisen die meisten Anlageklassen eine historisch vergleichsweise niedrige realisierte Volatilität auf.
- Während die Volatilität in Schwellenländeraktien zuletzt leicht zugenommen hat, ist sie bei Aktien der Industrieländer mittlerweile auffällig niedrig im Vergleich zur eigenen 5-Jahres-Historie. Sogar REITs, welche tendenziell als defensiver gelten, zeigten in den vergangenen 60 Tagen eine höhere Schwankungsbreite.

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: 17.01.2015 - 17.01.2020

Implizite Volatilitäten

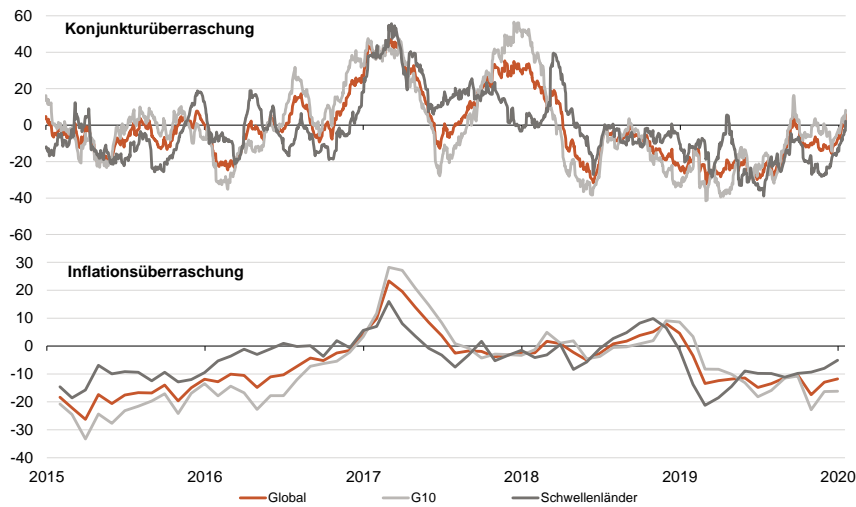


- Auch die impliziten Volatilitäten profitierten von den Entspannungstendenzen, wenngleich zahlreiche politische Konfliktherde bestehen bleiben.
- Der VIX notiert wieder auf einem Niveau, bei welchem der Aktienmarkt sich anfällig für Rücksetzer zeigt. Die implizite Volatilität am Währungsmarkt hat derweil ein neues Allzeittief markiert.

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 - 17.01.2020



Global

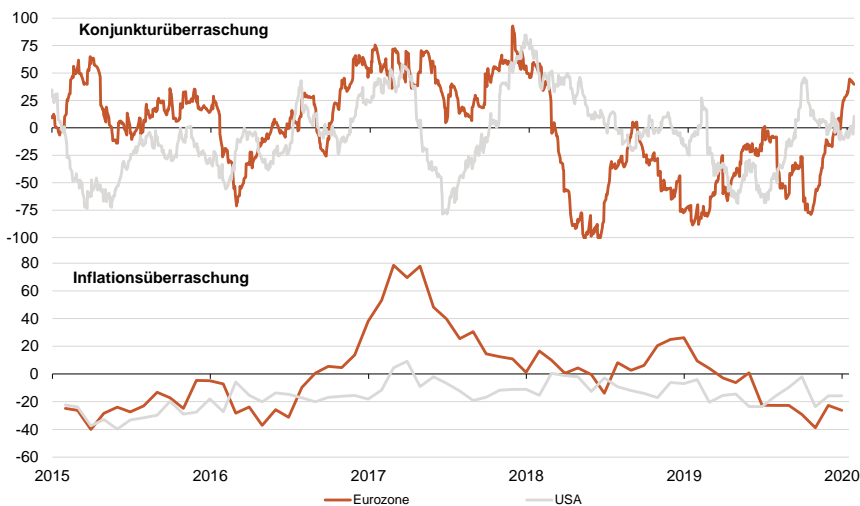


- Der Aufwärtstrend bei den Konjunkturüberraschungen hielt in den letzten zwei Wochen an. Sowohl die Konjunkturüberraschungen für die Industrienationen als auch auf globaler Ebene sind jüngst in den positiven Bereich gedreht.
- Aber auch in den Schwellenländern haben die Konjunkturüberraschungen den positiven Bereich erreicht. In China sind im Dezember die Importe und Exporte, die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze stärker als erwartet gestiegen. Die Wirtschaft ist in Q4 um 6% (YoY) gewachsen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 17.01.2020

Eurozone & USA

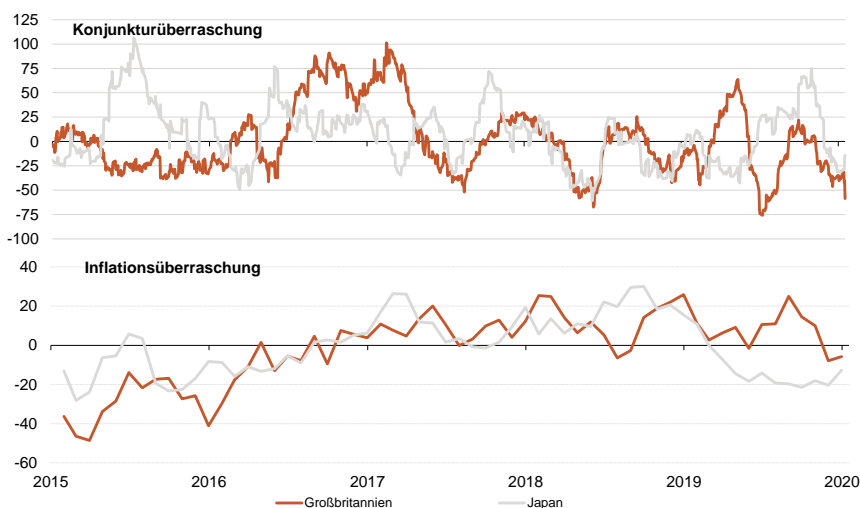


- Die Wirtschaft in der Eurozone konnte auch zuletzt im Durchschnitt positiv überraschen. Die Industrieproduktion aus dem November hat in Deutschland (+1,1%) und in Frankreich (+1,3%) die Erwartungen übertroffen. Enttäuscht haben die Auftragsgänge (-1,3% MoM) in Deutschland und das Konsumentenvertrauen in Frankreich.
- In den USA hat der Empire State Index für die Geschäftstätigkeit des produzierenden Gewerbes positiv überrascht, während die Einzelhandelsumsätze wie erwartet (+0,3% MoM) gestiegen sind.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 17.01.2020

