

Aktueller Marktkommentar

Die Optimisten haben die Oberhand am Aktienmarkt gewonnen. Ein marktfreundlicher US-Wahlausgang, erfreuliche Impfstoff-News und bereitstehende Zentralbanken haben die Anlegerstimmung deutlich aufgehellt und zu einer Rotation von Covid-Gewinnern (Tech, Gold, sichere Staatsanleihen) zu Covid-Verlierern (Value-Sektoren, zyklische Rohstoffe) geführt. Aktienfonds haben zuletzt mit mehr als 70 Mrd. USD den größten jemals gemessenen Zufluss über zwei Wochen verzeichnet. Der Markt scheint durch die aktuell zu erwartende Wachstumsdelle hindurch zu schauen und sich auf eine synchrone Konjunkturerholung nächstes Jahr zu fokussieren. Noch immer sind 4,3 Bio. USD in US-Geldmarktfonds geparkt. Damit der Markt jedoch kurzfristig weiter steigen kann, müsste die Volatilität sinken (VIX < 20). Dann würden auch systematische Strategien vermehrt Aktien nachfragen. Ansonsten ist das Aufwärtspotenzial nach der starken November-Performance und angesichts der neuen Infektionswelle in den USA vorerst eher beschränkt.

Kurzfristiger Ausblick

Die Brexit-Verhandlungen scheinen Fortschritte zu machen. Laut englischen Medienberichten könnte diese Woche bereits eine Vereinbarung bekannt gegeben werden. Neben den Brexit-Verhandlungen dürften die Märkte insbesondere auf die weiterhin hohen Neuinfektionszahlen in den USA blicken, da mögliche Lockdown-Maßnahmen der US-Wirtschaft und der Markt-Stimmung schaden würden. Am Donnerstag sind die US-Märkte feiertagsbedingt geschlossen.

Diesen Dienstag werden das Ifo-Geschäftsklima (Nov.) für Deutschland und das US-Verbrauchervertrauen (Conference Board, Nov.) veröffentlicht. Am Mittwoch werden für die USA die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Auftragseingänge für langlebige Güter (Okt.), Einkommen und Ausgaben der privaten Haushalte (Okt.) und die Neubauverkäufe (Okt.) bekannt gegeben. Die Inflationsdaten (Nov.) für Frankreich und das Wirtschaftsvertrauen (Nov.) in der Eurozone werden am Freitag publiziert.

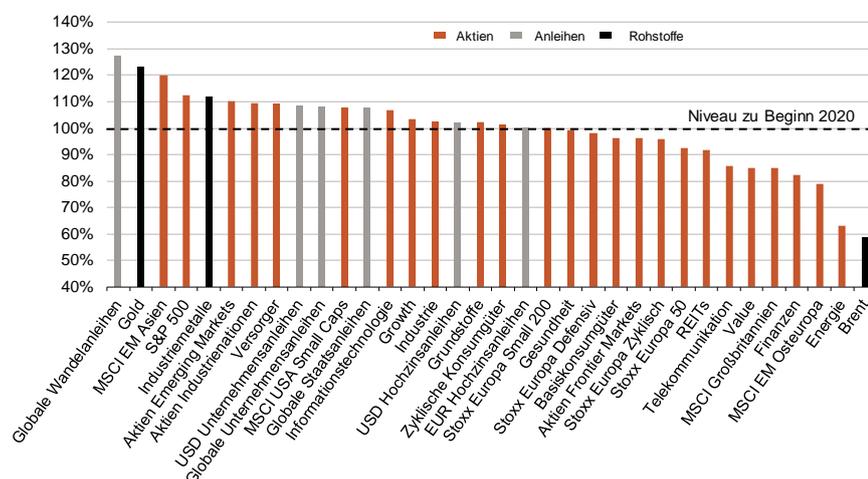
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Brexit und US-Infektionszahlen rücken in den Fokus.

Ifo-Geschäftsklimaindex dürfte die Lage der deutschen Wirtschaft im zweiten (Teil-)Lockdown aufzeigen.

Einige Anlagen im Plus im Jahr 2020, andere mit Aufholpotenzial



- Viele Anlageklassen haben das Preisniveau zu Beginn von 2020 bereits überschritten - trotz der Covid-19-Krise. Andere Anlageklassen bieten jedoch starkes Aufholpotenzial, sollte sich die Konjunktur 2021 kräftig erholen.
- Britische Aktien dürften zu diesen Kandidaten gehören, denn das deutliche Untergewicht vieler Investoren dürfte sich nach dem Ende des Brexit-Dramas zumindest etwas schließen. Eine positive Brexit-Einigung dürfte sogar ein Katalysator für eine Aufholralley sein.

Sektoren und Stile basieren auf dem MSCI Europe. Weitere Erläuterungen und Performancedaten siehe Seite 2 und 8.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 30.12.2019 - 20.11.2020



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (23.10.20 - 20.11.20)	YTD (31.12.19 - 20.11.20)	20.11.19	20.11.18	20.11.17	20.11.16	20.11.15
			20.11.20	20.11.19	20.11.18	20.11.17	20.11.16
Aktien Emerging Markets	6,3	4,7	9,7	14,1	-9,5	24,0	3,1
Industriemetalle	6,3	7,7	8,5	2,7	-6,8	8,5	25,0
Brent	-43,5	5,7	-39,4	9,6	11,2	10,8	-11,4
Globale Wandelanleihen	4,8	20,5	22,6	15,5	0,5	6,2	4,2
Aktien Industrienationen	4,5	3,5	5,9	20,7	2,2	10,1	2,4
REITs	-13,5	4,3	-15,0	20,3	0,4	1,0	-2,9
Globale Unternehmensanleihen	1,5	2,4	1,8	14,4	-0,1	-2,6	3,6
Aktien Frontier Markets	-9,2	1,4	-6,5	14,1	-8,3	15,7	-2,4
Globale Staatsanleihen	0,9	2,0	0,7	11,5	0,9	-5,6	4,7
USD/EUR-Wechselkurs	-5,4	0,0	-6,6	2,7	3,2	-9,8	0,5
Eonia	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Gold	-1,6	16,6	18,7	23,7	-1,3	-4,6	12,7

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.

- Der marktfreundliche US-Wahlausgang und die positiven Impfstoffnachrichten haben zu einem Risk-On-Umfeld geführt. Aktien, REITs, Industriemetalle und Öl stiegen entsprechend deutlich an.
- Gold als sicherer Hafen ist hingegen derzeit nicht mehr so gefragt und gab über die letzten vier Wochen nach.
- Seit Jahresanfang haben nun globale Wandelanleihen Gold als beste Anlageklasse überholt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.11.2015 - 20.11.2020

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (23.10.20 - 20.11.20)	YTD (31.12.19 - 20.11.20)	20.11.19	20.11.18	20.11.17	20.11.16	20.11.15
			20.11.20	20.11.19	20.11.18	20.11.17	20.11.16
MSCI Großbritannien	-18,9	10,9	-14,7	12,6	-2,3	9,7	-9,3
MSCI EM Osteuropa	-25,1	10,2	-21,8	29,1	3,3	17,9	5,7
Stoxx Europa Zyklisch	-4,2	9,3	-1,0	18,3	-11,9	20,8	-5,4
Euro Stoxx 50	-5,6	8,5	-3,9	21,6	-10,2	20,8	-9,9
Stoxx Europa Small 200	-0,1	8,0	4,0	19,9	-7,4	21,5	-6,6
MSCI USA Small Caps		7,8	4,9	15,8	2,7	5,7	12,7
Topix		7,1	2,1	13,9	-2,7	11,5	1,6
Stoxx Europa 50	-7,6	7,1	-5,1	19,2	-6,0	15,8	-10,7
Stoxx Europa Defensiv	-6,9	6,0	-4,7	15,9	2,6	12,2	-13,3
MSCI EM Asien		14,3	19,6	15,0	-11,5	28,5	3,0
DAX	-0,8	3,9	-0,2	18,9	-15,3	22,4	-4,1
S&P 500		6,0	8,9	23,4	7,7	8,8	7,4

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.

