

### Aktueller Marktkommentar

Die letzten beiden Wochen waren von einer erhöhten Volatilität am Aktienmarkt geprägt, wie von uns erwartet und im Einklang mit der zuletzt typischen höheren Schwankungsbreite in den großen Optionspreisverfall hinein. In diesen Tagen werden Optionen oft gerollt, was dazu führt, dass die Market Maker ihrerseits ihre Hedges auflösen bzw. anpassen müssen. Die Volatilität dürfte aber noch zumindest bis zur Fed-Sitzung diesen Mittwoch erhöht bleiben, für die einige Marktteilnehmer schon eine konkrete Ankündigung des Zeitplans zur Drosselung der Anleihekaufprogramme erwarten. Der zuletzt etwas enttäuschende US-Arbeitsmarktbericht sowie durchwachsene US-Konjunkturdaten dürften dies aber zumindest für die September-Sitzung unwahrscheinlicher gemacht haben. So kann es sein, dass sich auch bei der Fed-Sitzung das typische Muster bewahrheitet: Vor der Fed-Sitzung sind Investoren nervös, die Volatilität steigt, dann überrascht die Fed taubenhaft und die Volatilität geht wieder zurück.

### Kurzfristiger Ausblick

In den nächsten zwei Wochen stehen die Zentralbanken im Zentrum der Aufmerksamkeit. Am 22.09. findet die monatliche Sitzung der Fed und am 23.09. die der Bank of England statt. Ende September findet dann das EZB-Zentralbankforum sowie die EU-Parlamentsanhörung von EZB-Präsidentin Lagarde statt. Am 26.09. finden zudem die deutschen Bundestagswahlen statt. Der chinesische Nationalfeiertag und damit der Beginn der National Day Golden Week fällt auf den 1. Oktober. Konjunkturell dürften diese Woche neben den Häusermarktdaten für die USA die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes der Eurozone, Großbritanniens und der USA für September im Mittelpunkt stehen, welche am 23.09. veröffentlicht werden. Am 24.09. folgt das ifo-Geschäftsklima (Sep.) für Deutschland. In der Folgewoche stehen die Einzelhandelsumsätze (Aug.), das Verbrauchervertrauen (Okt.) und die Inflationsdaten (Sep.) für Deutschland sowie das Verbrauchervertrauen (Sep.), die Auftragseingänge (Aug.) und der ISM-Index für die USA an.

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

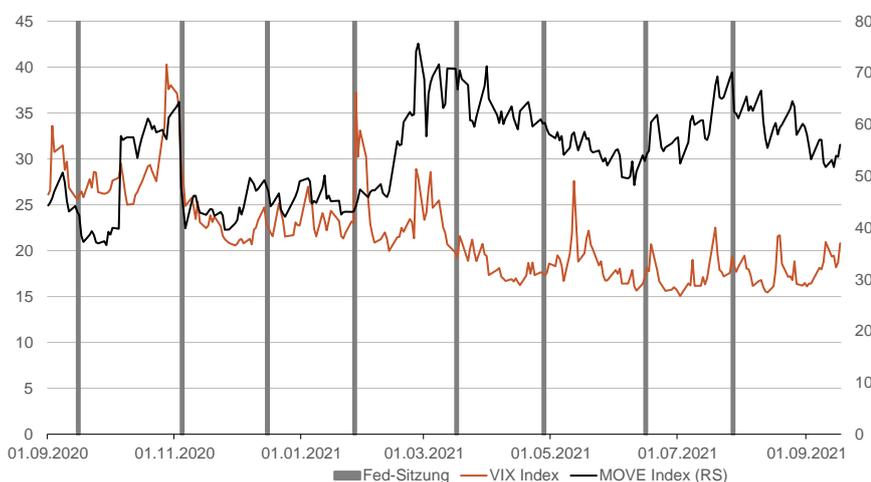
- Performance
- Positionierung
- Sentiment
- Überraschungsindikatoren
- Konjunktur
- Währungen
- Aktien
- Staatsanleihen & Zentralbanken
- Unternehmensanleihen
- Rohstoffe

*Zentralbanken geben den Ton an.*

*Bundestagswahlen in Deutschland sowie Nationalfeiertag und Golden Week in China.*

*Einkaufsmanagerindizes für September stehen an.*

### Volatilität steigt oft im Vorfeld von Fed-Sitzungen an



- Im Vorfeld von Fed-Sitzungen steigt ähnlich wie bei US-Wahlen die Unsicherheit und damit die implizite Volatilität an. Viele Anleger sichern „Risiko-Events“ ab. Nach den Fed-Sitzungen, die häufig auch taubenhafter als vom Konsensus erwartet ausfallen, werden die Absicherungen dann aufgelöst und die Volatilität sinkt gewöhnlich wieder.
- Da der Markt gut auf eine Drosselung der Anleihekäufe vorbereitet worden ist und diese auch nicht sofort erfolgen dürften, würden wir auch dieses Mal von einem ähnlichen Muster ausgehen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.09.2020 - 17.09.2021



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (20.08.21 - 17.09.21)	YTD (31.12.20 - 17.09.21)	17.09.20	17.09.19	17.09.18	17.09.17	16.09.16
Brent	15,8	59,6	78,1	-39,8	-7,9	52,2	2,1
Industriemetalle	6,7	29,5	39,9	-3,7	10,3	-5,3	21,6
Aktien Emerging Markets	4,8	5,0	18,9	4,0	8,7	-3,6	19,0
Globale Wandelanleihen	2,1	10,4	26,6	14,6	9,6	8,0	7,5
Aktien Frontier Markets	2,1	24,3	33,3	-8,0	12,2	-6,1	19,2
Aktien Industrienationen	0,4	21,3	32,9	3,1	9,8	13,1	11,6
Eonia	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
USD/EUR-Wechselkurs	-0,2	4,2	1,1	-6,5	5,5	2,3	-6,6
Globale Unternehmensanleihen	-0,6	2,7	2,4	1,7	14,0	0,7	-2,8
REITs	-0,9	27,3	27,7	-17,0	20,9	1,9	-4,5
Globale Staatsanleihen	-1,0	-0,1	-1,0	-0,1	12,9	0,6	-7,8
Gold	-1,7	-3,7	-8,8	21,0	31,9	-6,9	-5,9

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 traten die meisten Anlageklassen auf der Stelle. Brentöl und Industriemetalle bildeten aufgrund von Angebotsengpässen Ausnahmen und legten stärker zu.
- Gold verzeichnete die schwächste Performance. Steigende US-Staatsanleiherenditen belasteten das Edelmetall.
- Schwellenländeraktien konnten sich zuletzt leicht erholen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.09.2016 - 17.09.2021

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (20.08.21 - 17.09.21)	YTD (31.12.20 - 17.09.21)	17.09.20	17.09.19	17.09.18	17.09.17	16.09.16
Topix	11,3	15,8	25,8	0,5	4,2	9,4	10,2
MSCI EM Osteuropa	6,6	31,1	45,9	-20,4	28,0	2,7	22,4
MSCI EM Asien	2,3	5,6	16,0	13,9	5,5	-1,1	19,7
MSCI USA Small Caps	2,5	21,6	49,2	-7,6	2,3	22,4	10,2
S&P 500	-0,3	24,3	35,1	6,6	12,2	20,3	11,5
Stoxx Europa Zyklisch	-0,4	21,2	35,8	-2,6	-0,1	0,6	25,6
Euro Stoxx 50	-0,4	18,1	26,8	-3,8	8,2	-2,3	22,9
Stoxx Europa Small 200	-0,4	21,6	35,4	2,4	1,6	6,4	19,0
MSCI Großbritannien	-1,2	16,7	27,5	-18,7	5,1	4,0	8,4
DAX	-2,0	12,9	17,3	6,8	2,3	-3,4	21,8
Stoxx Europa 50	-2,5	15,9	20,5	-3,6	9,8	0,2	14,1
Stoxx Europa Defensiv	-3,4	13,5	15,8	-2,1	9,6	4,6	7,2

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.