Großbritannien & Japan



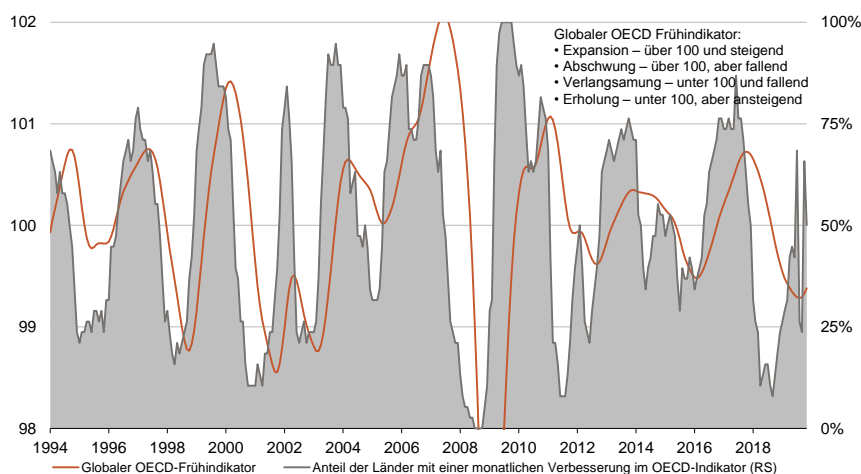
- In Großbritannien ist die Industrieproduktion im November deutlich stärker als erwartet gefallen. Gleiches gilt für die Einzelhandelsumsätze im Dezember, welche um 0,6% zurückgegangen sind.
- Die Maschinenbauaufträge für November sind in Japan überraschend um 18% (MoM) gestiegen.

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: 01.01.2015 - 17.01.2020



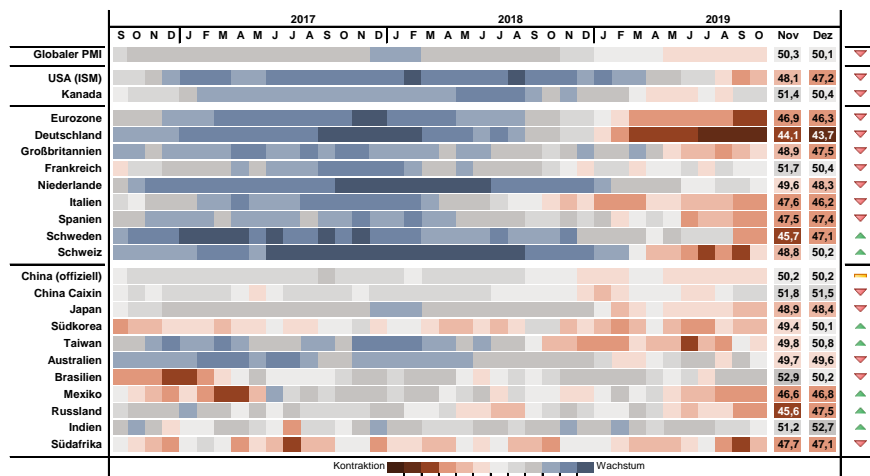
OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator ist auch im November weiter angestiegen. Die globale Konjunktur befindet sich somit zumindest laut diesem Indikator auf dem Erholungspfad. Dies legt auch die Anzahl der Länder mit einem steigenden OECD-Indikator im Vergleich zum Vormonat nahe. Der Wert befand sich zuletzt nahe der 50%-Marke.

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 - 30.11.2019

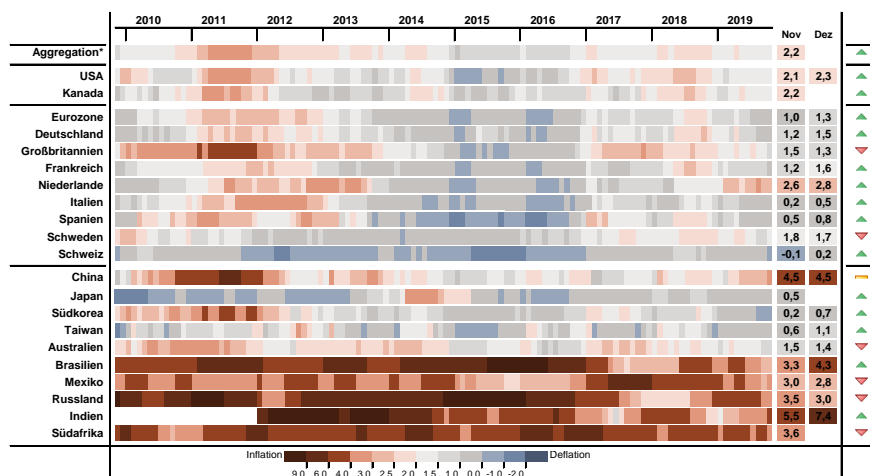
Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Der globale Einkaufsmanagerindex im Dezember ist leicht auf 50,1 Punkte gesunken, verbleibt jedoch über der wichtigen Wachstumsmarke von 50 Punkten.
- Der US-ISM-Index für Dezember ist auf den tiefsten Wert seit 2009 gefallen.