- Das nahende Ende des Brexit-Tauziehens sowie die Hoffnung auf eine starke Konjunkturerholung nächstes Jahr haben britische Aktien beflügelt. Der britische Aktienindex profitierte zudem von seiner hohen Gewichtung in Value-Sektoren (Energie, Banken, etc.), die in Folge der Impfstoffnachrichten besonders stark stiegen.
- Osteuropäische und zyklische europäische Aktien gehörten ebenfalls zu den relativen Gewinnern.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.11.2015 - 20.11.2020

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (23.10.20 - 20.11.20)	YTD (31.12.19 - 20.11.20)	20.11.19	20.11.18	20.11.17	20.11.16	20.11.15
			20.11.20	20.11.19	20.11.18	20.11.17	20.11.16
EM-Staatsanleihen (hart)	2,9	1,8	3,9	8,8	-6,8	7,3	4,5
EUR Hochzinsanleihen	2,2	0,2	1,8	7,3	-2,9	6,8	3,2
EM-Staatsanleihen (lokal)	-2,9	2,0	-1,9	12,3	0,5	1,1	3,1
USD Unternehmensanleihen	1,9	3,1	2,1	18,3	0,4	-4,6	4,9
USD Hochzinsanleihen	-3,1	1,8	-2,1	13,5	3,7	-2,2	10,4
Britische Staatsanleihen		1,4	1,7	13,9	-0,3	0,1	-12,4
Italienische Staatsanleihen		1,2	6,6	17,8	-7,9	4,0	-1,6
EUR Nicht-Finanzanleihen		1,3	2,8	6,7	-1,8	3,0	3,7
EUR Finanzanleihen		7,3	2,1	6,3	-2,0	4,2	2,6
EUR Inflationsind. Anleihen		1,0	1,7	7,7	-2,4	4,2	-0,3
US-Staatsanleihen		2,9	0,5	13,5	1,6	-8,2	2,2
Deutsche Staatsanleihen		0,8	1,8	5,2	1,0	-0,5	2,5

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.

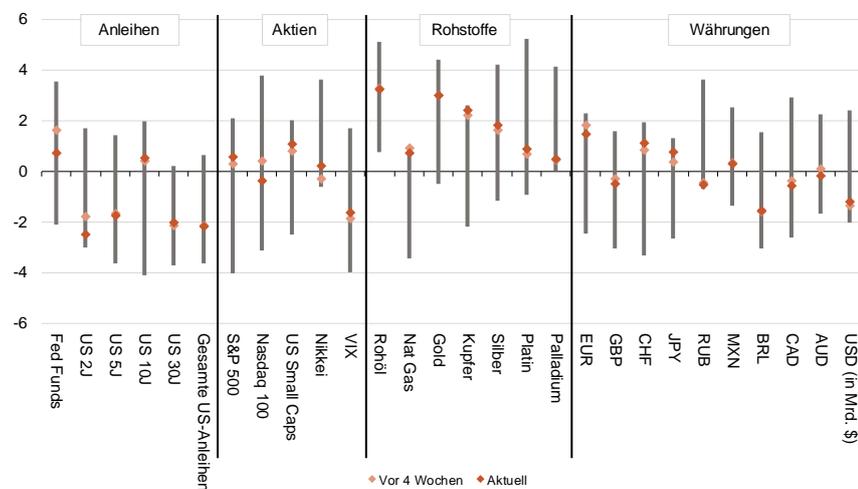
- Auf der Anleihe Seite bleiben Carry-Anlagen weiter gefragt. Über die letzten Wochen haben sich die Risikoprämien, getrieben durch die globale Liquiditätsschwemme, weiter eingengt. Die Jagd nach Rendite geht weiter.
- Sichere Staatsanleihen entwickelten sich zuletzt eher unterdurchschnittlich.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.01.2015 - 20.11.2020



Spekulative Positionierung

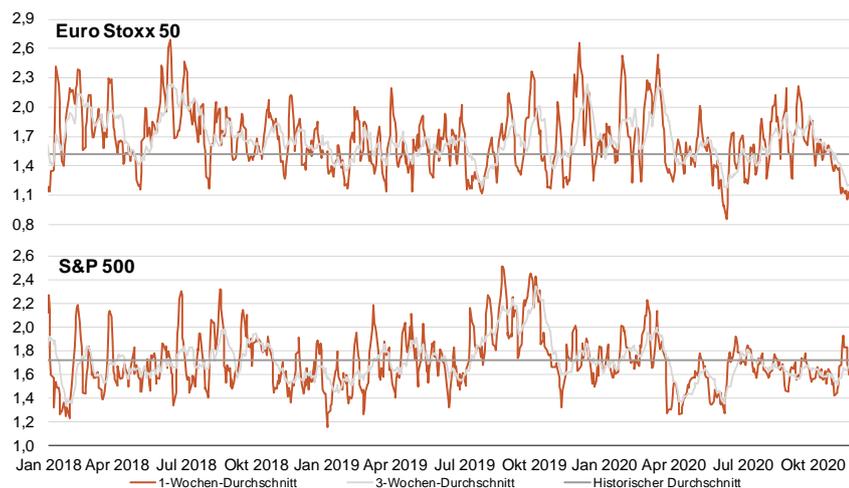


- Trotz der jüngsten Aktienrallye bleiben spekulative Investoren nur verhalten in Aktien investiert.
- Zuletzt wurden extreme Positionierungen wie in USD oder EUR reduziert.

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

*Gewichtet mit der Duration des jeweiligen Futures.
Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 17.11.2010 - 17.11.2020

Put-Call-Ratio

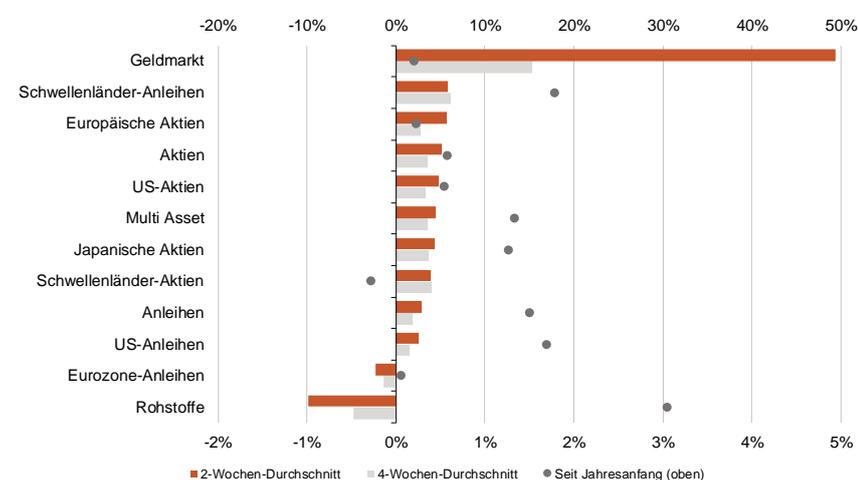


- Die bessere Stimmung der Anleger zeigt sich in historisch unterdurchschnittlichen Put-Call-Ratios für europäische und US-Aktien.
- Nach den US-Wahlen sind diese weiter gefallen. Die positiven Impfstoff-Nachrichten haben zusätzlich zu einem fallenden Absicherungsbedarf der Investoren geführt.

