

#### Aktueller Marktkommentar

Wachstumsängste sowie Brexit- und Italien-Risiken lasten weiter auf den Märkten. Insbesondere der Ölpreis, Technologiewerte und zyklische Aktien litten (S. 8). Aktienmärkte testeten nochmals die Tiefstände von Oktober, allerdings scheinen sich die wesentlichen Aktienindizes jüngst zu stabilisieren. Pessimismus ist nun stark verbreitet. Die Anzahl pessimistischer Anleger in den USA ist auf über 47% gestiegen (S. 4), das höchste Niveau seit Anfang 2016. Zudem sind spekulative Investoren wieder netto-long in Volatilität positioniert (S.3). Der Aktienmarkt eskomptiert bereits eine weitere, deutliche Abschwächung des Wirtschaftswachstums (Abbildung unten). Ergänzt man einen US-Dollar, der sich von seinem Top entfernt hat, Schwellenländerwährungen und -aktien, die sich erholen, und die taubenhafteren Kommentare regionaler Fed-Präsidenten, ist die von uns erwartete Erholung der Aktienmärkte zum Jahresende und in das neue Jahr hinein weiterhin wahrscheinlich.

#### Kurzfristiger Ausblick

Auch nach dem EU-Sondergipfel bleibt der Brexit ein Risikofaktor, da das Verhandlungsergebnis noch im britischen Parlament verabschiedet werden muss. Auch das eingeleitete EU-Defizitverfahren gegen Italien und dessen Haushaltsentwurf für 2019 dürfte noch für längere Zeit für Unruhe sorgen. Marktteilnehmer sollten ihren Blick jedoch zunächst auf das G-20-Treffen in Argentinien richten, an dessen Rand die USA und China über Handelsfragen sprechen werden. Fortschritte bei den Verhandlungen könnten eine weitere Eskalation des Handelsstreits mit einer Anhebung der US-Zölle zum Jahreswechsel verhindern.

Diese Woche dürften das deutsche und US-amerikanische Verbrauchervertrauen, Daten zur amerikanischen Einkommens-, Preis- und Arbeitslosenentwicklung sowie europäische Verbraucherpreise im Fokus stehen. Die Aufmerksamkeit richtet sich zudem auf das OPEC-Meeting am 6.12. und die Frage, ob und wie stark die Ölfördermenge reduziert wird, um das Überangebot und den Preisverfall einzudämmen.

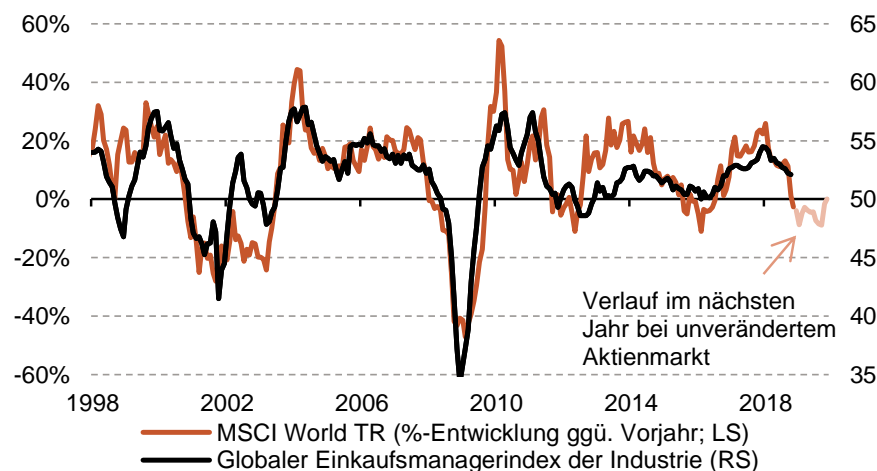
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Brexit, Italien und der Handelsstreit zwischen den USA und China dominieren die Schlagzeilen.*

*Inflations- und Wachstumsdaten sowie das OPEC-Meeting sind im Fokus.*

#### Aktienmarkt preist bereits deutliche Wachstumsabschwächung ein



- Der globale Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie als Indikator für das Wirtschaftswachstum weist einen starken Gleichlauf mit der Entwicklung des globalen Aktienmarktes auf.
- Mit den jüngsten Verlusten preisen Aktien bereits einen weiteren deutlichen Rückgang des globalen PMI auf oder unter das Stagnationsniveau von 50 ein.
- Bei einer Entwicklung des PMI wie in 2011/12 oder 2015/16, d.h. eine Wachstumsabschwächung aber keine Rezession, haben Aktien Aufwärtspotential.

01.01.1998 - 30.11.2019  
Quelle: Bloomberg, Stand: 23.11.2018



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.10.18 - 23.11.18)	YTD (31.12.17 - 23.11.18)	23.11.17	23.11.16	23.11.15	23.11.14	22.11.13
			23.11.18	23.11.17	23.11.16	23.11.15	23.11.14
REITs		4,2	1,2	-0,4	-1,9	16,5	26,8
Aktien Emerging Markets	-9,3	2,9	-10,0	22,7	4,8	0,1	11,4
Aktien Frontier Markets	-9,7	2,2	-7,6	15,0	-1,4	-1,5	25,4
Globale Wandelanleihen		0,7	1,6	5,6	4,4	14,9	15,2
USD/EUR-Wechselkurs		0,6	4,5	-11,0	0,8	16,5	9,4
Aktien Industrienationen		0,3	2,5	9,1	3,4	16,1	19,3
Globale Staatsanleihen		0,3	1,6	-5,1	3,9	11,6	7,7
Eonia	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,1
Globale Unternehmensanleihen	-0,1	1,6	0,8	-3,0	3,4	12,5	13,2
Gold	-0,2	-0,5	-1,0	-3,2	12,0	3,7	5,7
Industriemetalle	-10,7	-1,8	-7,5	3,5	34,3	-25,4	15,1
Brent	-23,7	-0,9	3,8	7,2	-8,1	-44,3	-19,6

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.