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: 30.09.2016 - 31.12.2019

Gesamtinflation

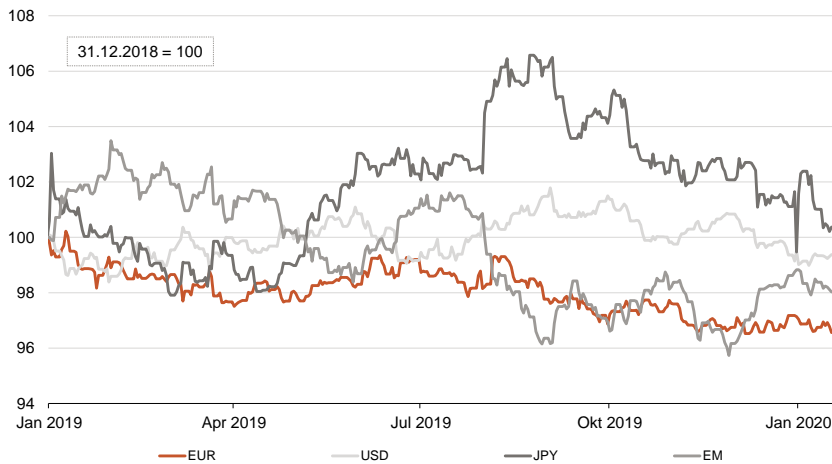


- Die Inflation in den USA ist im Dezember auf 2,3% gestiegen, was den höchsten Stand seit Oktober 2018 bedeutet. Haupttreiber waren die gestiegenen Energiepreise im Jahresvergleich.
- Auch in der Eurozone ist die Inflation jüngst auf 1,3% gestiegen.
- In China blieb die Inflation im Dezember stabil bei 4,5%. Die Lebensmittelpreise sind nach wie vor hoch, da der Schweinefleischpreis weiterhin steigt.

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 - 31.12.2019



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

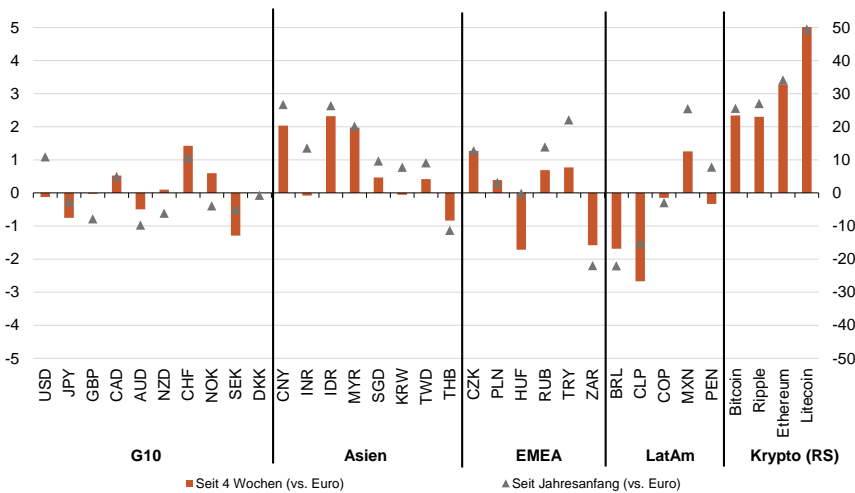


- Dank der Eskalation im Nahen Osten stand der japanische Yen kurzzeitig hoch in der Gunst der Investoren. Allerdings gab der sichere Hafen im Zuge der Entspannung im Iran-Konflikt und der Unterzeichnung des „Phase-1“-Deals kräftig nach.
- Der Euro, der US-Dollar und die Schwellenländer-Währungen tendierten in den letzten zwei Wochen auf handelsgewichteter Basis seitwärts.

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 - 17.01.2020

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

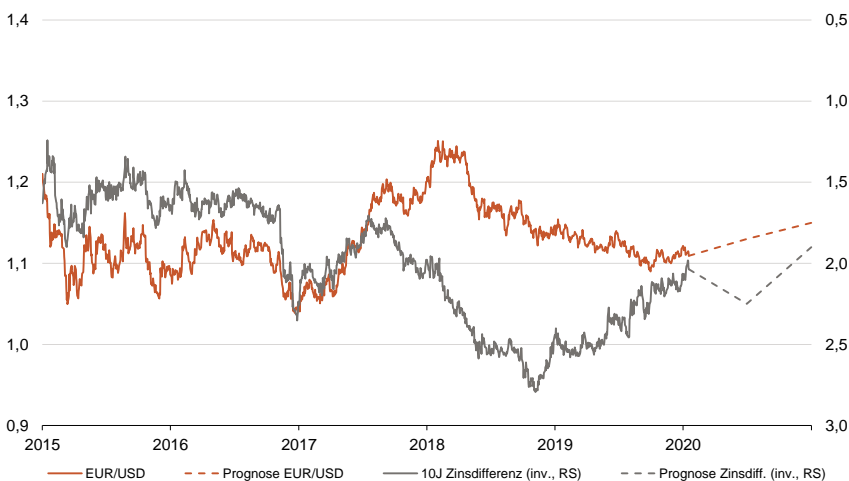


- Ein klarer Trend war beim Euro gegenüber den hier gezeigten Regionen in den letzten vier Wochen nicht erkennbar.
- Zu den größten Verlierern zählten der brasilianische Real und der chilenische Peso. Grund hierfür waren neben den anhaltenden Protesten in der Region auch der expansive Kurs der hiesigen Zentralbanken.
- In der Folge des Iran-Konflikts waren Krypto-Währungen seit Jahresbeginn in ihrer Funktion als unkorrelierte Anlagen wieder stark nachgefragt.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.12.2019 - 17.01.2020

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- In den letzten zwei Wochen ließ sich beim Euro-Dollar-Kurs kein klarer Trend erkennen. Weitere Impulse seitens der Fed oder der EZB scheinen derzeit vom Tisch zu sein. Entscheidend bleibt somit die wirtschaftliche Entwicklung auf beiden Seiten des Atlantiks. Aktuell notiert der US-Dollar wieder unter der Marke von 1,12 je Euro.
- Die Zinsdifferenz ist kurzzeitig erstmals seit Anfang 2018 auf unter 2% gefallen.