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 - 20.11.2020

ETF-Flüsse

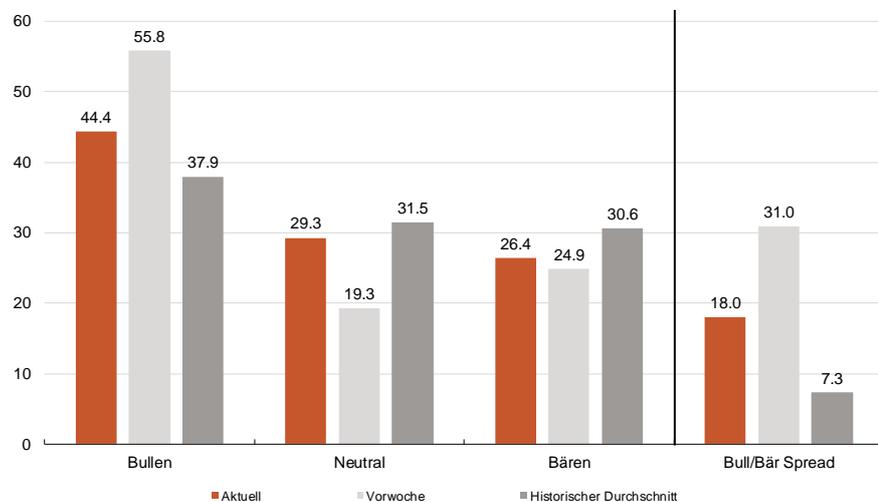


- Interessanterweise haben nicht nur Aktien-, sondern auch Geldmarkt-ETFs zuletzt Zuflüsse verzeichnet. Schwellenländer-Anleihen bleiben ebenfalls nachgefragt.
- Rohstoff-ETFs (vor allem Gold) haben hingegen in den letzte Wochen Abflüsse gesehen. Die starke Entwicklung seit Jahresbeginn und die nachlassende politische Unsicherheit mit Joe Biden als US-Präsident scheint zu Gewinnmitnahmen bei Gold geführt zu haben.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2019 - 20.11.2020



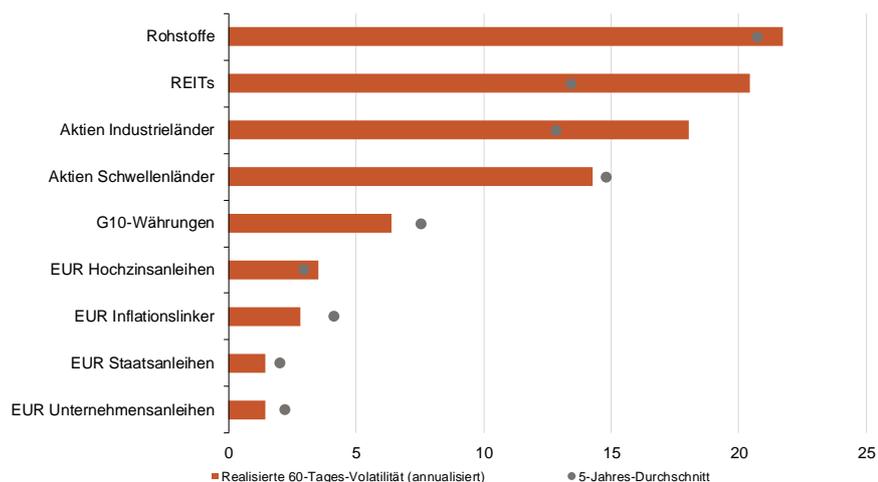
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich in den vergangenen zwei Wochen dank positiver Impfstoff-News extrem aufgehellt. So gut wie in der Vorwoche war die Stimmung seit Anfang 2018 nicht mehr. Damals korrigierte der S&P 500 einige Tage später um ca. 10%.
- Kurzfristig ist also etwas mehr Vorsicht geboten.

Die von der American Association of Individual Investors durchgeführte Sentiment-Umfrage ermittelt den prozentualen Anteil der jeweiligen Privatanleger, die auf Sicht von sechs Monaten optimistisch, pessimistisch oder neutral für den US-Aktienmarkt gestimmt sind. Sie wird seit 1987 durchgeführt. Die Umfrage wird von Donnerstag bis Mittwoch durchgeführt, und die Ergebnisse werden jeden Donnerstag veröffentlicht. Für den Aktienmarkt ist es tendenziell unterstützend, wenn es einen hohen Anteil an Bären und einen geringen Anteil an Bullen gibt. Tendenzuell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 19.11.2020

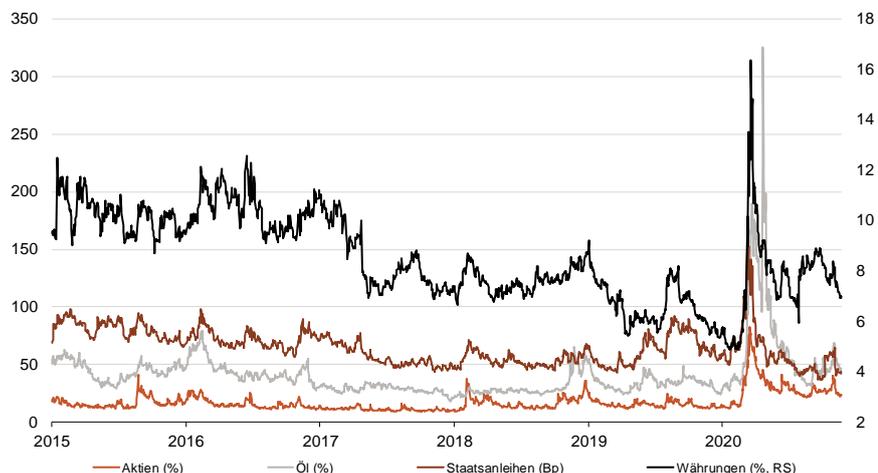
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierte Volatilität der letzten 60 Tage ist vor allem bei Rohstoffen und REITs zuletzt am stärksten angesprungen. Untypischerweise waren dieses Mal die stark steigenden Kurse für den Anstieg der Volatilität verantwortlich.
- Da die Renditen von Unternehmensanleihen im Zuge des Risk-On-Umfelds weniger unter Druck kamen als die von Staatsanleihen, tauschten beide Anlageklassen über die letzten zwei Wochen ihre Plätze.

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: 20.11.2015 - 20.11.2020

Implizite Volatilitäten

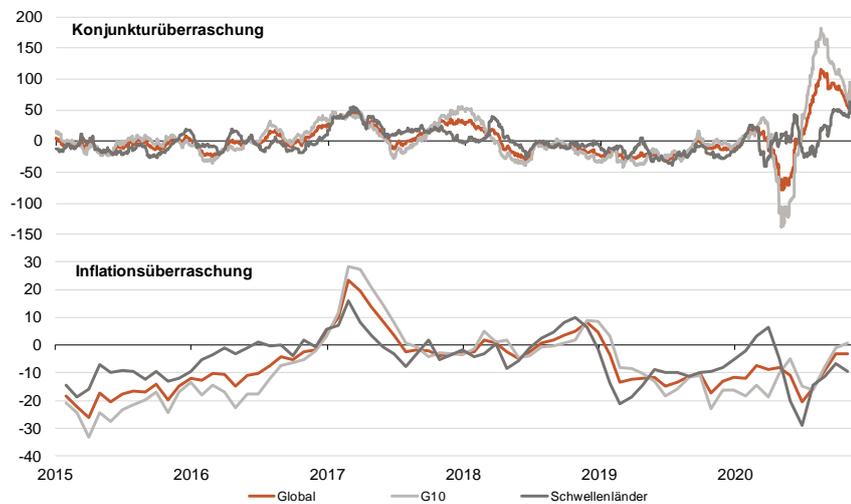


- Die implizite Volatilität ist einzig bei Staatsanleihen in den letzten zwei Wochen angestiegen, da Anleger einen weiteren Renditeanstieg befürchten.
- Der VIX konnte zuletzt die Marke von 25 nach unten durchbrechen und steht damit so tief wie seit Ende August nicht mehr.

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 - 20.11.2020



Global

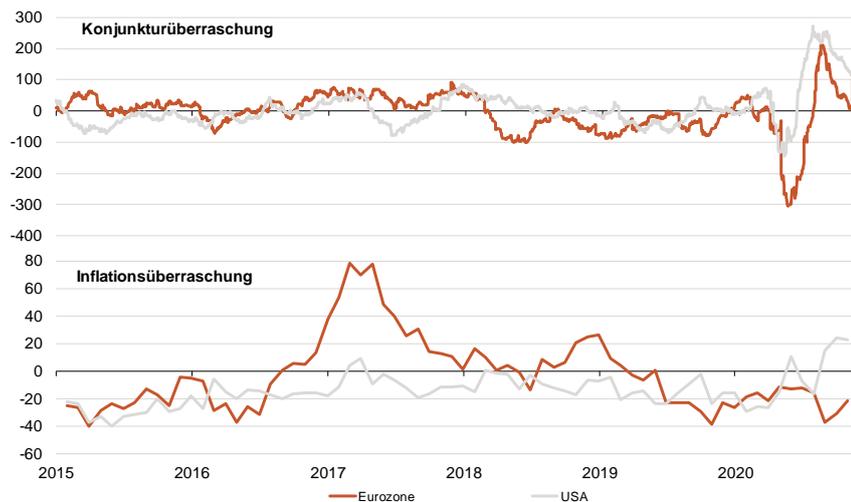


- Die positiven Konjunkturüberraschungen in den Industrienationen (G10) und in den Schwellenländern befinden sich auf einem ähnlichen stabilen Niveau. In den Schwellenländern konnte China mit besser als erwarteten Industrieproduktionsdaten und Exporten überzeugen, während das Wachstum in den Einzelhandelsumsätze zwar deutlich positiv ausgefallen ist, aber leicht unter den Erwartungen lag. Die Industrieproduktion in Indien hatte zuletzt ebenfalls positiv überrascht.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 20.11.2020