- Japan war zuletzt die mit Abstand stärkste Aktienregion, angetrieben durch positive Gewinnrevisionen und dem aufgekommenen Optimismus hinsichtlich einer neuen Wirtschaftspolitik nach der Ankündigung des Rücktritts von Premierminister Yoshihide Suga.
- Osteuropa bleibt jedoch die beste Aktienregion weltweit, begünstigt durch die anhaltende Rohstoffrallye sowie der relativ günstigen Bewertung.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.09.2016 - 17.09.2021

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (20.08.21 - 17.09.21)	YTD (31.12.20 - 17.09.21)	17.09.20	17.09.19	17.09.18	17.09.17	16.09.16
USD Hochzinsanleihen	1,1	8,6	10,2	-4,3	13,4	5,4	1,5
EUR Hochzinsanleihen	0,5	3,8	7,8	-0,9	4,5	0,7	6,3
EM-Staatsanleihen (hart)	-0,7	0,4	1,8	2,2	7,5	-6,1	3,8
EM-Staatsanleihen (lokal)	0,2	3,3	5,4	-3,4	16,7	-4,7	-0,2
EUR Inflationsind. Anleihen	0,1	4,9	7,6	-0,9	6,9	1,7	-0,2
USD Unternehmensanleihen	-0,1	4,3	3,1	2,6	17,8	0,9	-3,8
EUR Finanzanleihen	-0,6	0,3	1,9	0,6	5,5	0,0	1,9
US-Staatsanleihen	-0,8	2,6	-1,9	2,1	15,5	0,4	-7,2
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,9	-0,3	1,6	0,7	6,2	0,1	-0,1
Italienische Staatsanleihen	-1,1	-0,8	2,5	2,0	15,0	-2,0	-2,3
Deutsche Staatsanleihen	-1,8	-2,4	-1,9	0,1	7,0	0,7	-2,8
Britische Staatsanleihen	-2,0	-0,4	1,9	3,1	11,7	0,0	-5,9

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.

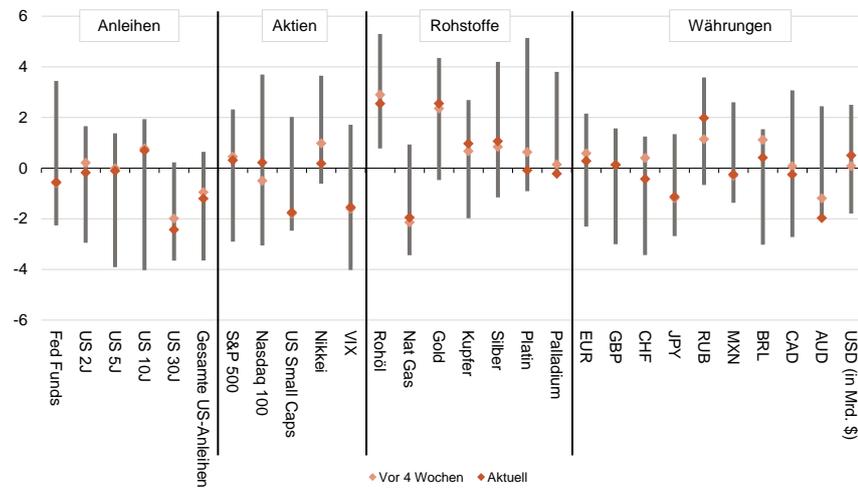
- Sichere Staatsanleihen schnitten jüngst am schlechtesten ab. Das deutliche Unterschießen der Anleiherenditen von März bis Juli, befeuert auch durch Momentum-Strategien, wurde somit wieder ein Stück weit kompensiert.
- USD-Hochzinsanleihen zeigten auch in den letzten vier Wochen die beste Performance und bleiben damit das stärkste Anleihesegment seit Jahresbeginn – hilfreich war dabei auch der starke US-Dollar.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.09.2016 - 17.09.2021



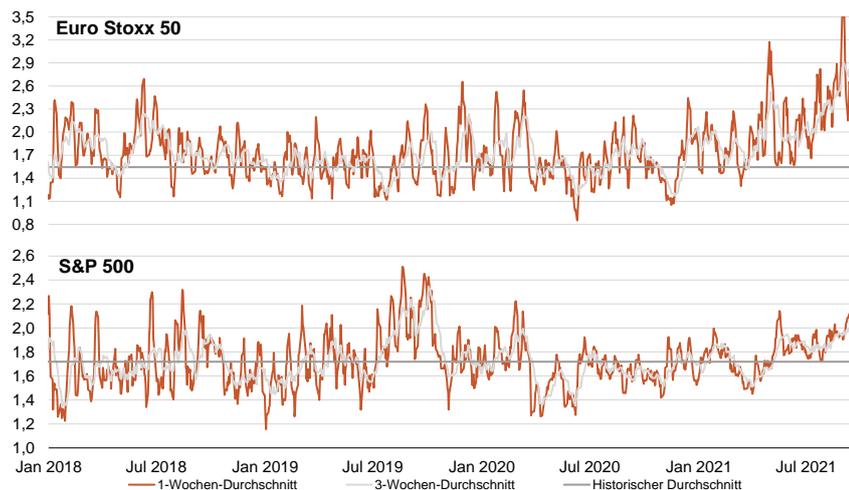
**Spekulative Positionierung**



- Hedge-Fonds setzten zuletzt wieder vermehrt auf steigende Zinsen: Anleihe-Futures über fast alle Laufzeiten hinweg verzeichneten Positionsreduktionen.
- Bei den Aktienmärkten ist das Bild uneindeutiger. Bei US-Tech-Titeln wurde die Short-Positionierung geschlossen und beim Nikkei scheinbar erste Gewinne mitgenommen.

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: 14.09.2011 - 14.09.2021

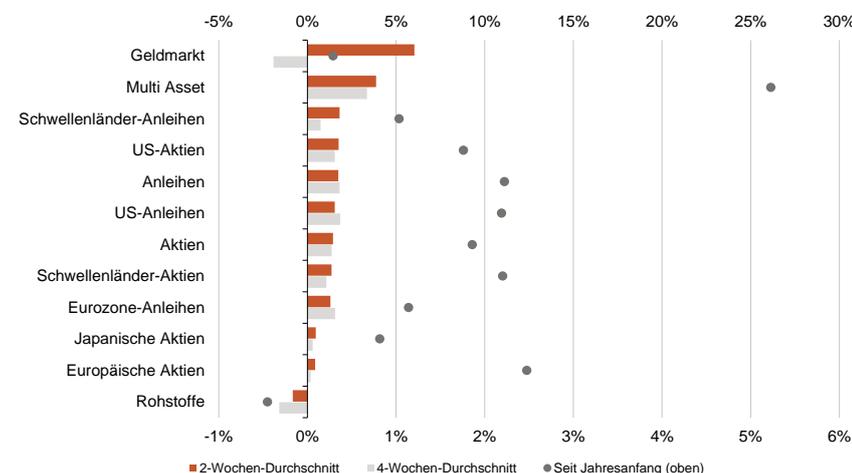
**Put-Call-Ratio**



- Die Put-Call-Ratio bleibt weiter erhöht, vor allem in Europa. Hier wurden im Durchschnitt der letzten drei Wochen 2,5 Mal so viele Puts wie Calls gehandelt. Das Absicherungsbedürfnis der Anleger bleibt hoch.
- Das zeigt sich auch in der 3-Monats-Skewness. Die Kosten für einen Put 10% aus dem Geld sind sowohl in Europa als auch in den USA aktuell doppelt so hoch wie für einen Call 10% aus dem Geld.