- Auf Sicht von vier Wochen führen REITs die Gewinnerliste an, gefolgt von Aktien der Emerging und Frontier Markets.
- Trotz der jüngsten Verluste notierten die meisten Anlageklassen im Vormonatsvergleich nahezu unverändert. Aktien der Industrieländer gewannen leicht hinzu.
- Industriemetalle litten unter Konjunktursorgen, während der Ölpreis wegen des Öl-Überangebots und abnehmender Positionierungen abstürzte.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.11.2013 - 23.11.2018

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.10.18 - 23.11.18)	YTD (31.12.17 - 23.11.18)	23.11.17	23.11.16	23.11.15	23.11.14	22.11.13
			23.11.18	23.11.17	23.11.16	23.11.15	23.11.14
MSCI EM Asien	-10,2	4,7	-11,9	27,1	4,6	8,4	15,0
MSCI EM Osteuropa		3,7	2,0	16,3	8,5	-1,7	-13,8
Stoxx Europa Defensiv		2,8	2,2	13,0	-12,9	10,4	16,6
Topix		2,1	-4,4	12,4	2,3	30,2	7,6
Russell 2000		1,0	3,4	2,5	16,1	19,0	15,4
Stoxx Europa 50	-6,1	0,7	-5,8	16,1	-10,3	9,6	9,6
MSCI Großbritannien	-5,8	0,6	-2,2	12,9	12,4	-3,9	4,6
Stoxx Europa Small 200	-8,9	0,4	-6,7	21,4	-6,0	19,6	7,2
Euro Stoxx 50	-8,2	0,1	-9,9	20,7	-9,4	10,6	7,4
DAX	-13,4	-0,1	-14,0	22,0	-3,9	14,0	5,6
Stoxx Europa Zyklisch	-12,3	-0,2	-11,1	19,2	-3,9	9,3	6,7
S&P 500		-0,3	7,5	7,6	8,7	20,4	27,5

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; Topix: Topix TR (japanische Aktien); Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; Russell 2000: Russell 2000 TR (US Small Caps); Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclical TR; Stoxx Europa Defensiv: Stoxx Europe Defensives TR; DAX: DAX TR; MSCI Großbritannien: MSCI UK TR; MSCI EM Asien: MSCI EM Asia TR; MSCI EM Osteuropa: MSCI EM Eastern Europe TR.

- Innerhalb der Anlageklassen Aktien entwickelten sich Schwellenländer und defensive europäische Aktien am besten. Diese gewannen über die letzten vier Wochen leicht hinzu.
- Der S&P500, der seit Jahresbeginn die beste Wertentwicklung aufweist, litt zuletzt aufgrund der starken Korrektur des IT-Sektors unter den größten Verlusten.
- Aufgrund der Wachstumsorgen verzeichneten zyklische europäische Aktien und der Dax zwischenzeitlich spürbarere Verluste.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.11.2013 - 23.11.2018

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.10.18 - 23.11.18)	YTD (31.12.17 - 23.11.18)	23.11.17	23.11.16	23.11.15	23.11.14	22.11.13
			23.11.18	23.11.17	23.11.16	23.11.15	23.11.14
EM-Staatsanleihen (lokal)		1,8	0,9	1,5	3,0	3,0	10,6
Italienische Staatsanleihen	-5,4	0,9	-6,8	4,6	-1,7	7,2	13,1
US-Staatsanleihen		0,3	-1,6	2,4	1,1	1,6	3,5
USD Unternehmensanleihen		0,0	0,9	-4,7	4,8	17,6	16,3
Deutsche Staatsanleihen		1,7	1,0	-0,4	2,9	3,0	7,7
EM-Staatsanleihen (hart)		-0,2	1,8	-2,5	7,4	16,0	14,3
Britische Staatsanleihen	-0,4	-0,5	0,5	-1,2	-11,1	17,6	15,8
USD Hochzinsanleihen	-0,6	6,0	4,8	-3,6	11,1	11,8	13,9
EUR Finanzanleihen	-0,7	-1,6	-1,8	4,2	2,7	1,3	7,0
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,8	-1,3	-1,6	2,9	3,9	0,0	7,8
EUR Inflationsind. Anleihen	-2,7	-1,1	-3,1	4,3	0,0	2,1	4,6
EUR Hochzinsanleihen	-2,5	-1,4	-2,6	6,8	3,4	2,4	5,0

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.

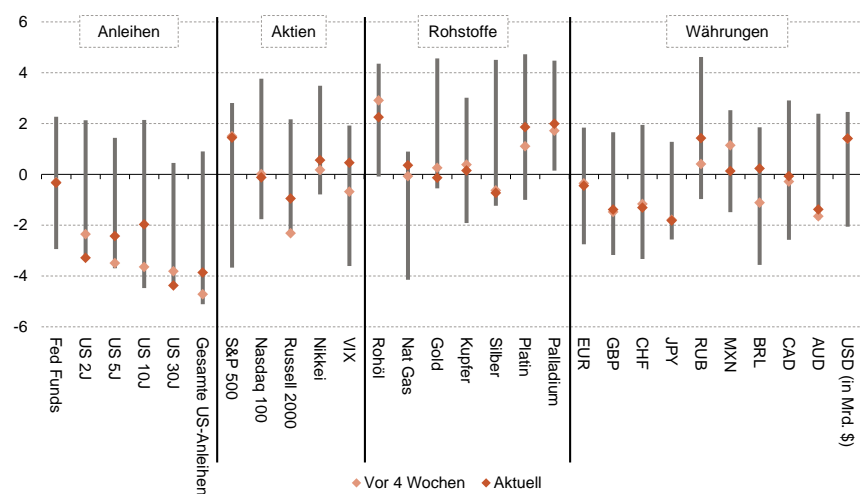
- Innerhalb von Anleihen schnitten lokale Schwellenländer-Staatsanleihen sowie US- und italienische Staatsanleihen am besten ab.
- USD- und EUR Unternehmensanleihen verloren aufgrund von steigenden Risikoprämien im Zuge aktueller Wachstumssorgen. Diese Entwicklung war bei USD- und EUR-Hochzinsanleihen noch stärker ausgeprägt, sodass diese deutlicher an Wert verloren.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.11.2013 - 23.11.2018