Eurozone & USA

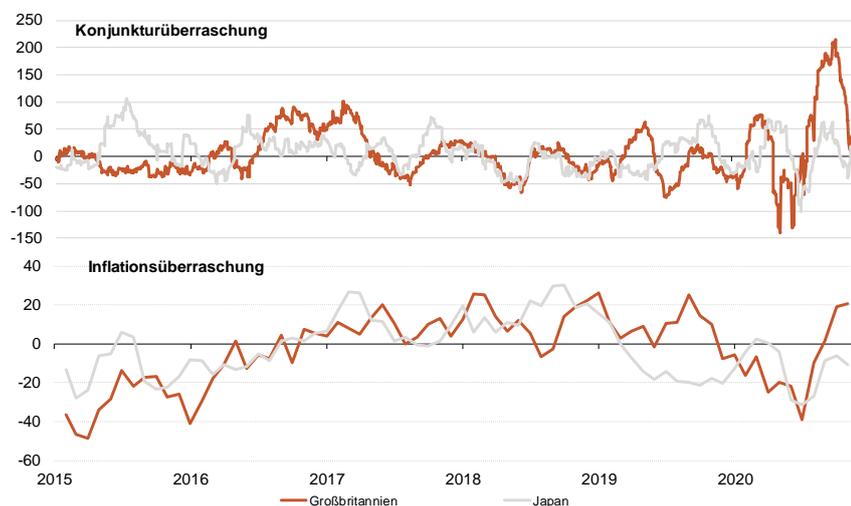


- Die Konjunkturüberraschungen in der Eurozone konnten den Abwärtstrend jüngst brechen. Zwar sind der ZEW-Konjunkturindex für Deutschland und die Industrieproduktionsdaten in Italien schlechter als erwartet ausgefallen, die deutschen Exporte und die französische Industrieproduktionsdaten konnten jedoch positiv überraschen.
- In den USA haben das Verbrauchervertrauen, die Einzelhandelsumsätze und der Empire Manufacturing Index enttäuscht, während die Industrieproduktion, der Philadelphia Fed Index und die Häusermarktdaten positiv überraschten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 20.11.2020

Großbritannien & Japan



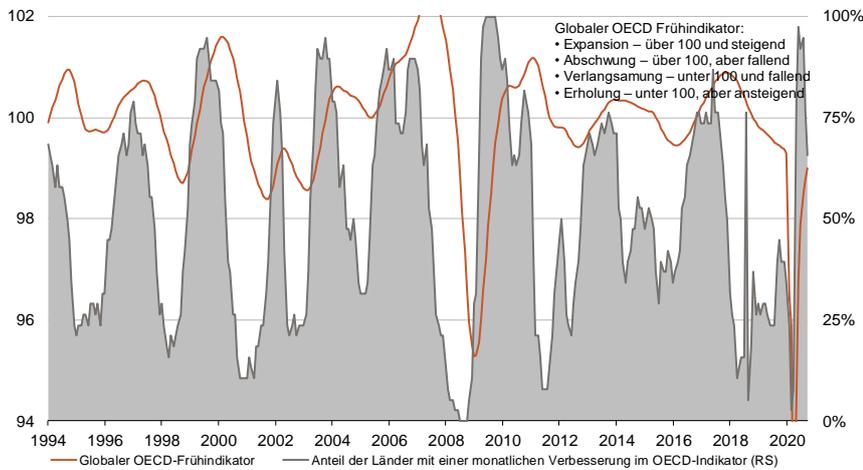
- In Großbritannien haben das Q3-Wirtschaftswachstum, das Verbrauchervertrauen und die Industrieproduktion enttäuscht. Die Einzelhandelsumsätze haben die Erwartungen geschlagen.
- In Japan haben hingegen das Q3-Wirtschaftswachstum und die Maschinenaufträge positiv überrascht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 20.11.2020



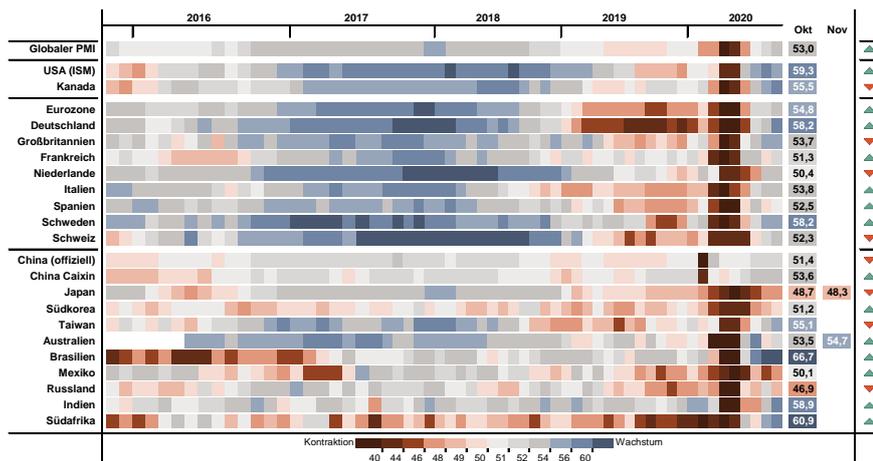
OECD Frühindikator



- Die Folgen weiterer Corona-bedingten Restriktionen in vielen Ländern sind bereits in den Frühindikatoren zu beobachten. Im Oktober sahen nur noch knapp 60% der Länder einen besseren Wert des OECD-Frühindikators als im Vormonat.
- Der globale OCED-Frühindikator ist im Oktober trotz einiger schwächerer Länder jedoch auf über 99 Punkte angestiegen.

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 - 31.10.2020

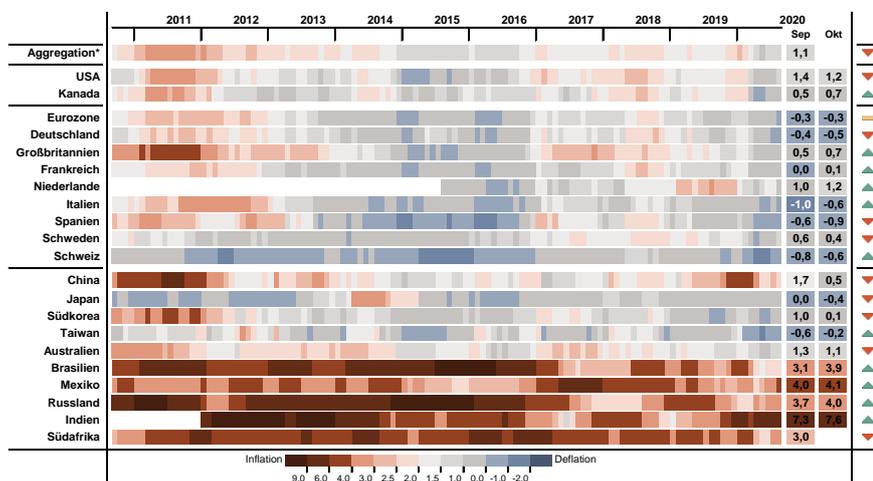
Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Der globale PMI stieg im Oktober auf 53. Die globale Wirtschaft befindet sich somit weiterhin auf dem Erholungspfad.
- Für den Monat November ist der PMI für Japan schlechter und für Australien besser als erwartet ausgefallen.