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 - 17.09.2021

**ETF-Flüsse**

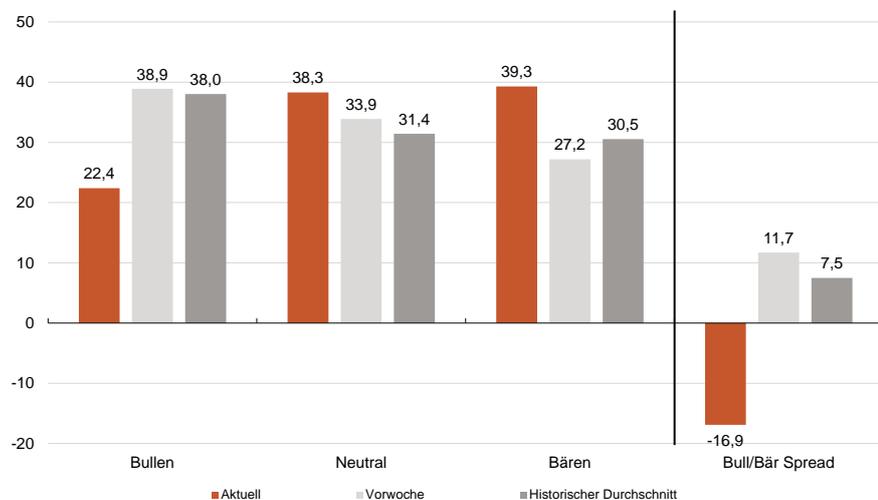


- Obwohl Rohstoffe zu den besten Anlagen seit Jahresbeginn zählen, mussten sie sowohl über die letzten Wochen als auch seit Jahresbeginn als einzige Anlageklasse Abflüsse verzeichnen. Das liegt vor allem daran, dass die meisten Rohstoff-ETFs in Edelmetalle investieren, die dieses Jahr underperformed haben.
- Mit jüngst fallenden Aktienkursen und gestiegener Wachstumsskepsis, erfreuten sich Geldmarkt-ETFs wieder größerer Beliebtheit und verzeichneten die größten Zuflüsse.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 17.09.2021



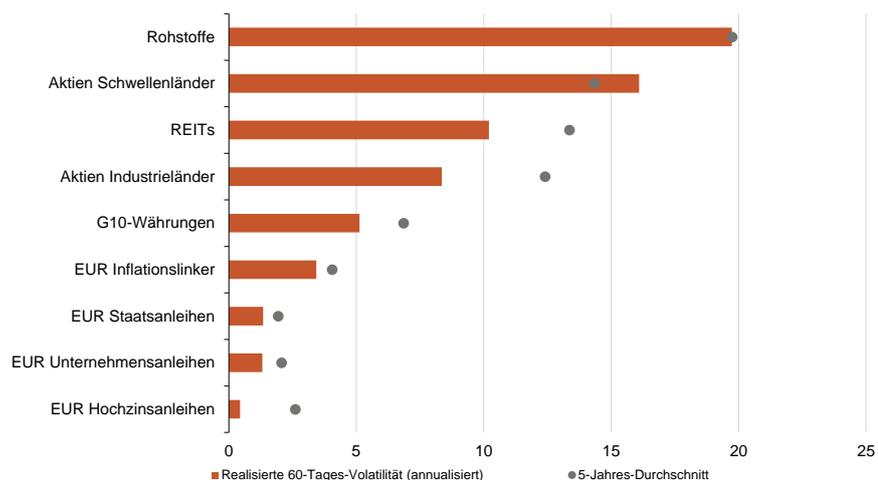
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich in der letzten Woche drastisch verschlechtert. Der Bull/Bär-Spread drehte um 29Pp auf -17Pp. So schlecht war die Stimmung seit Oktober letzten Jahres nicht mehr.
- Auslöser dürften u.a. die in den ersten zwei September Wochen gefallen Aktienkurse gewesen sein.

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 - 16.09.2021

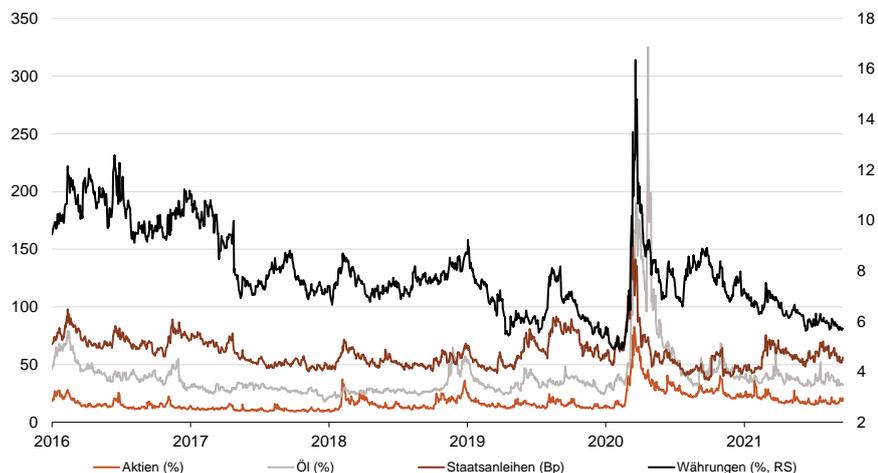
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten Volatilitäten sind im Vergleich zu vor zwei Wochen nahezu unverändert. Auch die Reihenfolge ist gleichgeblieben.
- Leicht rückläufige Volatilität war bei Aktien der Industrieländer und G10-Währungen zu verzeichnen. Bei letzteren liegt die Volatilität mittlerweile bei nur noch etwas über 5%.

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: 17.09.2016 - 17.09.2021

**Implizite Volatilitäten**

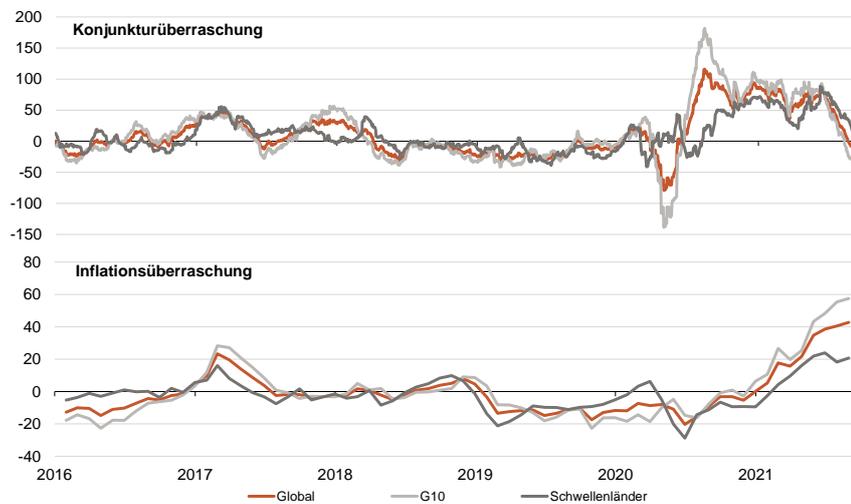


- Die implizite Volatilität an den Aktienmärkten hält sich hartnäckig über der Marke von 15%. Und das, obwohl die realisierte Volatilität seit fast 2 Monaten unter 10% liegt.
- Viele Anleger scheinen der Ruhe nicht zu trauen und bleiben vorsichtig.

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: 01.01.2016 - 17.09.2021



## Global

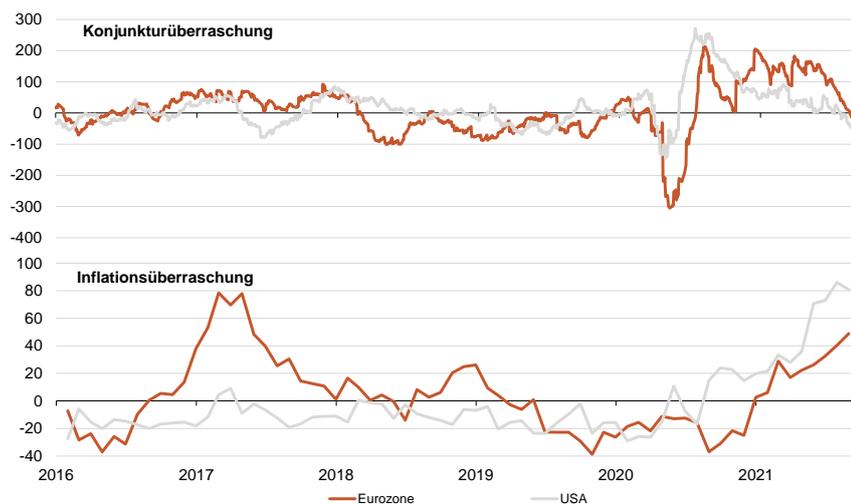


- Die Abschwächung des Wirtschaftswachstums zeigt sich weiterhin deutlich in den Konjunkturüberraschungen. Der G10-Konjunkturüberraschungsindex und auch der globale Index verweilen im negativen Bereich. Der Trend für die Schwellenländer sieht nicht viel besser aus. Dort steht der Index kurz vor einem Abschwung in die negative Zone.
- Die Inflationsdaten in den Industrienationen setzten kontinuierlich die positive Überraschungsserie fort.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 17.09.2021