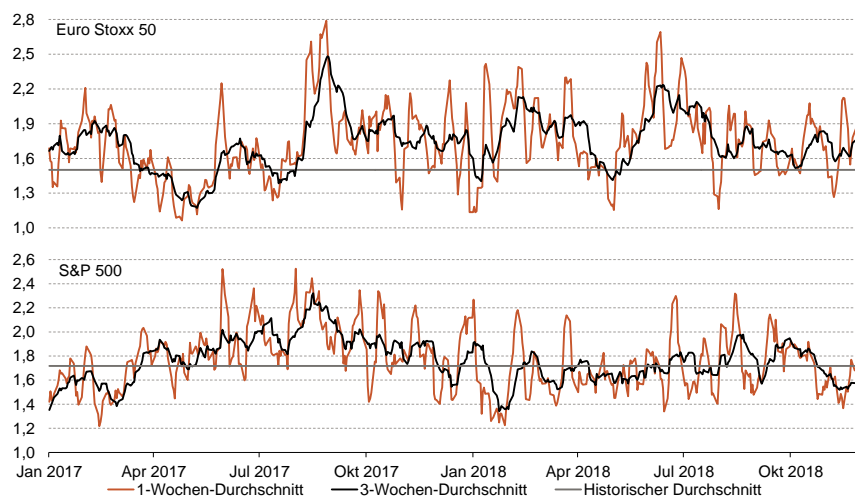
Spekulative Positionierung



- Bei 10-jährigen US-Anleihen haben Anleger ihre Short-Positionen deutlich reduziert und zu fallenden Renditen beigetragen.
- Risikopositionen wurden angesichts der höheren Volatilität zuletzt zurückgefahren. Die VIX-Future-Position ist in den netto-long Bereich gedreht.

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: 23.11.2008 - 20.11.2018

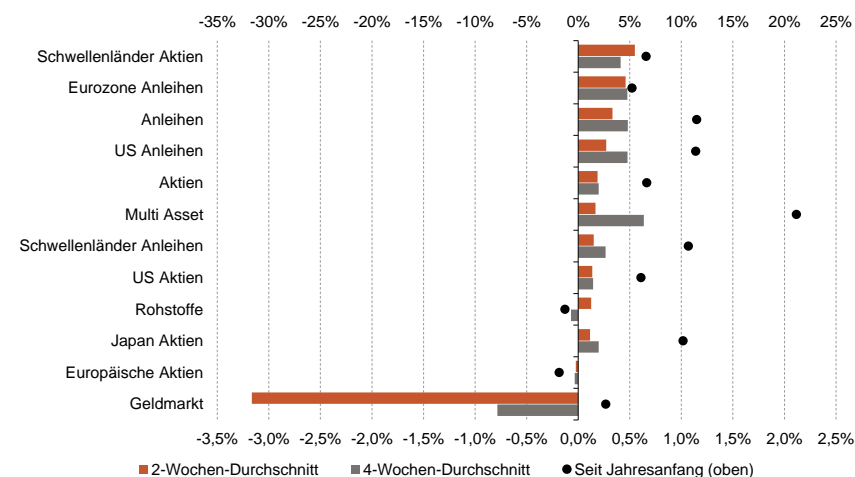
Put-Call-Ratio



- Die Put-Call-Ratios des Euro Stoxx 50 sind zuletzt wieder gestiegen. Der 1- und 3-Wochen-Durchschnitt liegen auf einem historisch erhöhten Niveau und signalisieren einen leichten Pessimismus.
- In den USA sind die Durchschnitte der Put-Call-Ratios ebenfalls gestiegen. Allerdings liegt der 3-Wochen-Durchschnitt unterhalb des historischen Durchschnitts und signalisiert somit keinen ausgeprägten Pessimismus.

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 - 23.11.2018

ETF-Flüsse

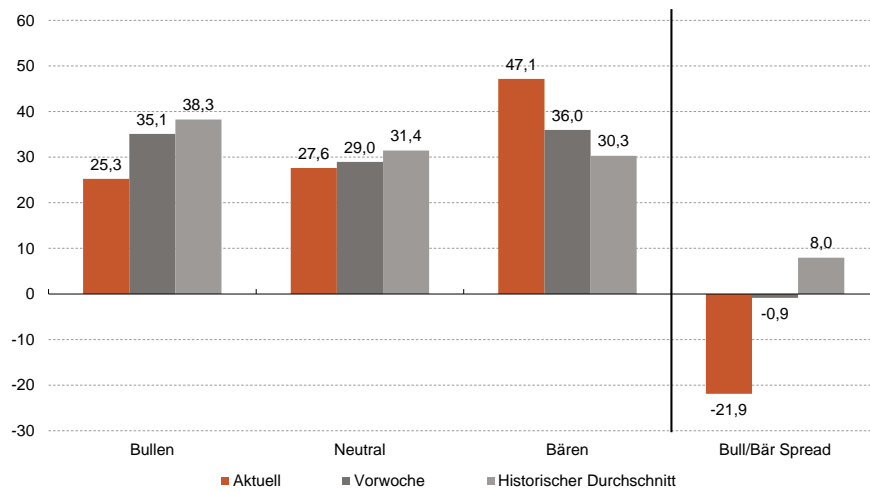


- Anleger scheinen die aktuellen Niveaus als Kaufgelegenheit in fast allen Anlageklassen zu sehen. Sie zogen Mittel aus dem Geldmarkt ab. Schwellenländer-Aktien und Multi-Asset-Produkte verzeichneten die größten ETF-Zuflüsse.
- Hinsichtlich der Aktien-Regionen haben Anleger die Schwellenländer und die USA präferiert. Europäische Aktien verzeichneten hingegen sogar leichte ETF-Abflüsse.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2017 - 23.11.2018



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

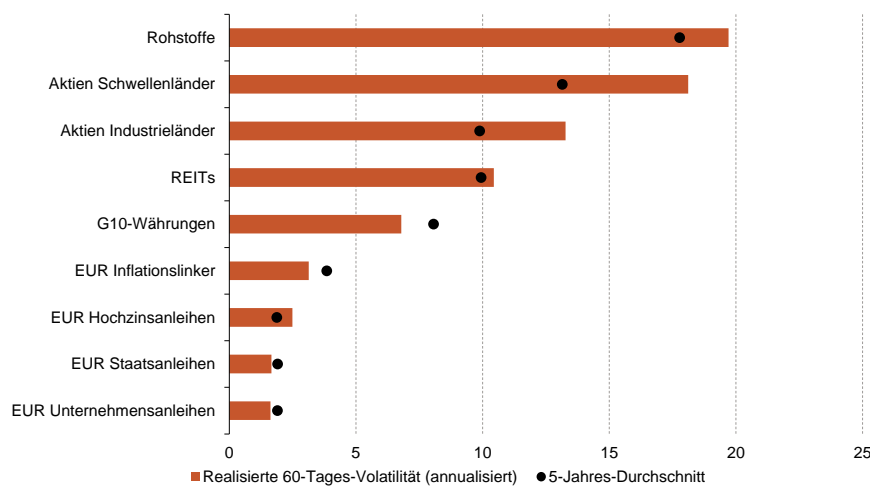


- Das Sentiment von US-Privatanlegern hat sich mit den Kursverlusten deutlich verschlechtert. Der Anteil an Bären ist so hoch wie zuletzt Anfang 2016.
- Der deutlich höhere Anteil an Pessimisten als an Optimisten signalisiert, dass bereits viele negative Nachrichten an den Märkten eingepreist scheinen.