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 - 31.12.2020



Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (20.12.19 - 17.01.20)	YTD (31.12.19 - 17.01.20)	17.01.19	17.01.18	17.01.17	17.01.16	16.01.15
Informationstechnologie	4,7	5,2	39,9	-6,6	23,2	14,8	4,4
Versorger	4,6	5,6	31,7	5,2	11,5	0,3	-4,9
Gesundheit	3,4	4,1	33,6	2,5	3,0	-0,7	-4,0
Growth	3,0	3,5	32,4	-7,5	13,7	7,9	0,9
Zyklische Konsumgüter	2,6	2,8	31,0	-13,1	11,7	13,2	-3,2
Basiskonsumgüter	2,1	2,7	25,8	-6,0	8,7	6,1	4,7
Industrie	1,7	2,5	33,1	-12,7	18,3	23,6	-4,0
Energie	1,1	1,4	6,7	-0,1	9,7	47,6	-19,0
Value	0,0	0,8	16,0	-11,1	11,3	20,4	-11,2
Telekommunikation	-0,7	0,6	5,1	-9,1	-0,4	-5,0	0,1
Grundstoffe	-0,8	-0,7	19,4	-12,5	19,8	50,7	-21,0
Finanzen	-1,2	-0,2	15,8	-18,7	16,6	13,9	-6,1

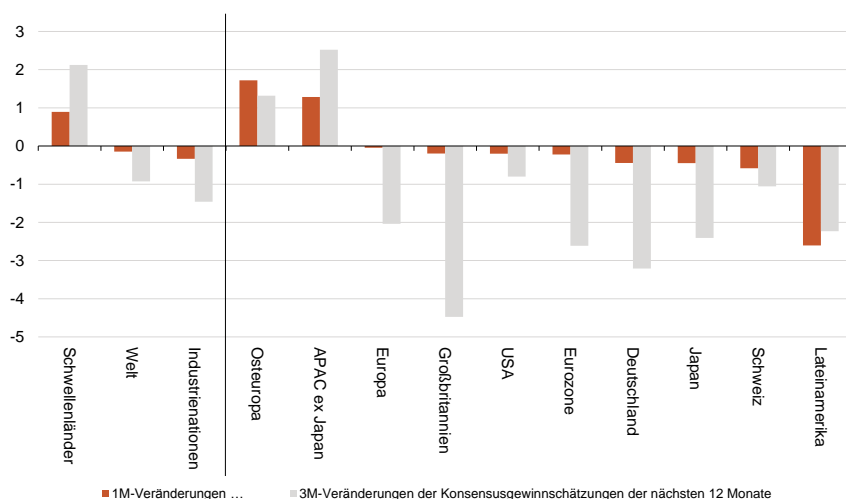
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Technologieaktien bleiben auch im neuen Jahr gefragt. Sie legten mehr als 5% seit Jahresanfang zu.
- Auf der Verliererseite der europäischen Sektoren finden sich zudem ebenfalls Industrien, die schon letztes Jahr zu den Underperformern gehört haben: Finanzen und Telekommunikation.
- Insgesamt geht das neue Jahr von den Sektortrends her also so weiter, wie das letzte Jahr aufgehört hat.

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: 16.01.2015 - 17.01.2020

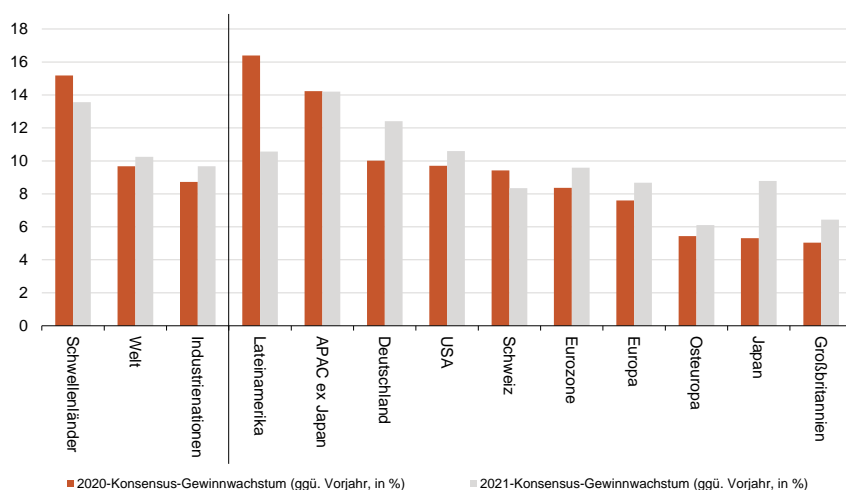
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Die Gewinnrevisionen für die nächsten zwölf Monate sind im Aggregat leicht negativ. Die Analysten sind jedoch für Schwellenländer-Unternehmen optimistischer geworden. Osteuropa und Asien sahen die größten positiven Gewinnrevisionen.
- Die Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen fallen für die Industrienationen jedoch deutlich negativer aus. Abwärtsrevisionen gibt es vor allem für die Schweiz und 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: 17.01.2020