## Eurozone & USA

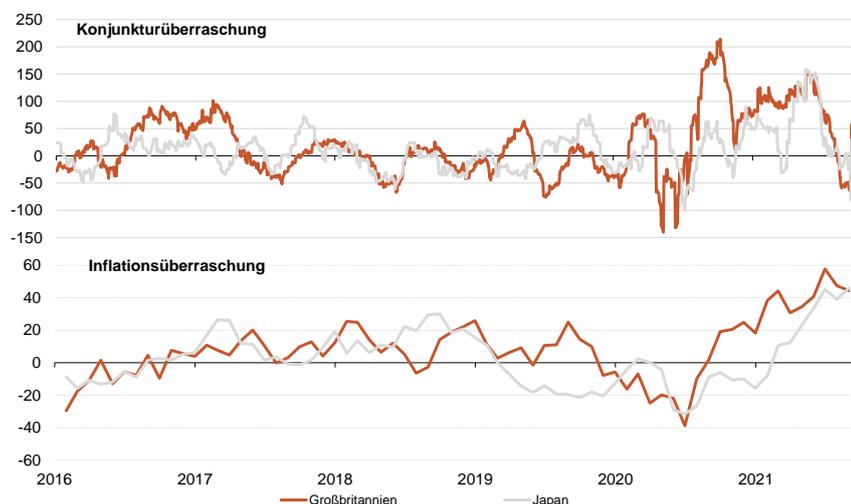


- Sowohl in den USA als auch in der Eurozone überwogen in den letzten Wochen die negativen Konjunkturüberraschungen.
- In den USA enttäuschte beispielsweise zuletzt die Industrieproduktionsdaten. Der Empire Manufacturing Index und die Einzelhandelsumsätze lagen hingegen deutlich über den Erwartungen.
- In der Eurozone überraschte die Industrieproduktion stark nach oben, während die Exporte unter den Erwartungen lagen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 17.09.2021

## Großbritannien & Japan



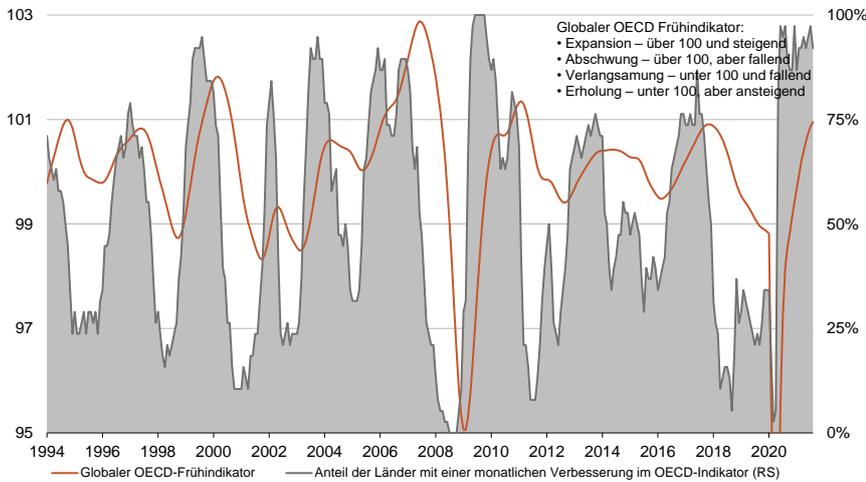
- In Großbritannien enttäuschten das monatliche BIP und auch die Einzelhandelsumsätze, während die Industrieproduktion die Erwartungen übertraf.
- In Japan überraschten sowohl Maschinenauftragsdaten wie auch die Handelsbilanz negativ. Die Export waren hingegen deutlich positiv.

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: 01.01.2016 - 17.09.2021



## OECD Frühindikator

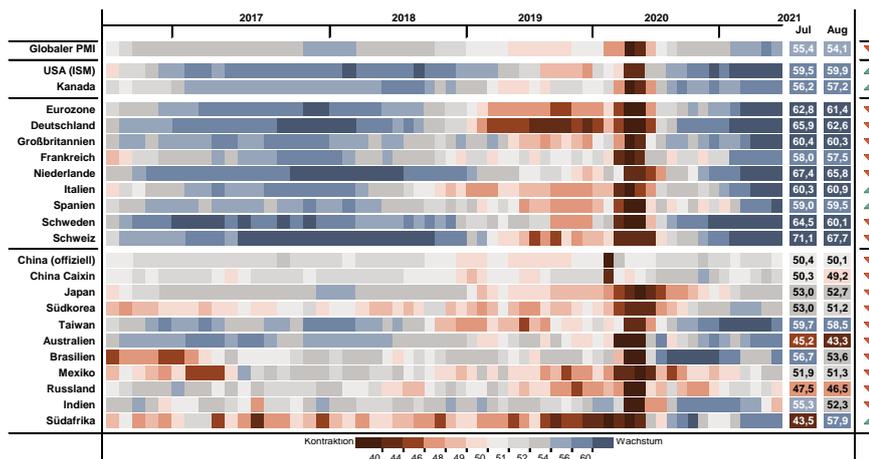


- Der OECD-Frühindikator hat zuletzt weiterhin am Aufwärtstrend festgehalten. Die globale Wirtschaft befindet sich somit weiterhin deutlich in der Expansionsphase.
- Das Bild wird durch den hohen Anteil der Länder, welche eine Verbesserung des Indikators gegenüber dem Vormonat sahen, unterstützt. Mit einem Anteil mehr als 90% wird die Expansion in der Breite getragen.

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 - 31.08.2021

## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie

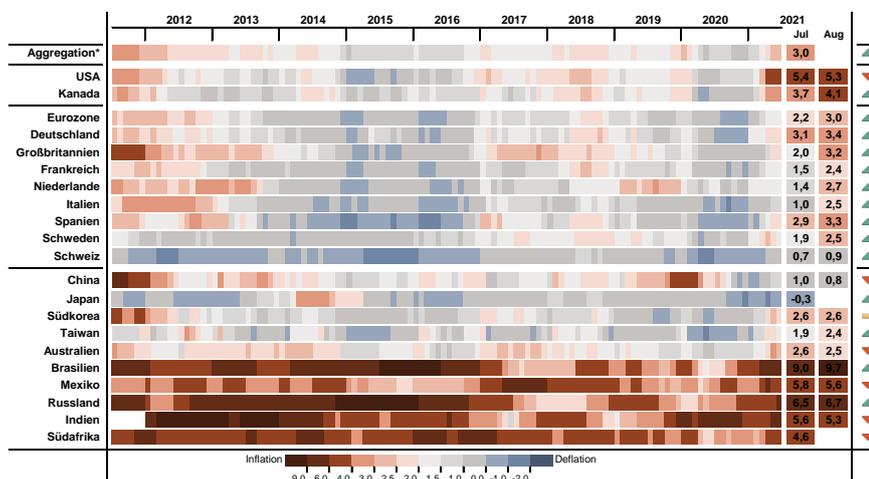


- Der globale PMI verzeichnete im August einen leichten Verlust auf 54,1, befindet sich aber weiterhin über der wichtigen 50er-Wachstumsschwelle.
- In den meisten westlichen Regionen ist der PMI weiterhin über 60, auch wenn das Gros der Länder einen fallenden August-PMI verzeichneten.