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 - 23.11.2018

**Realisierte Volatilitäten**

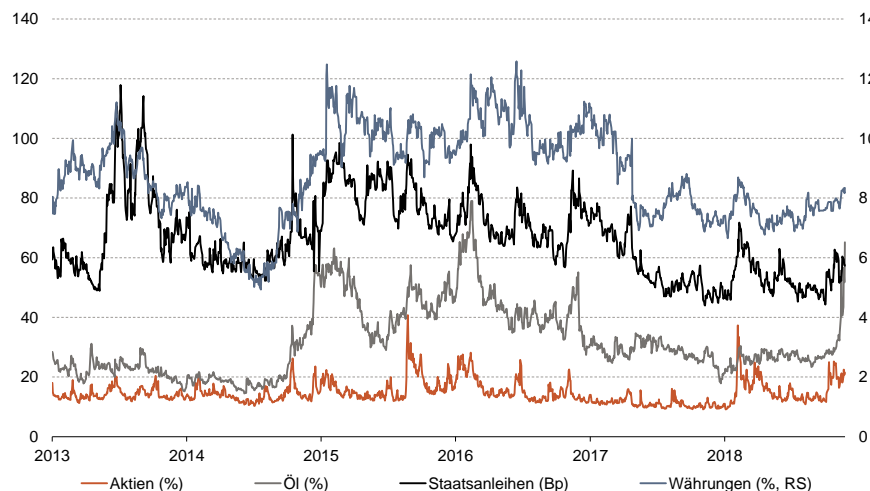


- Rohstoffe sind nun die schwankungsanfälligste Anlageklasse aufgrund der jüngsten Ölpreissprünge, dicht gefolgt von Schwellenländeraktien.
- Bei Rohstoffen, Aktien der Schwellen- und Industrieländer, bei REITs und bei EUR Hochzinsanleihen liegt die realisierte Volatilität über dem eigenen 5-Jahresdurchschnitt.
- EUR Unternehmens- und Staatsanleihen weisen von den hier dargestellten Anlageklassen die geringste Volatilität aus.

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: 06.04.2013 - 23.11.2018

**Implizite Volatilitäten**



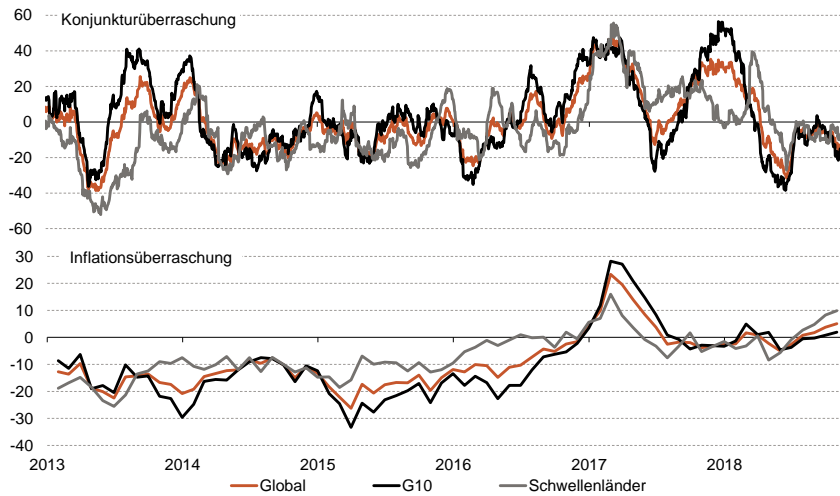
- Mit dem jüngsten Preissturz ist die implizite Volatilität bei Öl regelrecht explodiert. Im Zuge des Risk-Off-Umfelds ist jedoch auch die Volatilität bei Aktien und Staatsanleihen gestiegen.
- Die zahlreichen schwelenden politischen Risiken und die nachlassende Zentralbankunterstützung dürften zu vermehrten Volatilitätsspitzen führen.

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: 01.01.2013 - 23.11.2018



## Global

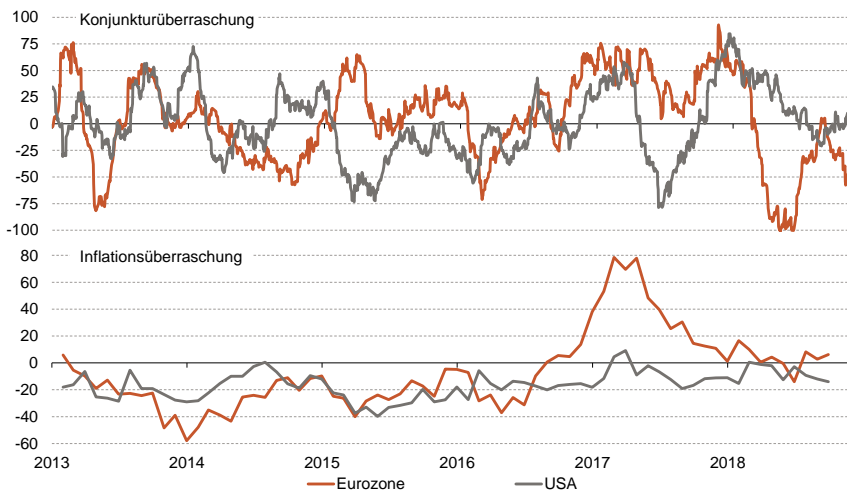


- Die Konjunkturdaten in den G10-Ländern wie auch in den Schwellenländern und auf globaler Ebene haben weiterhin nach unten überrascht. Das negative Niveau von vor zwei Wochen konnte jedoch grob gehalten werden.
- Schwellenländer: Die Wirtschaft in Thailand ist in Q3 mit 3,3% langsamer als erwartet gewachsen und in der Türkei um 2,7% im Jahresvergleich gefallen. Auf der anderen Seite ist die Industrieproduktion in China im Oktober um 5,9% gestiegen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 23.11.2018