Gewinnwachstum

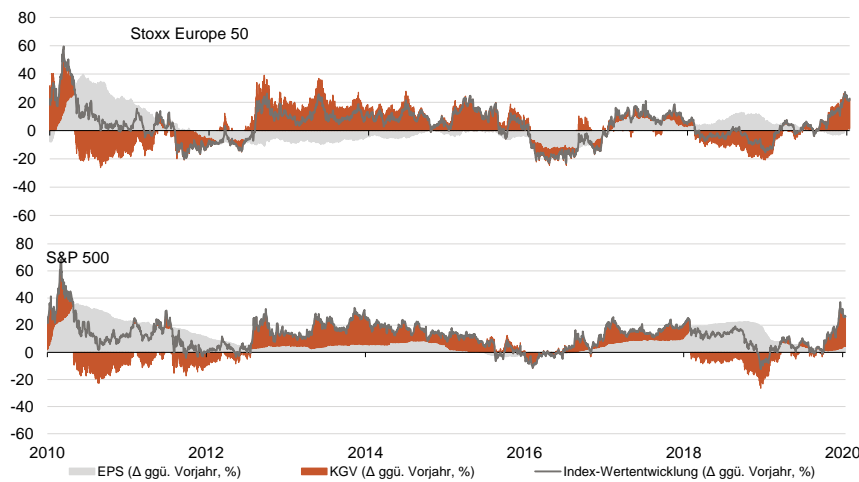


- Die Analysten prognostizieren das höchste 2020er-Gewinnwachstum für Lateinamerika, gefolgt von Asien Pazifik ex Japan. Für Deutschland ist der Konsensus nach der schwachen Gewinnentwicklung in 2019 ebenfalls optimistisch.
- Insgesamt wird erwartet, dass die Unternehmensgewinne über alle Regionen hinweg um 5% und mehr wachsen. Die Historie zeigt jedoch, dass die Analysten fast immer zu optimistisch sind.

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: 17.01.2020



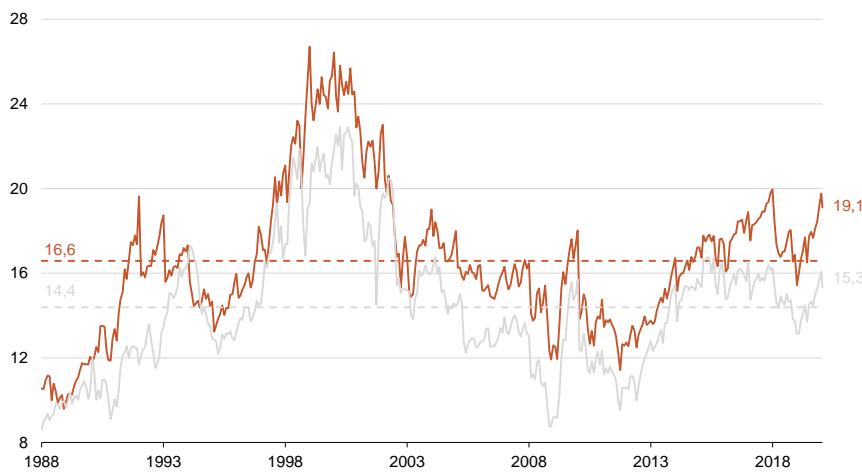
Kontributionsanalyse



- Nach dem Wegfall der schlechten Aktienmarktperformance in Q4 2018 aus dem rollierenden 12-Monats-Betrachtungszeitraum, sieht die Kontributionsanalyse deutlich positiver aus.
- Über die letzten zwölf Monate haben sowohl US- als auch europäische Aktien mehr als 20% zulegen können. In den USA sind die Gewinne leicht gestiegen, während sie in Europa stagniert haben. Folglich war vor allem der Anstieg der Bewertungen der Treiber der starken Aktienmarktperformance.

- 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: 01.01.2010 - 17.01.2020

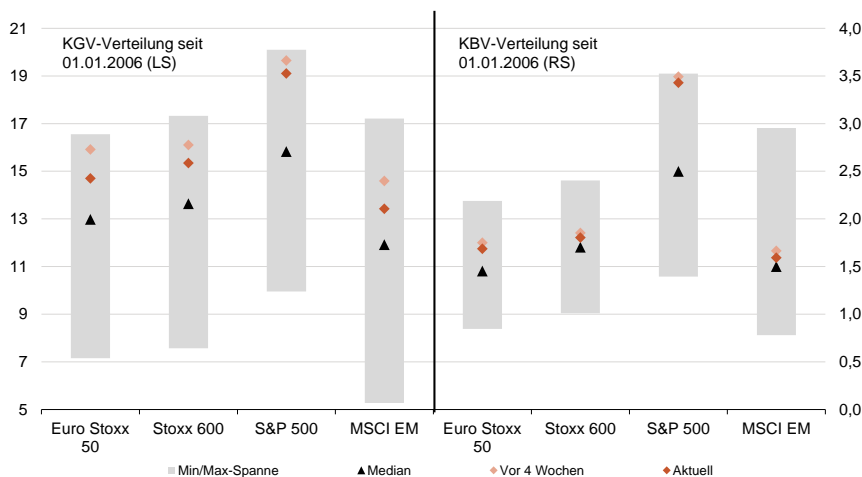
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Europäische und besonders US-Aktien bleiben ambitioniert bewertet im Verhältnis zur eigenen Historie. US-Aktien sind ähnlich teuer wie gegen Ende 2017, als der Markt die US-Steuerreform vorweg nahm.
- Im Vergleich zu Anleihen bleiben allerdings vor allem europäische Aktien günstig bewertet. Die Dividendenrendite steht bei 3,5%, während deutsche Staatsanleihen immer noch negativ rentieren.