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 - 31.08.2021

## Gesamtinflation



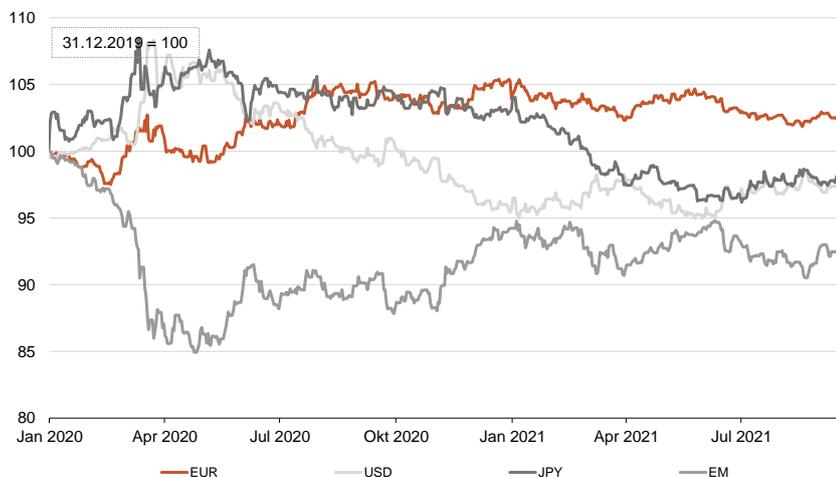
- Im August stiegen Verbraucherpreise in der Eurozone ohne Ausnahme weiter an. Die erhöhte Inflation dürfte uns noch länger begleiten und sich als nachhaltiger als vom Gros der Marktteilnehmer erwartet erweisen.
- In den USA ist die Inflation im August leicht zurückgegangen, verweilt mit 5,3% jedoch auf seinem hohen Niveau.

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: 31.08.2011 - 31.08.2021



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

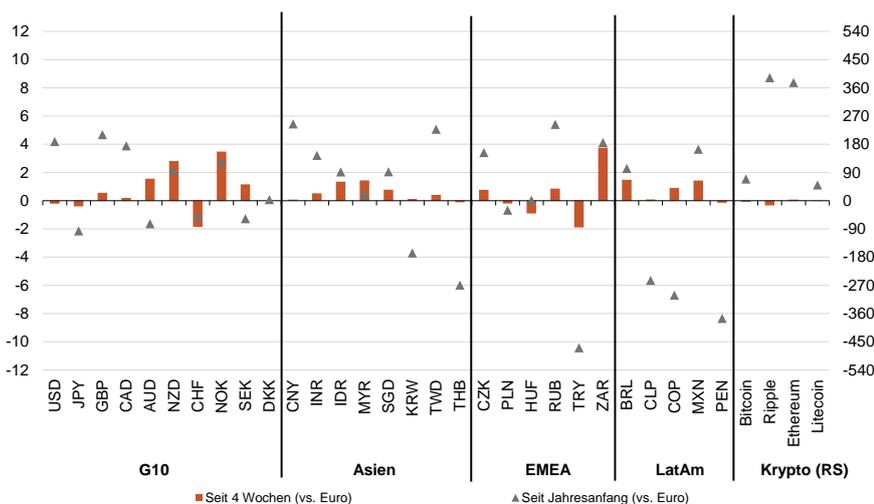


- Am Währungsmarkt bevorzugten die Anleger jüngst wieder eher sichere Häfen wie den Dollar und den japanischen Yen gegenüber dem Euro und Schwellenländer-Währungen.
- Eine Ausnahme bildet die indische Rupie, welche kräftig zulegte, nachdem die Industrieproduktion überraschend um 11.5% zum Vorjahr angestiegen war. Die Konjunktur scheint nach der Delta-Welle wieder kräftig an Fahrt aufzunehmen.

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: 01.01.2020 - 17.09.2021

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

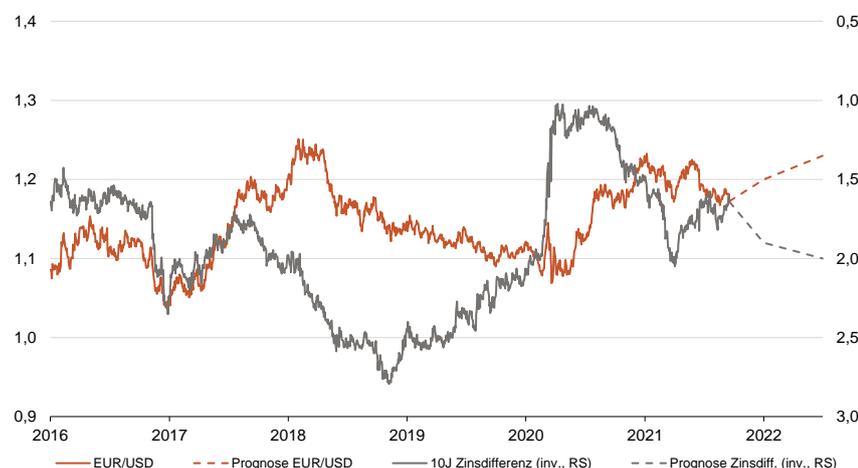


- Die Währungsentwicklung gegenüber dem Euro zeigt ein gemischtes Bild gegenüber dem Vormonat. Die norwegische Krone entwickelte sich mit am besten. Neben dem steigenden Ölpreis profitierte sie auch von der nun bestätigten Zinserhöhung der Norges Bank.
- Unter den Schwellenländer-Währungen entwickelte sich zuletzt der südafrikanische Rand am besten. Auch hier sorgten Erwartungen auf steigende Leitzinsen für Auftrieb.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 17.09.2021

## EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der EUR/USD-Wechselkurs wechselte vom Aufwärts- in den Abwärtstrend. Mittlerweile notiert der Euro sogar wieder unter der Marke von 1,18.
- Seit Jahresbeginn hat der Euro schon über 4% gegenüber dem Dollar nachgegeben.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 30.06.2022



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (20.08.21 - 17.09.21)	YTD (31.12.20 - 17.09.21)	17.09.20	17.09.19	17.09.18	17.09.17	16.09.16
Energie	6,2	20,1	40,1	-42,7	-3,6	24,3	16,5
Informationstechnologie	3,4	37,4	47,4	15,8	8,4	11,8	21,9
Zyklische Konsumgüter	0,8	15,9	34,3	-0,5	6,6	1,1	18,3
Industrie	0,5	23,2	35,3	3,0	5,8	4,6	18,8
Finanzen	-0,8	19,7	39,2	-20,3	-2,9	-5,3	31,3
Growth	-0,8	20,8	26,8	7,5	10,6	4,2	11,7
Value	-2,3	14,1	26,2	-15,7	1,8	-0,3	20,2
Basiskonsumgüter	-2,5	9,7	10,6	-4,4	16,8	-0,7	4,3
Telekommunikation	-3,8	14,4	21,9	-18,7	8,0	-11,6	2,3
Grundstoffe	-4,0	16,1	26,1	8,9	3,5	5,6	26,9
Gesundheit	-6,1	15,4	10,4	13,0	13,7	2,3	3,5
Versorger	-6,9	0,1	12,1	6,9	23,0	-2,5	11,4

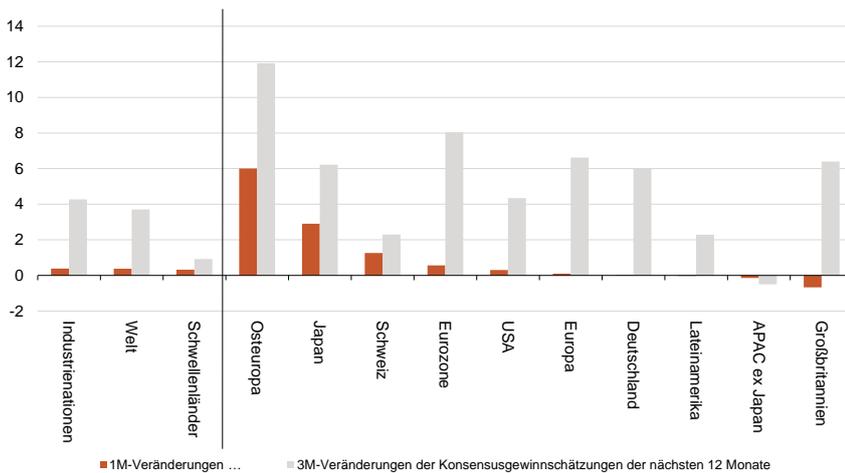
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: 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 kam es zu einem Comeback von Energieunternehmen, die vom stärkeren Ölpreis profitierten. Aber auch IT-Unternehmen konnten deutlich zulegen.
- Defensivere Sektoren wurden hingegen von den steigenden Anleiherenditen belastet und gehörten zu den relativen Verlierern.