## Eurozone & USA

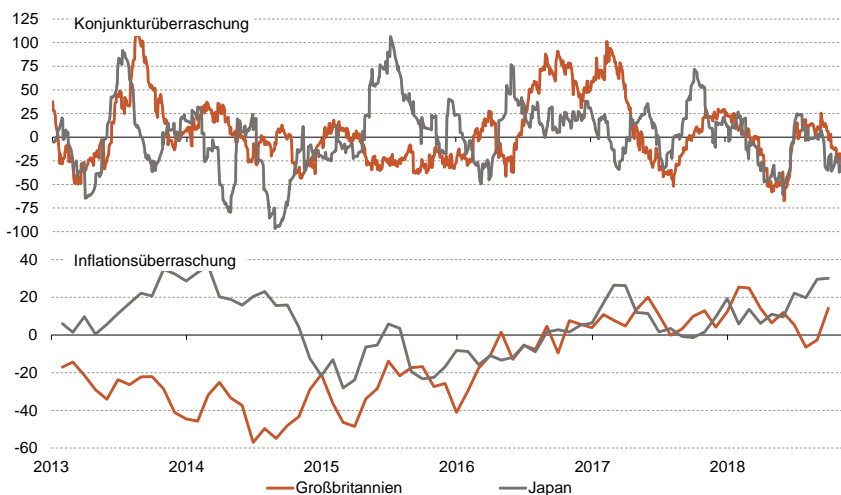


- Die Kluft zwischen der US- und den Eurozonen-Konjunktur bleibt bestehen. Die Konsumenten und die Industrie in den USA sind weiterhin in Hochstimmung, während Deutschland im dritten Quartal mit -0,2% das erste Mal seit März 2015 ein negatives Wirtschaftswachstum gegenüber dem Vorquartal aufwies.
- Die Inflationsdaten in den USA liegen weiterhin unter den Erwartungen. Inflationsdruck könnte jedoch durch steigende Löhne aufkommen, welche im Oktober um 3,1% im Jahresvergleich gestiegen sind.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 23.11.2018

## Großbritannien & Japan



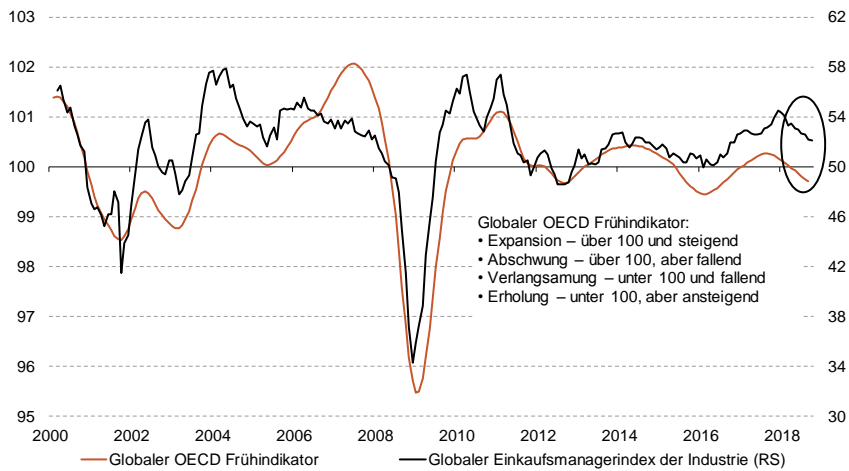
- Das Q3-BIP in Japan ist wie erwartet um 0,3% ggü. dem Vorquartal gefallen und die Oktober-Exporte sind um 8,2% im Jahresvergleich gestiegen.
- In Großbritannien ist die Arbeitslosenquote im September auf 4,1% (erw. 4,0%) gestiegen.

Die Citigroup Economic Surprise Indices 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: 01.01.2013 - 23.11.2018



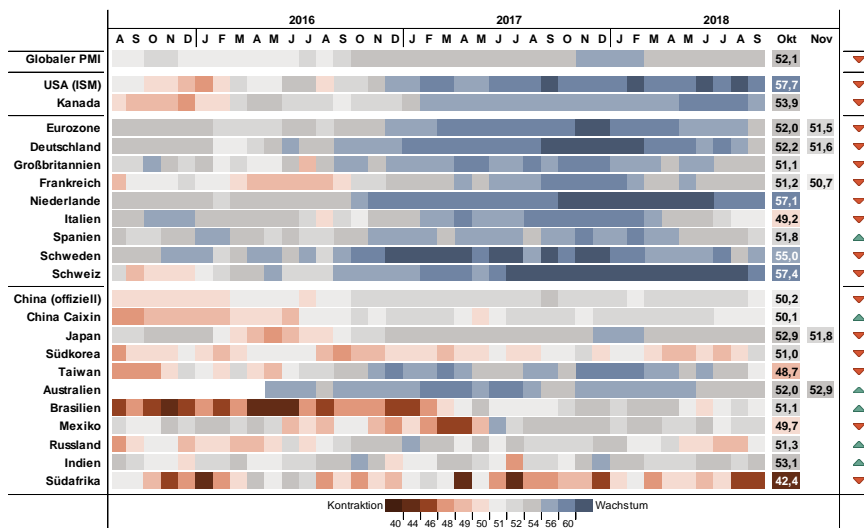
## OECD Frühindikator & Einkaufsmanagerindex



- Frühindikatoren dürften vorerst weiter nachgeben, so sind beispielsweise die europäischen Einkaufsmanagerindices im November weiter gefallen.
- Hoffnung auf eine Erholung machen Entwicklungen wie bereits wieder steigende Häuserpreise in China. Diese legen nahe, dass die monetäre und fiskalische Stimulierung dort zu Greifen beginnt.