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: 31.10.2017 - 20.11.2020

Gesamtinflation

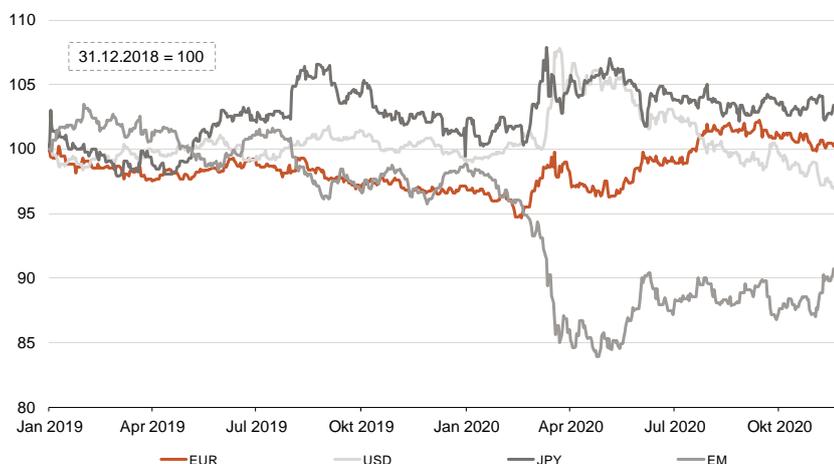


- Die Inflation in den USA hat sich im Oktober mit 1,2% leicht verringert. Die Kosten für medizinische Versorgungsgüter sanken leicht und die Preise für Energie und Transport gingen weiter zurück. Bei Nahrungsmitteln und Unterkünften stiegen die Preise hingegen.
- Die Inflationsrate in China ist im Oktober mit 0,5% wegen einbrechender Schweinefleischpreise stärker gesunken als erwartet.

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: 31.10.2010 - 31.10.2020



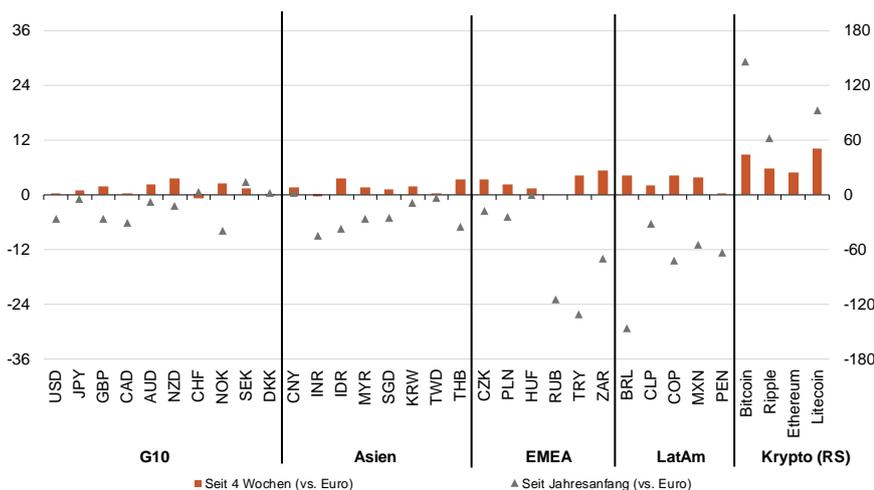
Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Mit einem Impfstoff in Sicht und Biden als weltoffenem US-Präsidenten in spe konnten Schwellenländer-Währungen in den letzten zwei Wochen ihren steilen Aufwärtstrend fortsetzen.
- Die anderen drei hier dargestellten Währungen mussten auf handelsgewichteter Basis Verluste verzeichnen.
- Der japanische Yen verlor zwischenzeitlich fast 2% als Reaktion auf die positiven Impfstoff-Nachrichten, profitierte allerdings in der Folge wieder von steigenden Infektionszahlen.

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 - 20.11.2020

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Der Euro musste sich über die letzten vier Wochen fast allen hier dargestellten Währungen geschlagen geben.
- Während Europa unter Lockdowns leidet, freut sich der Rest der Welt über einen baldigen Impfstoff.
- Die seit Jahresanfang am schwersten getroffenen Währungen profitierten zuletzt am meisten. Die türkische Lira konnte seit ihrem Tief Anfang November über 10% zulegen, da Präsident Erdogan sich endlich willens zeigte, die hohe Inflation durch eine restriktivere Geldpolitik zu bekämpfen.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 20.11.2020

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der EUR/USD-Wechselkurs schwankte in den letzten zwei Wochen seitwärts um die Marke von 1,18. Zwar verlor der Dollar durch den Wahlsieg Bidens an Attraktivität, allerdings setzten die steigenden Infektionszahlen in Europa die hiesige Gemeinschaftswährung ebenfalls unter Druck.
- Die Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen blieb ebenfalls nahezu unverändert bei 1,4%.

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: 01.01.2015 - 31.12.2021



Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (23.10.20 - 20.11.20)	YTD (31.12.19 - 20.11.20)	20.11.19	20.11.18	20.11.17	20.11.16	20.11.15
Energie	-36,8	24,1	-37,1	4,2	8,0	16,4	4,5
Finanzen	-17,6	16,7	-14,0	11,6	-13,9	18,4	-10,5
Value	-14,9	11,7	-12,3	10,9	-6,3	15,8	-6,3
Zyklische Konsumgüter		1,8	5,2	23,3	-9,6	16,3	-9,6
Industrie		8,8	4,6	28,2	-10,1	22,3	-0,4
Telekommunikation	-14,3	7,0	-14,4	4,9	-8,4	7,1	-23,7
Versorger		6,1	15,2	23,5	1,3	20,2	-15,4
Grundstoffe		5,2	5,6	17,1	-7,8	22,6	11,2
Growth		2,0	6,4	24,6	-6,2	17,6	-10,1
Basiskonsumgüter	-3,6	2,7	-1,5	16,9	-3,9	13,4	-9,2
Gesundheit	-0,8	2,6	3,6	21,4	3,0	7,4	-15,2
Informationstechnologie		0,9	10,4	31,7	-8,7	31,2	-3,1

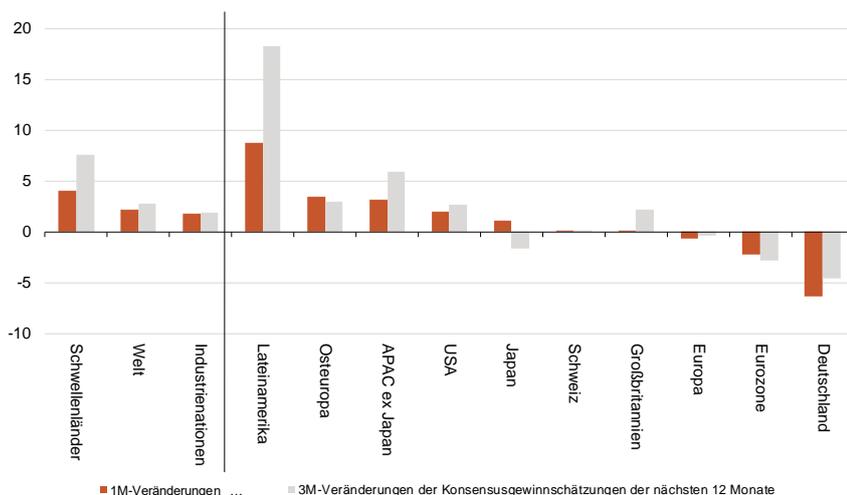
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Früher und besser als erwartete Covid-Impfstoffnachrichten haben die Hoffnung befeuert, dass sich die Konjunktur und die besonders vom Virus betroffenen Sektoren im nächsten Jahr stark erholen können. Entsprechend legten die Value-Sektoren Energie und Finanzen um mehr als 16 Prozent zu.
- Covid-Profiteure wie der Tech-Sektor bewegten sich in den letzten Wochen hingegen kaum.