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: 17.09.2016 - 17.09.2021

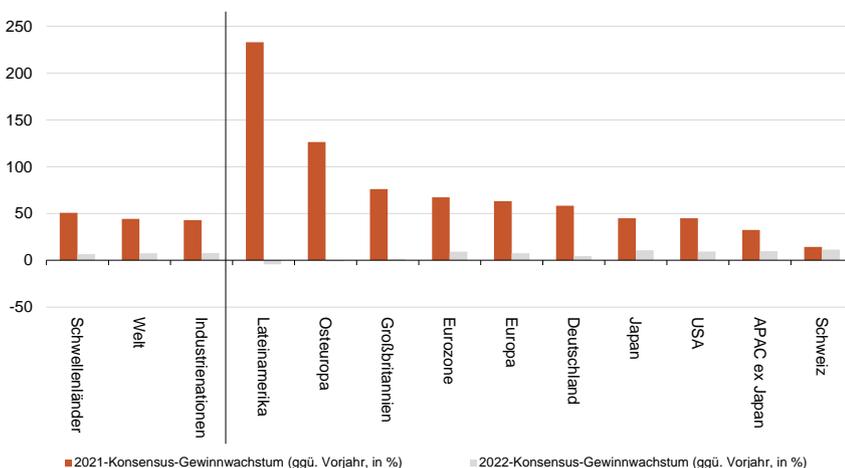
## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Das Momentum der Gewinnrevisions hat zuletzt für die meisten Regionen nachgelassen. Für Großbritannien und Asien Pazifik ex Japan waren die Gewinnrevisions über den letzten Monat gar negativ, während sie für Europa ex UK sowie USA nur noch leicht positiv ausfielen.
- Für Osteuropa und Japan haben die Analysten hingegen auch über den letzten Monat die Gewinnschätzungen deutlich angehoben.

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: 17.09.2021

## Gewinnwachstum

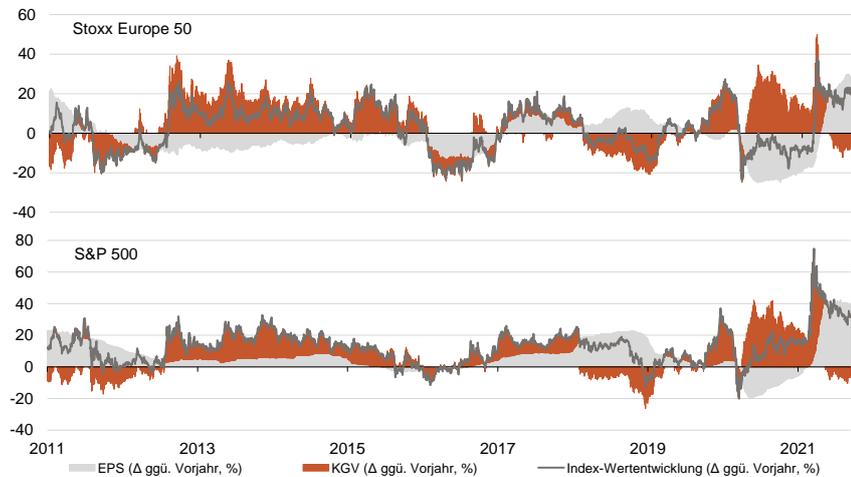


- Mittlerweile erwarten die Analysten ein 2021er-Gewinnwachstum von ca. 230% für Lateinamerika. Die Wachstumsrate ist so hoch, weil lateinamerikanische Unternehmen letztes Jahr stark unter der Coronakrise litten und nun von einem positiven Basiseffekt profitieren. Zudem sind viele Unternehmen im boomenden Rohstoffsektor aktiv. Für nächstes Jahr erwarten die Analysten jedoch ein negatives Gewinnwachstum.

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: 17.09.2021



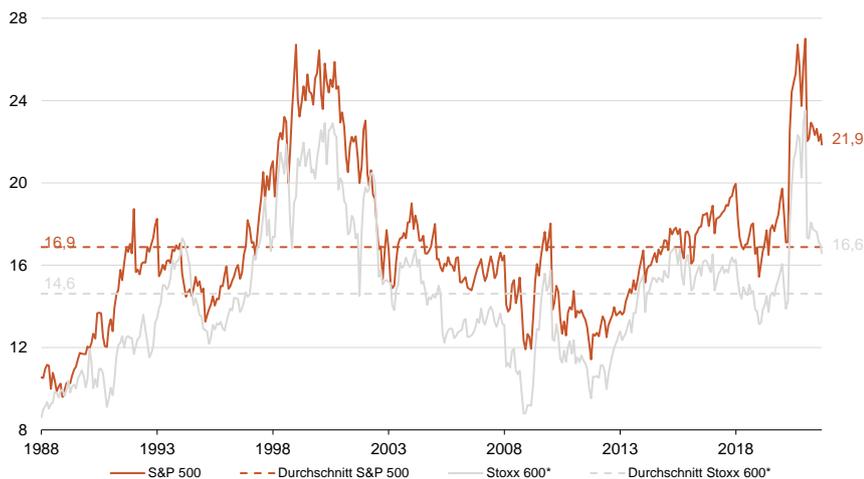
## Kontributionsanalyse



- Die Aktienmärkte legten im Vergleich zum Vorjahr aufgrund positiver Unternehmensberichte, Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen, Aktienfondzuflüssen und einer TINA-Stimmung angesichts der negativen Anleihe-Realrenditen deutlich zu und trieben die westlichen Aktienindizes von Allzeithoch zu Allzeithoch.

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: Factset, Zeitraum: 01.01.2011 - 17.09.2021

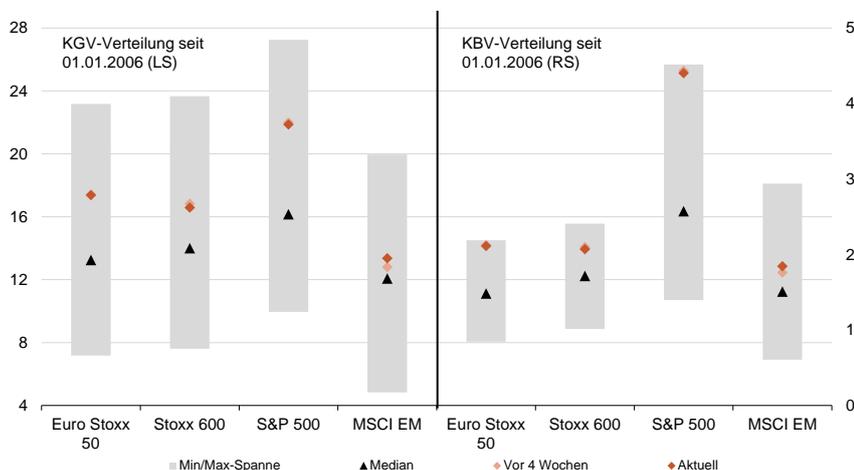
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Gewinnschätzungen der Analysten sind in Europa weiterhin schneller gestiegen als der Aktienmarkt. Dementsprechend ist das geschätzte KGV für die nächsten 12 Monate auf 16,6 gesunken. Der S&P 500 verzeichnete ebenfalls einen leichten Bewertungsrückgang mit einem KGV bei 21,9.

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 - 17.09.2021

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

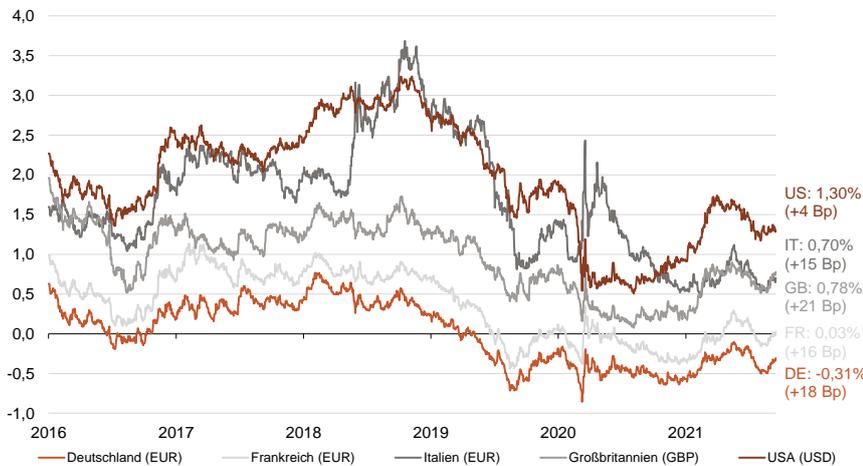


- US-Aktien zeigen weiter die teuerste Bewertung, da sie stark von der expansiven Geldpolitik der Fed profitierten.
- Nicht zu unterschätzen ist zudem die Auswirkung der Flow-Trends: Passive, thematische und ESG-Investitionen begünstigen besonders US-Techtitel, welche eine große Gewichtung in den entsprechenden Indizes ausmachen.