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: Bloomberg, Zeitraum: 31.01.2000 - 23.11.2018

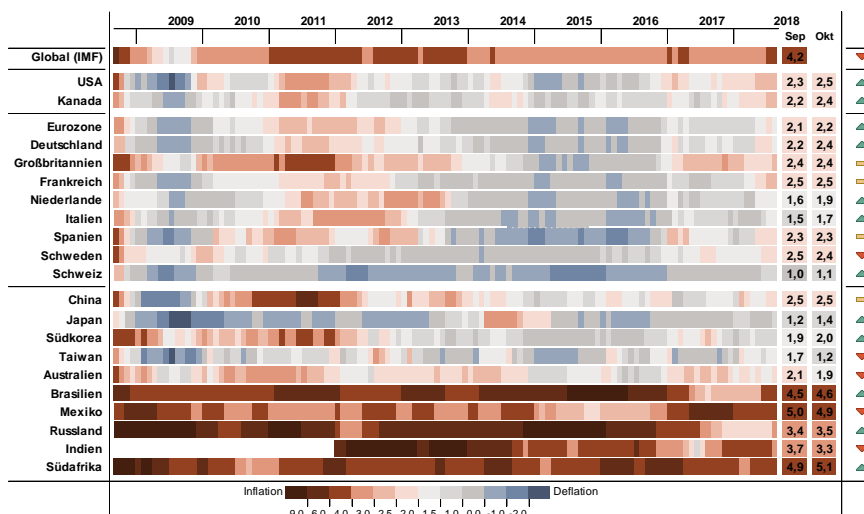
## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Die globale Industriestimmung hat sich leicht abgeschwächt, signalisiert jedoch weiterhin ein solides Wachstum.
- In China hat sich die Stimmung nahe der 50er-Schwelle stabilisiert.
- Italien, Taiwan und Mexiko fallen mit Werten unter 50 negativ auf.

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: 31.07.2015 - 23.11.2018

## Gesamtinflation

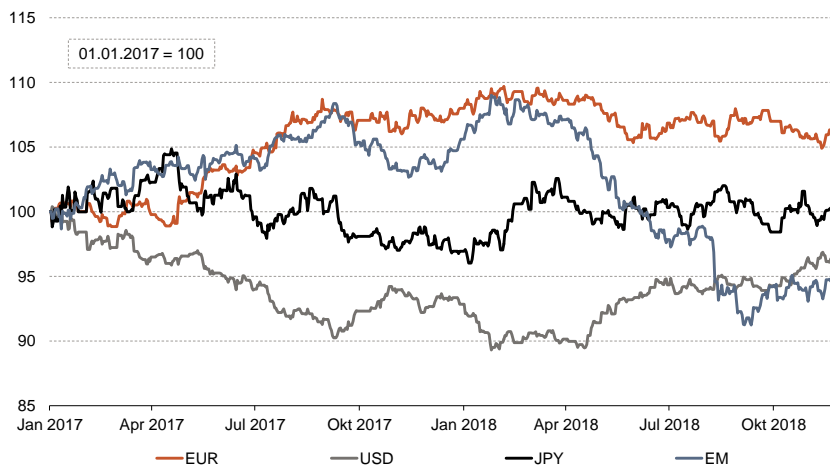


- Die globale Inflation ist im September auf 4,2% gestiegen, womit sich der Trend von steigenden Preisen fortsetzt.
- Nicht nur Europa, sondern auch die USA erlebten im Oktober steigende Preise im Vergleich zum Vorjahr, insbesondere durch den Ölpreis. Die Oktober-Inflation in den USA lag mit 2,5% deutlich über dem September-Wert von 2,3%.

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.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.10.2008 - 23.11.2018



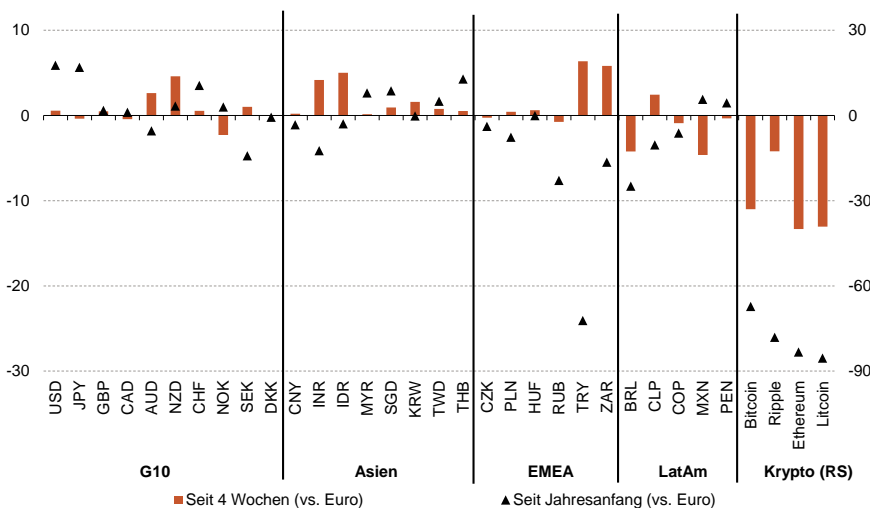
## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Der handelsgewichtete US-Dollar notiert weiterhin fest, hat seit seinem Top jedoch leicht abgewertet, unter anderem auch zum Euro.
- Das britische Pfund wertete aufgrund des Widerstands gegenüber dem Brexit-Verhandlungsergebnis ab. Davon profitierte der Euro zusammen mit geringeren Sorgen um Italien.
- Der japanische Yen wertete an Tagen mit höherer Risikoaversion auf.