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, IBES, Zeitraum: 31.12.1987 - 17.01.2020

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

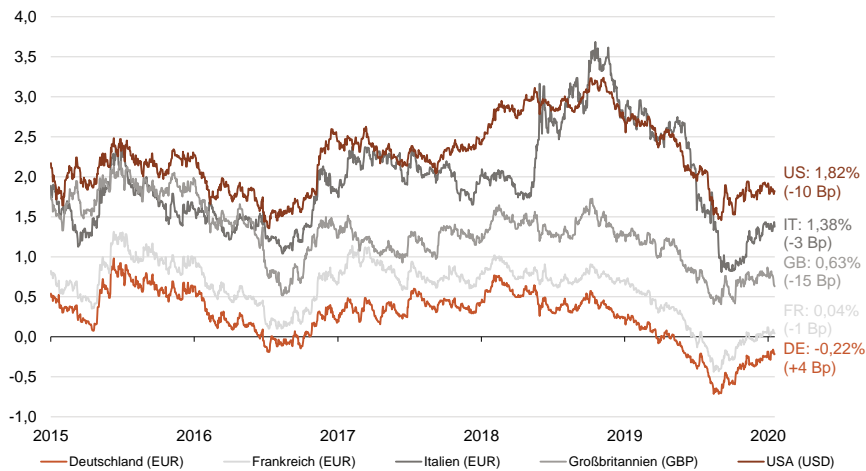


- Alle Aktienregionen sind sowohl auf KGV- als auch auf KBV-Basis teuer zur eigenen Historie bewertet.
- US-Aktien sind jedoch mit Abstand am teuersten und Schwellenländer-Aktien am günstigsten bewertet.

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 - 17.01.2020



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

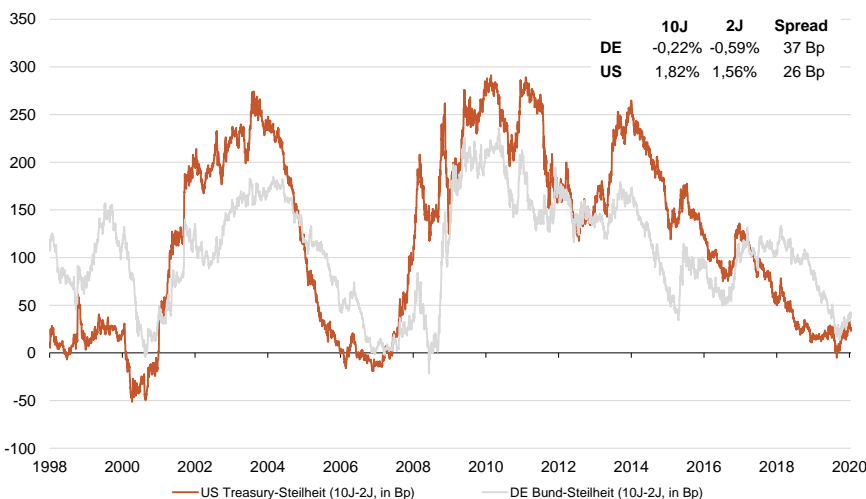


- Deutsche 10-jährige Staatsanleihen verzeichnen mit -0,22% deutlich höhere Renditen als noch vor mehreren Monaten. Die negative Netto-Neuemission nach Zentralbankkäufen 2020 sollte den Renditeanstieg jedoch begrenzt halten.
- Die Aussicht, dass die Bank of England die Zinsen senkt, hat die Rendite auf britische Staatsanleihen sinken lassen.
- US-Staatsanleihen sahen auf Monats-sicht fallende Renditen. Temporär ließ die Eskalation im Iran-Konflikt die Rendite im Januar auf nahe 1,75% fallen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 17.01.2020

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

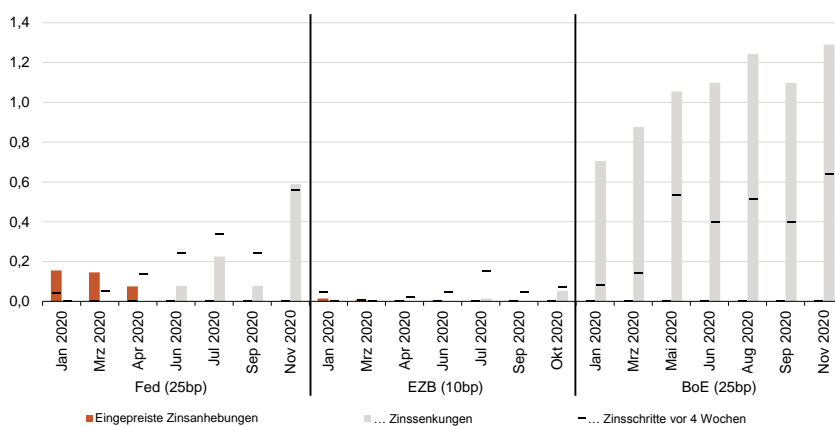


- Im Zuge des Iran-Konflikts ist die Steilheit der US-Renditestrukturkurve wieder in die Nähe von 25 Basispunkten gefallen. Die Steilheit der deutschen Renditestrukturkurve verharrt nahe den 40 Basispunkten. Beide Werte zeigen, dass der Markt keine Rezession im Jahr 2020 sieht.