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: 20.11.2015 - 20.11.2020

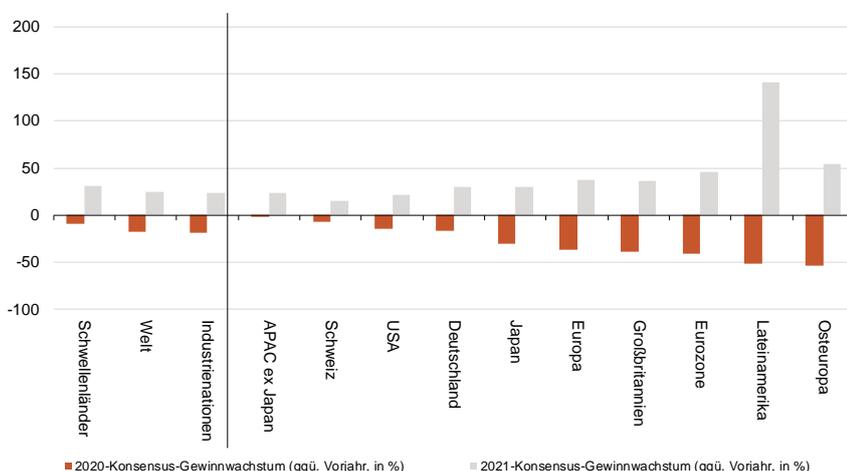
Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen



- Die positive Q3-Berichtsaison sowie die nahende Zulassung eines Covid-Impfstoffs haben zu höheren Gewinnsschätzungen für die meisten Regionen geführt.
- Osteuropa und Lateinamerika profitierte dabei auch von gestiegenen Rohstoffpreisen.
- Die Gewinnsschätzungen für die deutschen Unternehmen wurden hingegen im Zuge des erneuten Teil-Lockdowns etwas nach unten angepasst.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen für die nächsten 12 Monate, in Prozent. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 20.11.2020

Gewinnwachstum

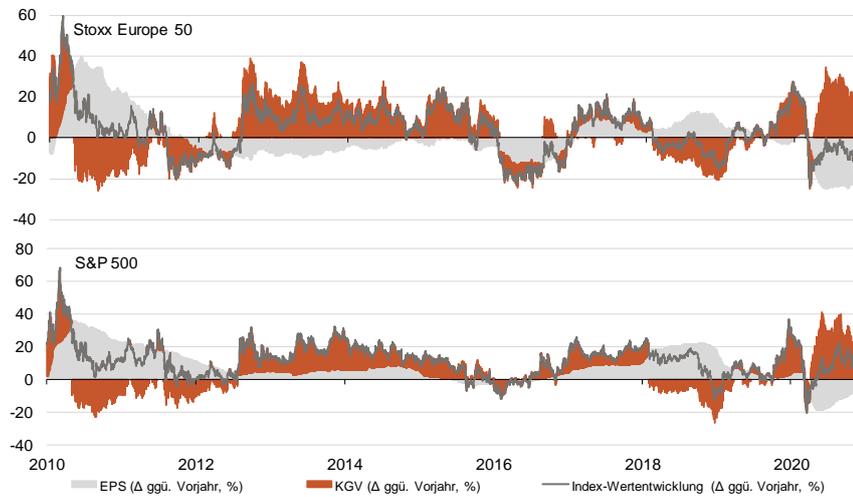


- Nächstes Jahr können sich die meisten Unternehmen auf einen ordentlichen Gewinnanstieg freuen. Die Analysten rechnen damit, dass die Gewinne für die Schwellenländer um mehr als 30% und für die Industrienationen um mehr als 20% steigen werden.
- Die US-Unternehmen dürften im Aggregat Ende 2021 wieder das Gewinnniveau von Ende 2019 erreichen oder sogar übertreffen – laut Konsensus.

Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnsschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 20.11.2020



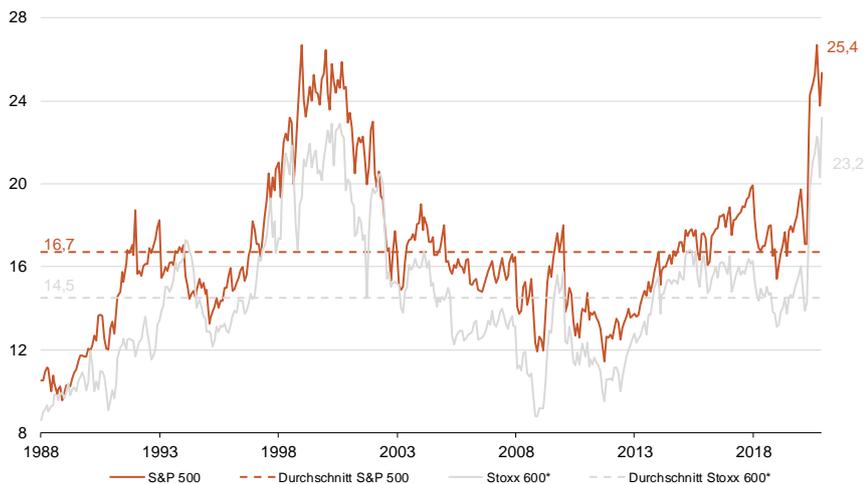
Kontributionsanalyse



- Über die letzten zwölf Monate sind die Aktienmärkte vor allem durch eine Bewertungsausweitung getrieben worden. Die Gewinnschätzungen sind im Vergleich zum Vorjahr sowohl in den USA als auch in Europa gesunken. Das dürfte sich nächstes Jahr ändern.

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: 01.01.2010 - 20.11.2020

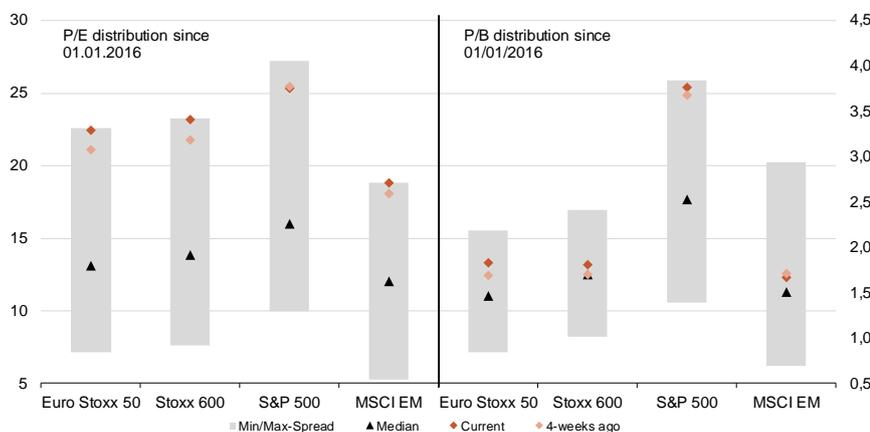
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Aktien in den USA und Europa bleiben zur eigenen Historie ambitioniert bewertet. Das liegt vor allem daran, dass sie durch die derzeitigen Corona-Probleme durchschauen und sich auf die Gewinnerholung der Unternehmen nächstes Jahr konzentrieren.

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 - 20.11.2020

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

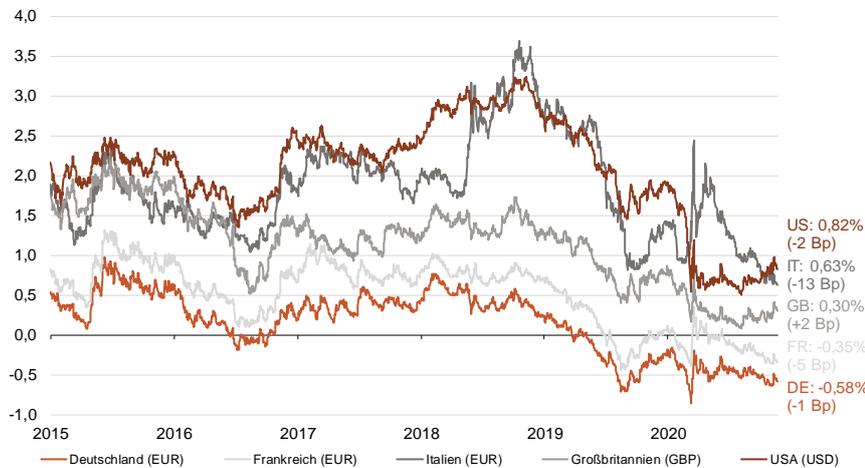


- Der starke Anstieg europäischer Aktienmärkte bei gleichzeitig negativen Gewinnrevisionen hat zu einer starken Bewertungsausweitung für den Euro Stoxx 50 und Stoxx 600 geführt.
- Auf Indexebene sind alle hier betrachteten Regionen teuer zur eigenen Historie bewertet.