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: 01.01.2017 - 23.11.2018

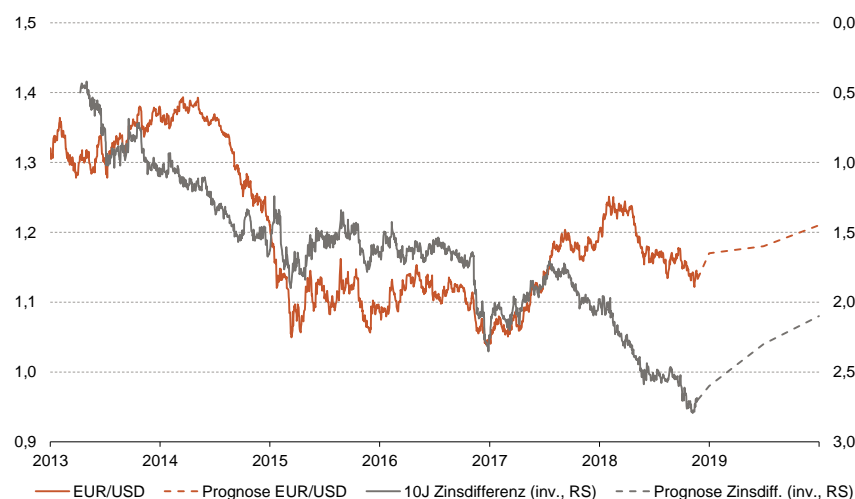
## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Gegenüber den Währungen der G10-Länder zeigte sich der Euro stabil. Die norwegische Krone kam mit dem Ölpreis unter Druck, während der australische und neuseeländische Dollar zum Euro aufwerteten.
- Die asiatischen Währungen notieren auf 4-Wochen-Sicht zum Euro fester. Die türkische Lira erholte sich weiter.
- Kryptowährungen gerieten weiter unter Druck und haben in den letzten vier Wochen nochmals rund 30% verloren.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 23.11.2018

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs hat sich nach seinem zwischenzeitlichen Tief bei 1,12 auf 1,14 erholt.
- Die jüngsten Aktienmarkturbulenzen und einzelne schwächere US-Konjunkturdaten haben Spekulationen über einen langsameren US-Zinserhöhungszyklus befeuert. Damit wurde die jüngste US-Dollar-Stärke unterbrochen. Zugleich gab es keinen neuerlichen Gegenwind für den Euro durch den Brexit und Italien.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigend Bundesanleihen.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 31.12.2019



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.10.18 - 23.11.18)	YTD (31.12.17 - 23.11.18)	23.11.17	23.11.16	23.11.15	23.11.14	22.11.13
			23.11.18	23.11.17	23.11.16	23.11.15	23.11.14
Telekommunikation	-8,5	7,9	-7,1	6,6	-22,9	17,8	13,6
Gesundheit		3,8	3,2	11,2	-17,0	15,0	23,0
Versorger		2,3	0,0	19,0	-13,4	2,3	17,7
Finanzen	-14,1	1,4	-12,8	17,1	-9,5	10,1	8,5
Growth		-5,3	-5,1	18,0	-10,0	19,3	10,2
Zyklische Konsumgüter	-8,5	1,0	-7,2	15,9	-9,3	18,7	6,5
Value	-7,3	0,4	-6,3	14,8	-4,8	4,2	9,0
Basiskonsumgüter	-3,7	0,1	-3,6	14,2	-9,0	25,0	10,9
Industrie	-9,0	0,0	-8,6	20,7	0,9	14,2	3,0
Informationstechnologie	-3,8	1,5	-7,1	30,2	-1,8	21,3	7,6
Grundstoffe	-11,2	-2,3	-9,0	19,7	14,7	-3,9	4,8
Energie	-4,2	2,1	5,0	14,2	7,8	-9,5	3,5

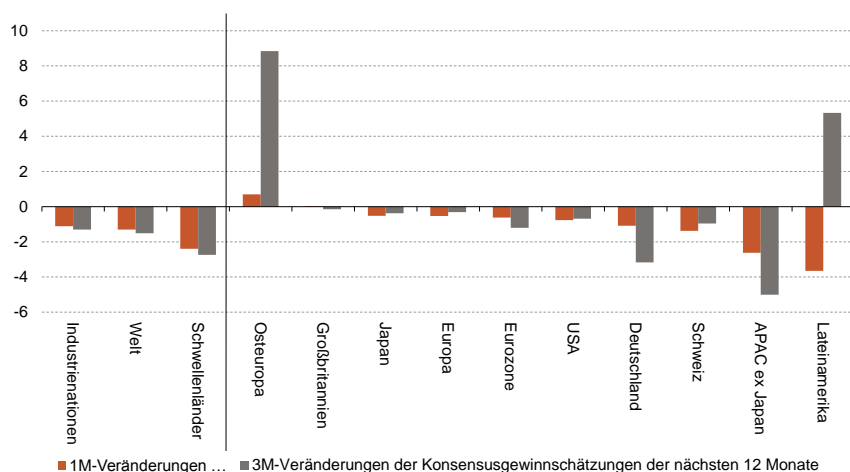
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- In den letzten vier Wochen waren bei europäischen Aktien defensive Sektoren gesucht. Insbesondere die Sektoren Telekommunikation, Gesundheit und Versorger konnten zulegen.
- Große Verluste erlitten die Sektoren Grundstoffe und IT, die besonders unter den Wachstumssorgen leiden. Der Energiesektor gab zusammen mit dem Ölpreis nach.

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: 22.11.2013 - 23.11.2018

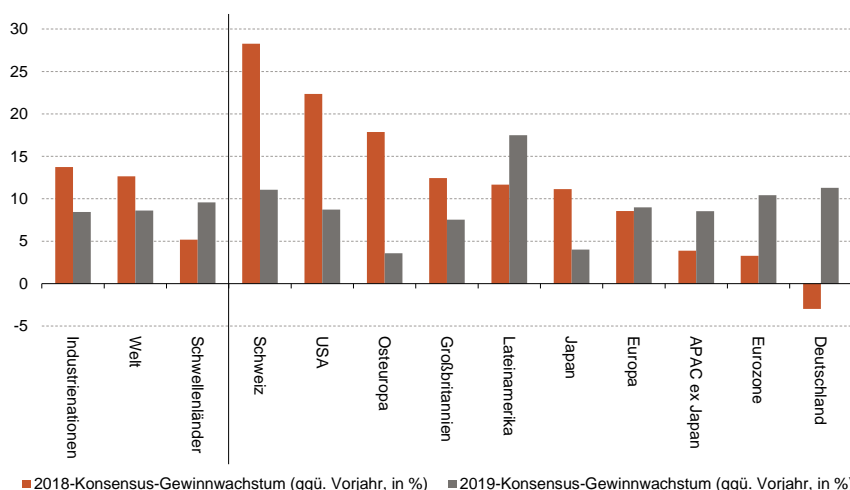
## Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen



- Sowohl für die aggregierten Industrieländer als auch Schwellenländer bleiben die Gewinnrevisions negativ.
- Auf drei Monatssicht haben sich die Gewinnsschätzungen insbesondere für Osteuropa und Lateinamerika verbessert. Hier zeigt sich der abnehmende Druck auf die Schwellenländer und eine Stabilisierung der Währungen.
- Für Japan und die USA haben sich die Gewinnaussichten mit leichten Reduktionen der Schätzungen eingetrübt.