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 - 17.01.2020

Implizite Leitzinsveränderungen



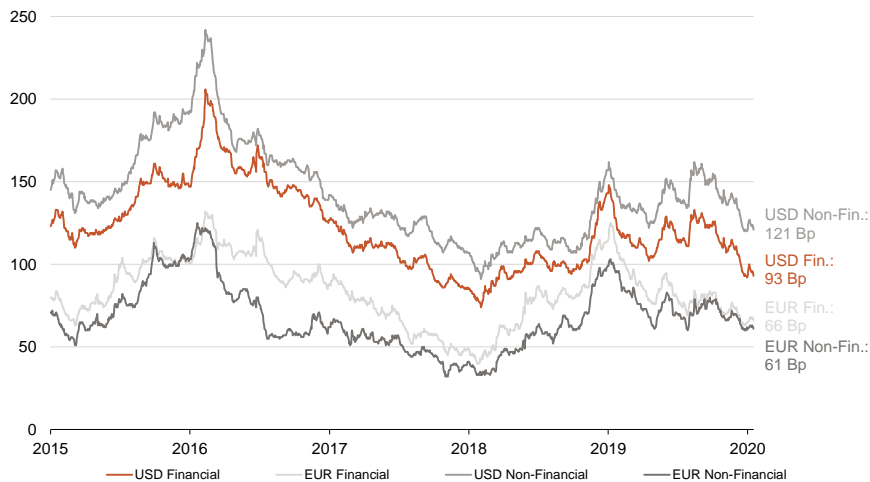
- Nach der Äußerung einiger Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses der BoE, dass eine Zinssenkung anstehen könnte, preist der Markt den Schritt ein.
- Weitere Zinssenkungen in den USA sind für das Jahr 2020 unwahrscheinlicher geworden, denn die Fed ist mit ihrer aktuellen Geldpolitik zufrieden.
- Für die Eurozone hat der Markt eine Zinssenkung bis Oktober ausgepreist.

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: 20.12.2019 - 17.01.2020



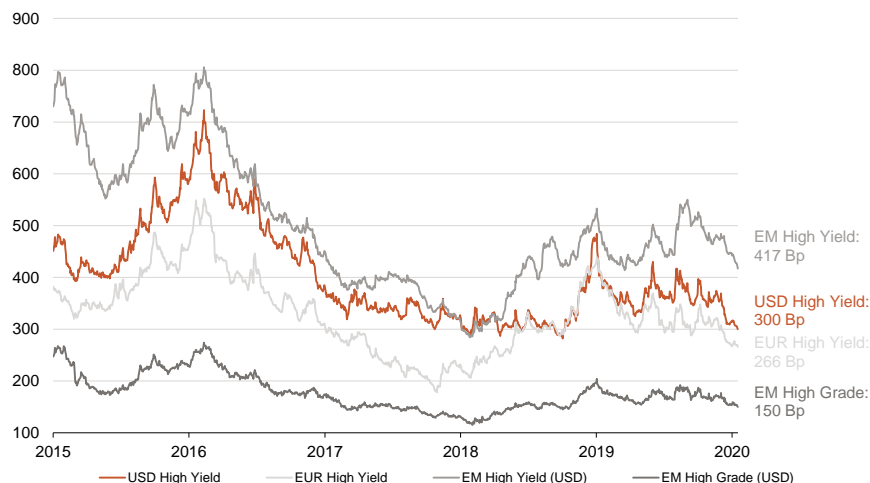
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge (Spreads) auf USD-Unternehmensanleihen sind in den letzten zwei Wochen leicht gefallen. EUR-Unternehmensanleihen sahen stabile Risikoaufschläge. Das freundliche Marktumfeld, die soliden Unternehmenskennzahlen und die positiven Kapitalzuflüsse in den Markt für Unternehmensanleihen dürften die Spreads zumindest temporär weiter sinken lassen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2015 - 17.01.2020

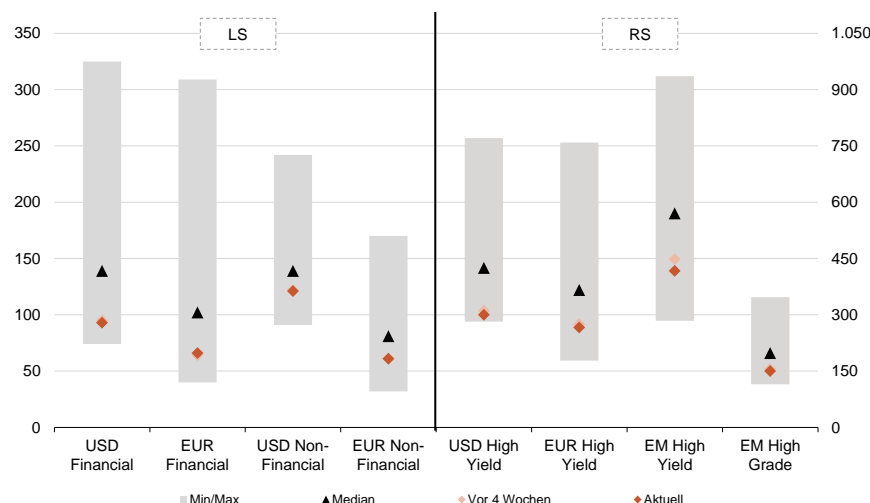
Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Die Risikoaufschläge auf Schwellenländer- und USD-Hochzinsanleihen sind dank der gestiegenen Risikofreude im Zuge der Abnehmenden politischen Unsicherheit um über 15 Basispunkte gesunken.
- EUR-Hochzinsanleihen konnten hier von jedoch kaum profitieren. Sie verzeichnen eine Spreadeinengung von lediglich drei Basispunkten.