Historische Verteilung von Bewertungskennziffern für ausgewählte Aktienregionen seit 2006. Gezeigt werden neben dem aktuellen Wert, der Beobachtung vor vier Wochen und dem historischen Median das Maximum (obere Grenze des grauen Balkens) sowie Minimum (untere Grenze des grauen Balkens).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2006 - 20.11.2020



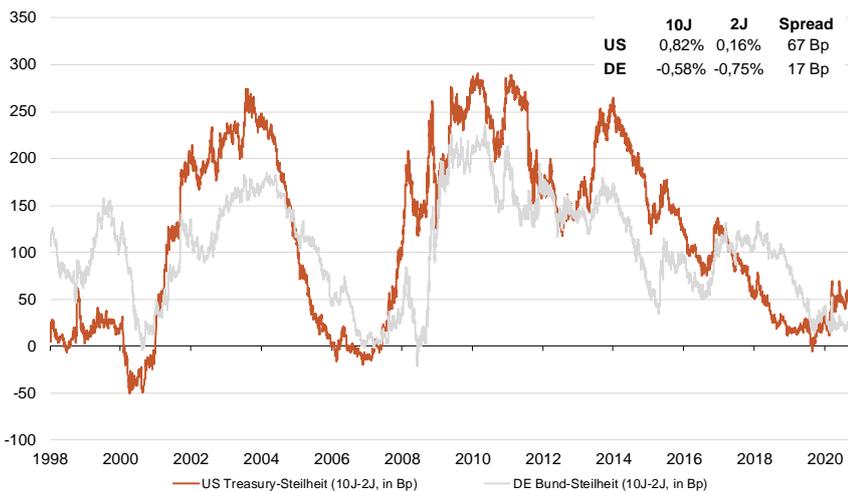
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Die Folgen der Lockdowns und die positiven Impfstoffnachrichten hielten sich die letzten Tage die Waage. Die Renditen auf sichere Staatsanleihen haben sich daher nur wenig bewegt. 10-jährige deutsche Staatsanleihen sahen in den letzten vier Wochen einen Renditerückgang von lediglich einem Basispunkt. Lediglich bei britischen Staatsanleihen gab es einen kleinen Renditeanstieg, da die Hoffnung auf eine Einigung im Brexit-Drama zugenommen hat.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 20.11.2020

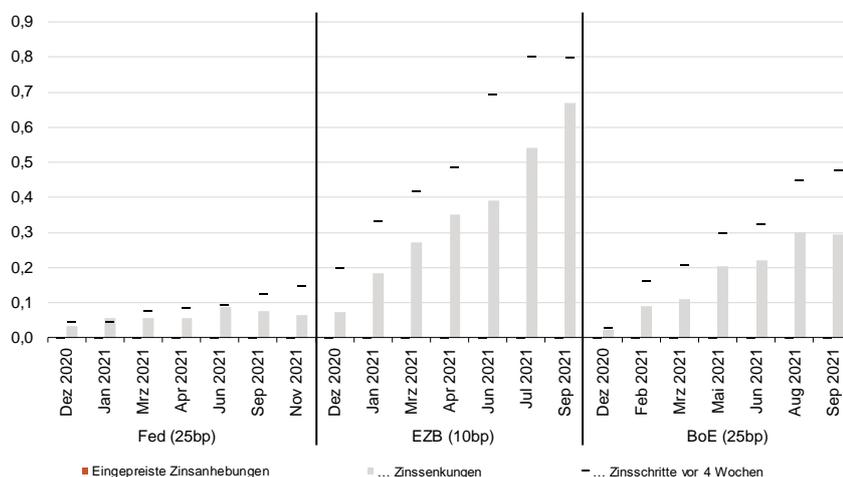
Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Die Steilheit der US-Renditestrukturkurve ist in den letzten zwei Wochen wieder leicht angestiegen und hat jüngst mit 80 Basispunkten den höchsten Wert seit 2018 erreicht.
- Die Steilheit der deutschen Renditestrukturkurve verharrt hingegen weiter unter 20 Basispunkten.

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 - 20.11.2020

Implizite Leitzinsveränderungen

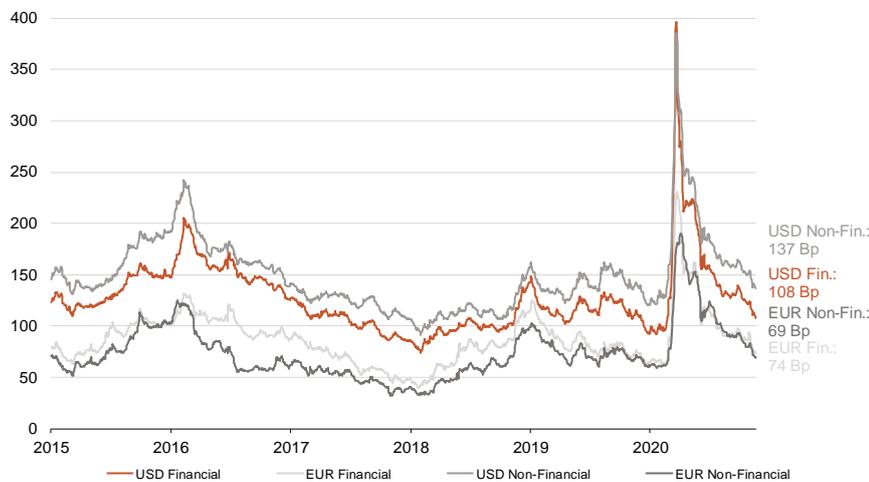


- Eine Zinssenkung der EZB auf der Sitzung im Dezember preist der Markt nur mit rund 10% Wahrscheinlichkeit. Die EZB hat jedoch signalisiert, dass sie länger als bisher erwartet an ihren PEPP-Anleihekäufen festhalten wolle.
- Die positive Entwicklung bei den Brexit-Gesprächen lässt die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung in Großbritannien deutlich sinken. Bis Mitte 2021 liegt diese unter 30%.

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: 23.10.2020 - 20.11.2020



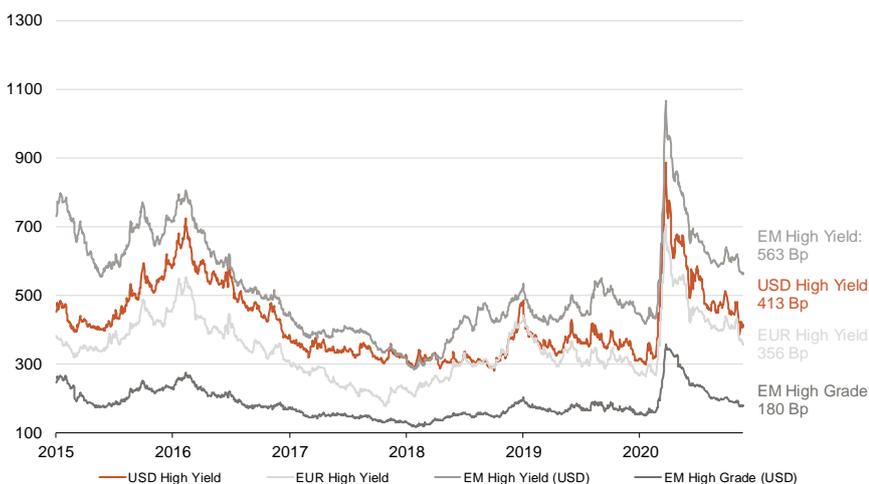
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Der Rückgang der Risikoaufschläge bei IG-Unternehmensanleihen hielt auch in den letzten zwei Wochen an. Die Risikoaufschläge sind im Schnitt um 8 Basispunkte gesunken. Die größte Spreadengung sahen dabei EUR-Nicht-Finanzanleihen mit 10 Basispunkten.
- Die positiven Impfstoffnachrichten sowie langsam fallende Neuinfektionszahlen in Europa führten zu Spreadengungen im Euroraum insbesondere bei Immobilien-, Freizeit- und Transportunternehmen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2015 - 20.11.2020