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 - 17.09.2021



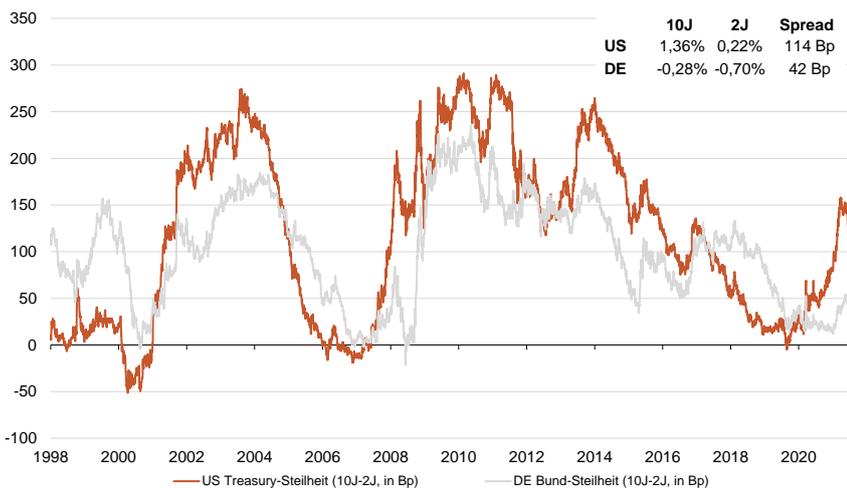
## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Trotz der zuletzt nach unten überraschenden US-Inflation sind die Renditen auf US-Staatsanleihen in den letzten Wochen weiter gestiegen. Gründe waren besser als erwartete Einzelhandelsumsätze und Arbeitsmarktdaten.
- In Europa sind die Renditen in den letzten zwei Wochen ebenfalls gestiegen. Über die letzten vier Wochen zeigt der Trend weiterhin deutlich nach oben.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 17.09.2021

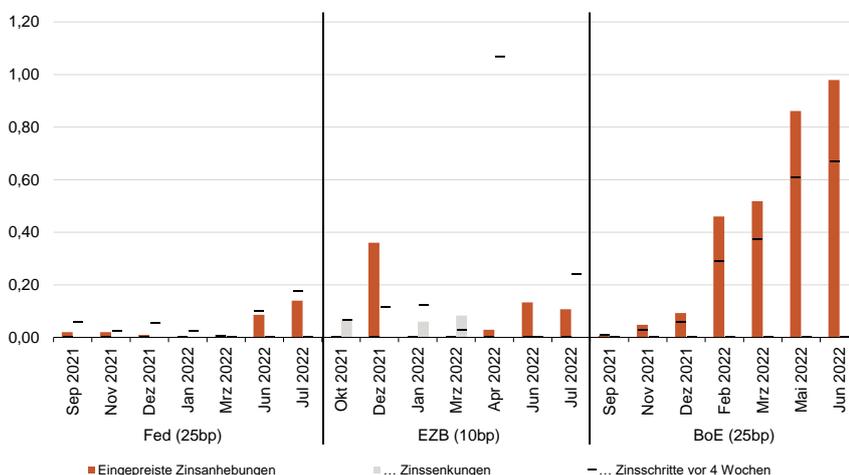
## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Die Steilheit der US-Renditestrukturkurve hat sich in den letzten Wochen leicht nach oben bewegt.
- Die deutsche Renditestrukturkurve hat sich mit 8 Basispunkten (Bp) hingegen wesentlich deutlicher erhöht.

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 - 17.09.2021

## Implizite Leitzinsveränderungen

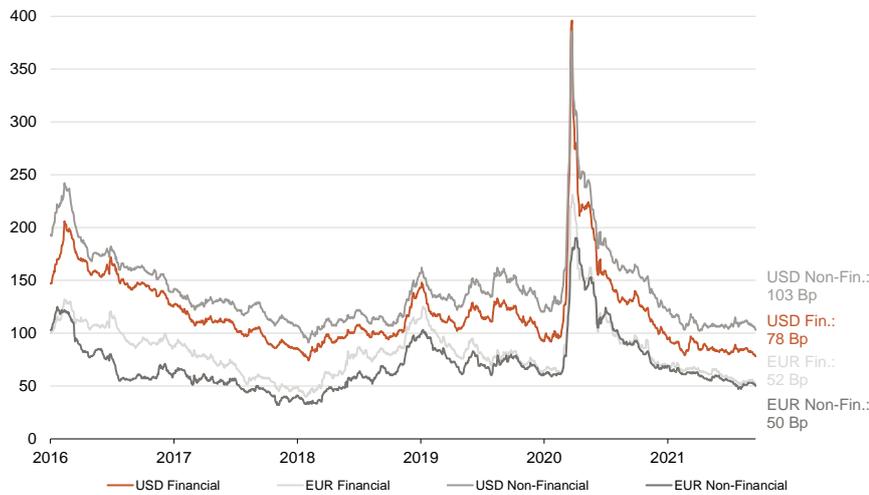


- Die zunehmend falckenhaftere Töne einiger Zentralbankmitglieder sowie solide Konjunkturdaten und erhöhte Inflationsdaten lassen die Wahrscheinlichkeit auf eine Zinsanhebung in der Eurozone und USA leicht steigen.
- In Großbritannien preist der Markt hingegen mit knapp 100% Wahrscheinlichkeit eine Zinssteigerung bis Mitte 2022, nachdem im August die Inflation auf mehr als 3% angestiegen ist.

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: 20.08.2021 - 17.09.2021



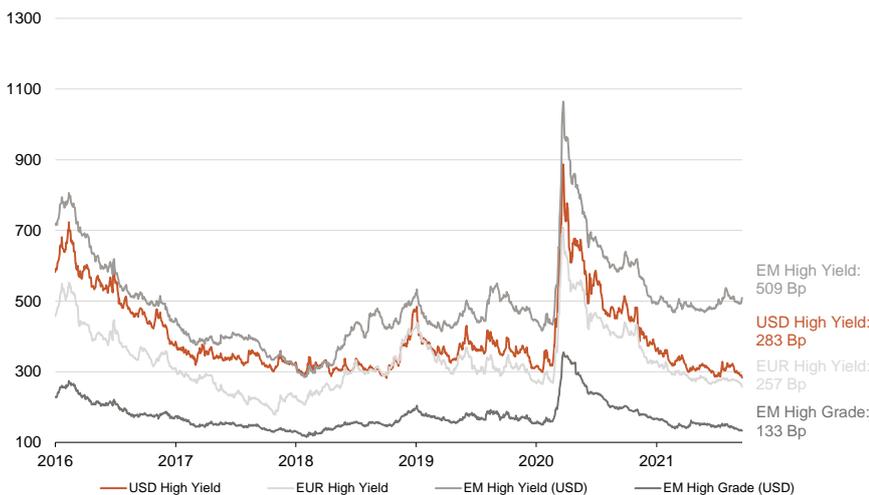
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Wie schon in den Wochen davor sind auch in den letzten zwei Wochen die Risikoaufschläge bei IG-Unternehmensanleihen leicht gefallen.
- USD-Unternehmensanleihen sahen eine Spreadingeinengung von bis zu 6 Basispunkten, während es bei EUR-Unternehmensanleihen um die 3 Basispunkten waren.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2016 - 17.09.2021