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 - 17.01.2020

Historische Verteilung der Credit-Spreads (in Bp)

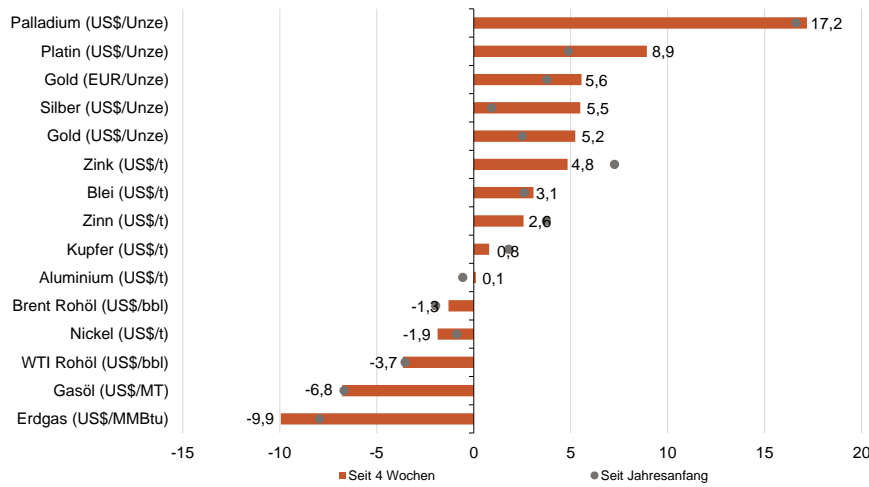


- Schwellenländer-Hochzinsanleihen sahen weiter fallende Risikoaufschläge und entfernen sich somit deutlich von dem historischen 10-Jahres-Median.
- Alle Anleihe-segmente erscheinen historisch teuer. Insbesondere USD-Hochzinsanleihen befinden sich am unteren Ende der 10-Jahres-Spanne.

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: 17.01.2010 - 17.01.2020



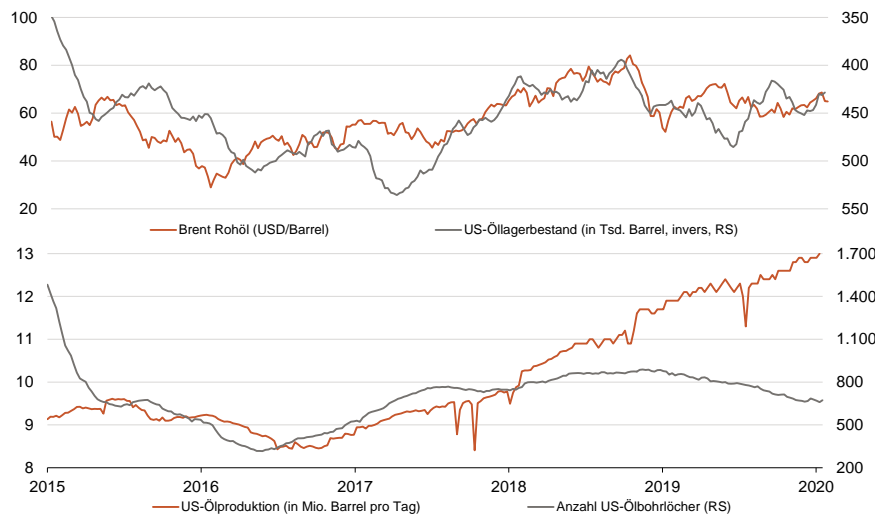
Performance Rohstoffe



- Edelmetalle haben sich in den letzten vier Wochen durch die Bank positiv entwickelt. Palladium setzte seinen Höhenflug dank der sehr knappen Angebotssituation fort und ist mittlerweile mehr als 50% teurer als Gold. Der starke Anstieg der Netto-Long-Positionierung spekulativer Anleger beflügelte indes Platin.
- Industriemetalle konnten ebenfalls in der Breite Gewinne verzeichnen dank des Teilabkommen zwischen den USA und China und zuletzt besserer Konjunkturdaten.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.12.2019 - 17.01.2020

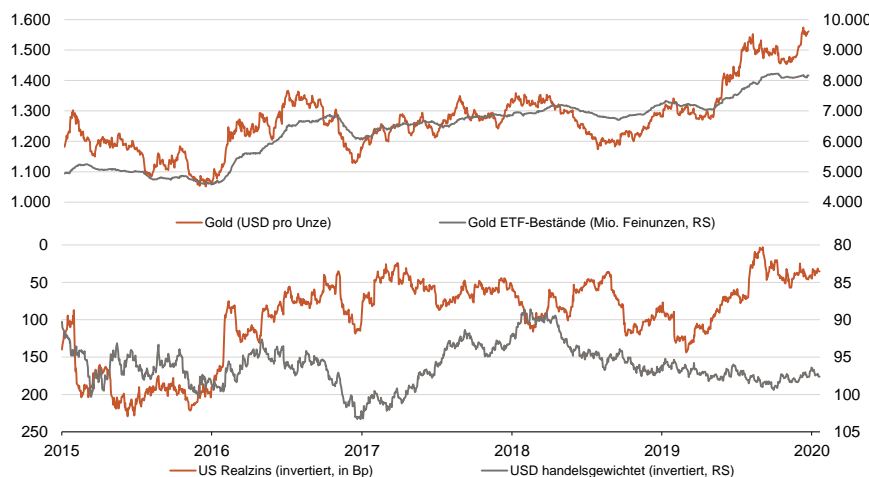
Rohöl



- So schnell die Angst vor einem Krieg zwischen den USA und dem Iran kam, so schnell verschwand sie auch wieder, nachdem die Antwort der Iraner auf die Tötung Qasem Soleimanis weit weniger drastisch ausfiel als zunächst befürchtet.
- In der Folge musste der Preis für Brent kräftig nachgeben und notiert derzeit wieder um die Marke von 65 US-Dollar je Barrel.

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 - 17.01.2020

Gold



- Auch Gold musste nach der Entspannung im Iran-Konflikt ein Teil der Gewinne wieder abgeben, allerdings fiel der Kursverlust weniger extrem als bei Öl aus. Gold erweist sich in Zeiten geopolitischer Unsicherheit im Nahen Osten als der bessere Hedge. Unterstützt wurde der Preis jedoch nicht wie in der Vergangenheit von ETF-Zukäufen, sondern von spekulativen Anlegern.

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 - 17.01.2020

**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 beschriebene 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: 20. Januar 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