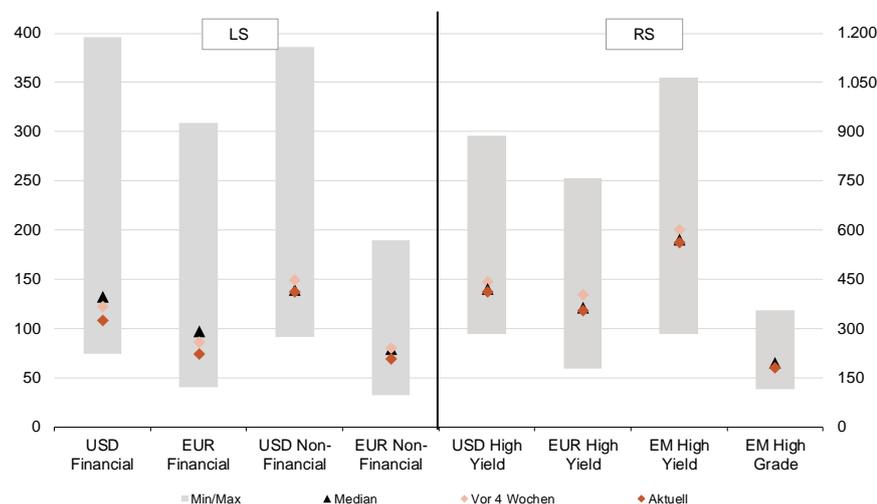
Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Noch wesentlich ausgeprägter war die Spreadengung bei Hochzinsanleihen. USD-Hochzinsanleihen sahen in den letzten zwei Wochen eine Spreadengung von 13 Basispunkten, während es bei EUR- und EM-Hochzinsanleihen sogar über 30 Basispunkte waren.
- Auf USD-Sektorebene sah der Freizeitsektor die größte Spreadengung, während der Transportsektor die größte Spreadausweitung verzeichnete.

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 - 20.11.2020

Historische Verteilung der Credit-Spreads (in Bp)

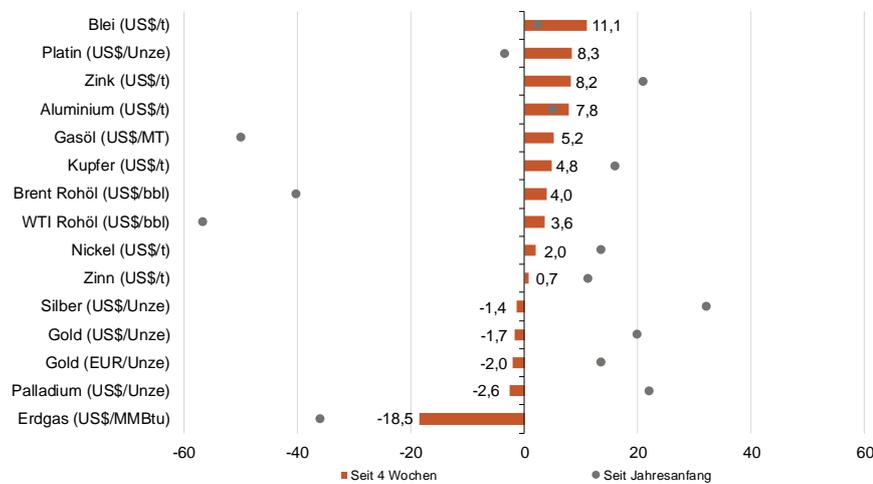


- Durch die jüngst deutliche Spreadengung verzeichnen nun alle Segmente einen Risikoaufschlag unter oder nahe des 10-Jahres-Medians. Aus historischer Sicht ist somit kein Segment mehr günstig. Wir erachten eine weitere Spreadengung jedoch weiterhin als wahrscheinlich, auch wenn das Potenzial begrenzter also noch vor einigen Wochen ist.

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: 20.11.2010 - 20.11.2020



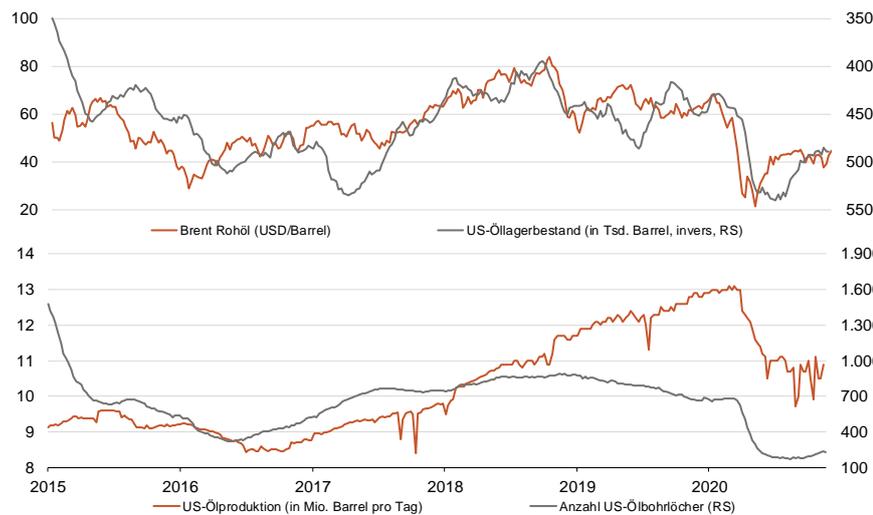
Performance Rohstoffe



- Die großen Gewinner über die letzten vier Wochen waren die Industriemetalle, sodass mittlerweile alle hier dargestellten Metalle seit Jahresbeginn im positiven Bereich notieren. Vor allem die häufig von Investoren nachgefragten Edelmetalle Gold und Silber litten wiederum an dem gestiegenen Risikoappetit.
- Erdgas markierte Ende Oktober dank potenzieller Infrastrukturschäden durch Sturm Zeta und einem voraussichtlich kalten November ein 2-Jahreshoch. Nachdem beides nicht eintrat, fiel es wenig später besonders stark.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 20.11.2020

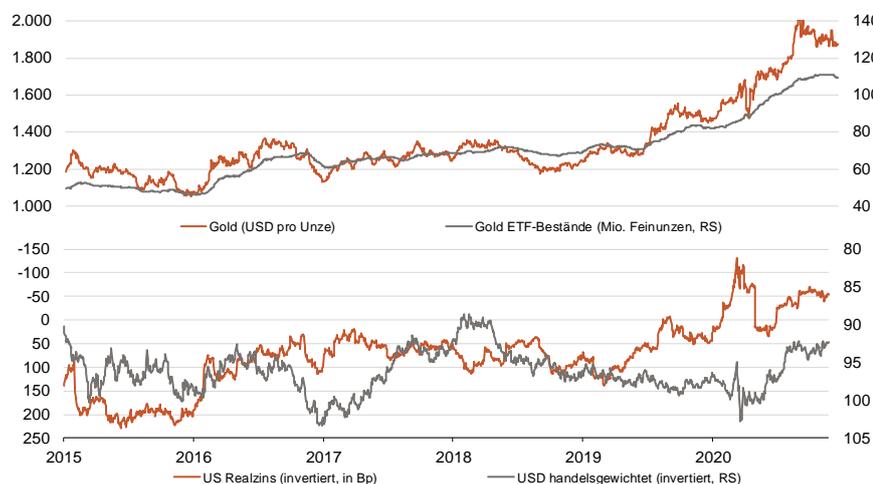
Rohöl



- Die Impfstoff-Nachrichten beflügelten den Ölpreis. Seit Bekanntgabe konnte Rohöl über 10% hinzugewinnen. Von Übertreibung kann allerdings noch nicht die Rede sein. Denn der Ölpreis (Brent) notiert mit 45 USD je Barrel immer noch unter den Hochs vom August.
- Die Erwartungen an das Treffen der OPEC+ Staaten am 1. Dezember sind indessen hoch. Marktteilnehmer erwarten wenigsten eine Verlängerung der aktuellen Kürzungen um weitere drei bis sechs Monate.

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 - 20.11.2020

Gold



- Der Aufwärtstrend bei Gold infolge des Wahlsiegs Bidens hielt nur kurz. Mit den Impfstoff-News und dem Risk-On-Umfeld der Märkte fiel Gold wieder unter die Marke von 1.900 USD je Unze.
- Abseits der gefallenen Unsicherheit dürften mittelfristig steigende Inflation, negative Realzinsen, ein fallender Dollar und steigende Staatsverschuldungen das Edelmetall weiter unterstützen.

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 - 20.11.2020

**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: 23. November 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