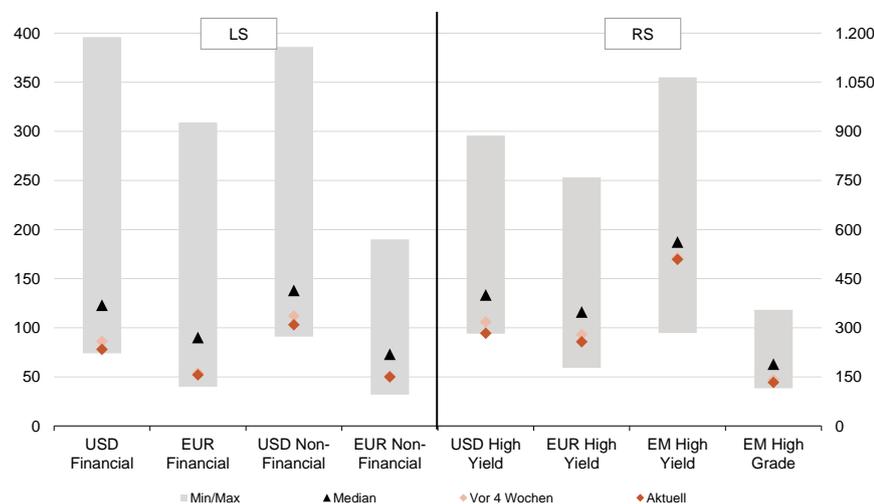
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Die Risikoaufschläge bei EM-Hochzinsanleihen haben sich in den letzten zwei Wochen leicht erhöht. Neben der Delta-Variante spielten auch die Zahlungsschwierigkeiten von einem der größten Immobilienunternehmen in China eine Rolle.
- USD- und EUR-Hochzinsanleihen sahen im Gegenzug deutlich fallende Risikoaufschläge.

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: 01.01.2016 - 17.09.2021

## Historische Verteilung der Credit-Spreads (in Bp)

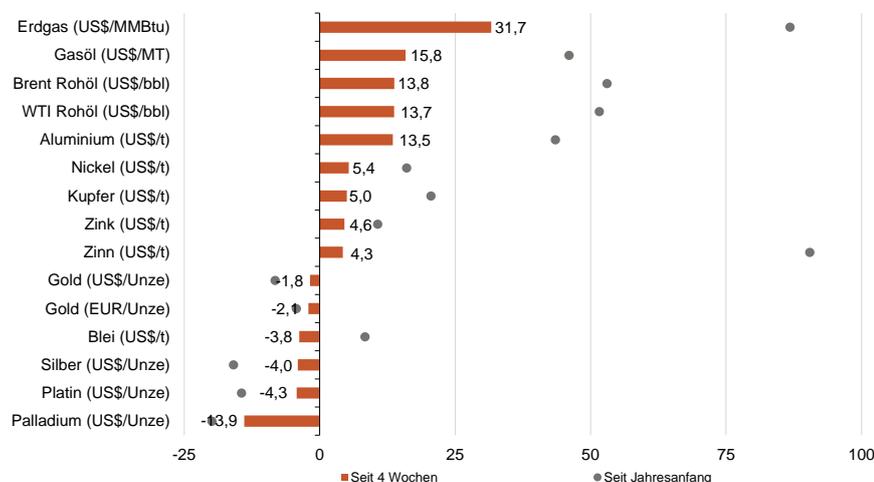


- Der Risikoaufschlag bei USD-Finanzanleihen sowie USD-Hochzinsanleihen befindet sich weiterhin nahe oder auf dem 10-Jahres-Tiefs.
- Deutlich mehr Einengungspotenzial sehen wir bei EM-Hochzinsanleihen, die trotz des erhöhten Kreditrisikos noch attraktive Risikoaufschläge bieten.

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: 17.09.2011 - 17.09.2021



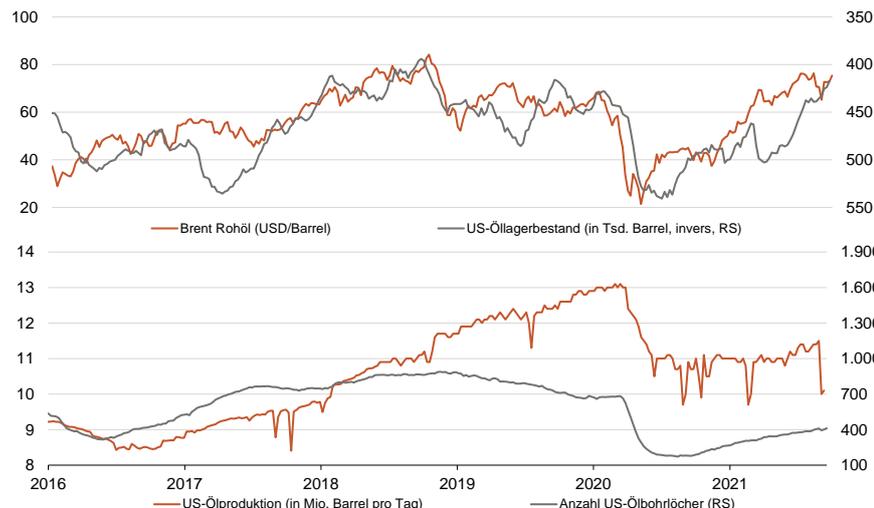
Performance Rohstoffe



- Der mit großem Abstand beste Rohstoff in den letzten vier Wochen war Erdgas. Niedrige Lagerbestände nach hohem Verbrauch über den Sommer schüren Ängste vor Engpässen im Winter und ließen die Preise explodieren.
- Am anderen Extrem befindet sich Palladium, welches wie auch Platin unter dem Chip-Mangel in der Automobilindustrie leidet. Denn bei beiden Metallen wird die Nachfrage maßgeblich durch die Produktion von Katalysatoren bestimmt.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2021 - 17.09.2021

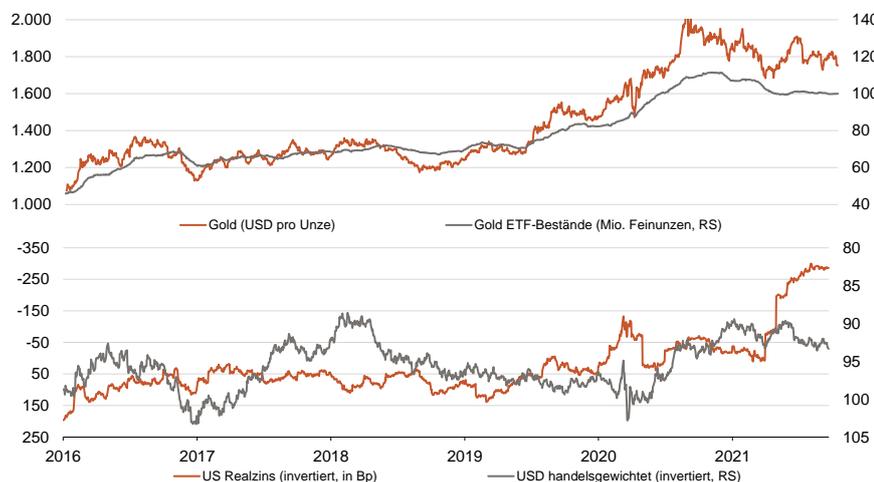
Rohöl



- Öl konnte zuletzt kräftig hinzugewinnen und notiert nun wieder nahe seinen Mehrjahreshochs vom Juli.
- Grund hierfür ist das weiterhin knappe Angebot. Denn obwohl die Delta-Variante immer wieder Nachfragesorgen schürt, zeichnen die Fundamentaldaten ein anderes Bild. So fielen die Lagerbestände in den USA jüngst deutlich stärker als erwartet.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 17.09.2021

Gold



- Gold tut sich in Erwartung auf eine etwas restriktivere Geldpolitik der Fed weiter schwer. Aktuell notiert das Edelmetall wieder unter der Marke von 1.800 USD je Unze.
- Die fehlende Kursphantasie der Anleger zeigt sich auch in den ETF-Beständen, welche in den letzten Wochen und Monaten wenig Bewegung zeigten.

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: 01.01.2016 - 17.09.2021

**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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 20. September 2021

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

[www.berenberg.de/publikationen](http://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](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)