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: 23.11.2018

## Gewinnwachstum



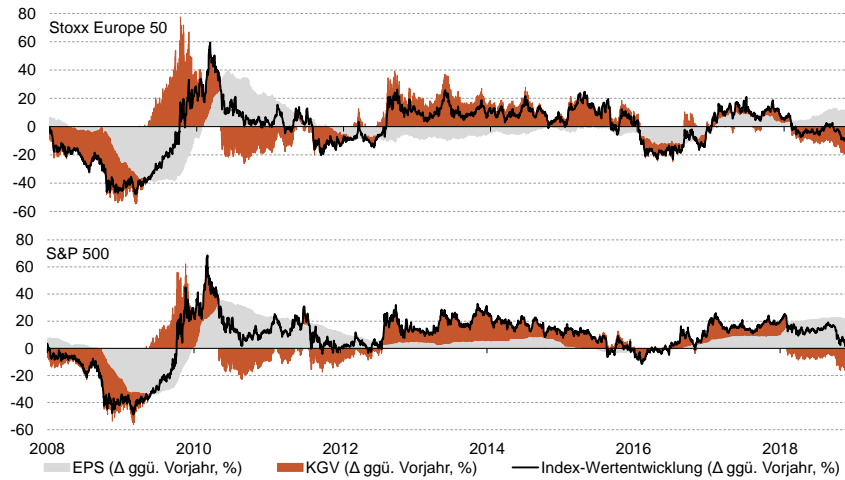
- Das erwartete Gewinnwachstum für 2019 hat sich im Konsensus zuletzt kaum verändert. Die Wachstumserwartungen haben sich nur für die Schwellenländer etwas reduziert.
- Trotz der Gewinnrevisions in den letzten Monaten erachten wir die Erwartungen an das 2019er Gewinnwachstum für ambitioniert. Wir erwarten für Deutschland und die Eurozone eine weitere Reduktion der Erwartungen.

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: 23.11.2018





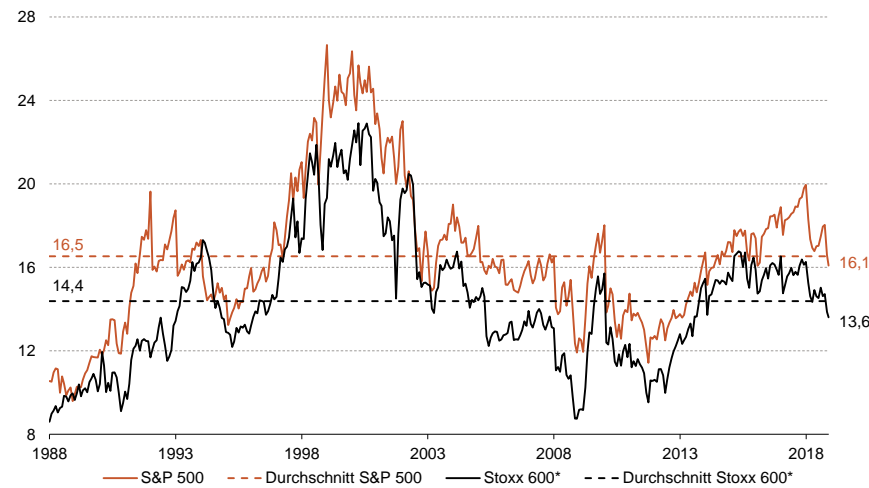
Kontributionsanalyse



- Die jüngsten Verluste haben in Verbindung mit steigenden Gewinnen zu deutlich sinkenden KGV-Bewertungen beim Stoxx Europe 50 und beim S&P 500 geführt.
- Jedoch weisen die USA ein deutlich stärkeres Gewinnwachstum auf, welches das bessere Abschneiden des S&P 500 gegenüber dem Stoxx Europe 50 über die letzten 12 Monate erklärt.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinnschätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2008 - 23.11.2018

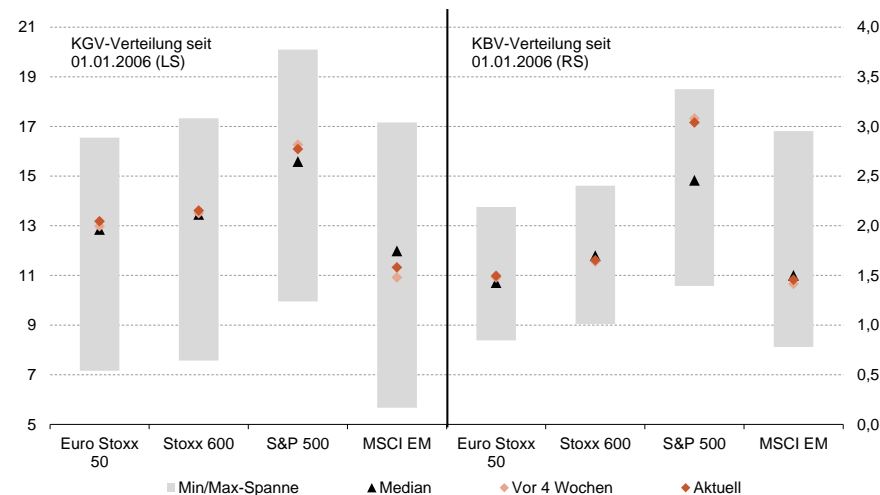
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Bewertungen auf Basis des KGVs sind im Zuge der Korrektur in den letzten Wochen deutlich gesunken.
- Sowohl US-Aktien als auch europäische Aktien handeln inzwischen unter ihrem langfristigen KGV.
- Im Vergleich zur eigenen Historie sind Aktien somit attraktiv bewertet. Bei einem Abebben der Risiken besteht ein Erholungspotenzial für Aktien.

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie der jeweilige KGV-Durchschnitt seit 1988. \*Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.1987 - 23.11.2018

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

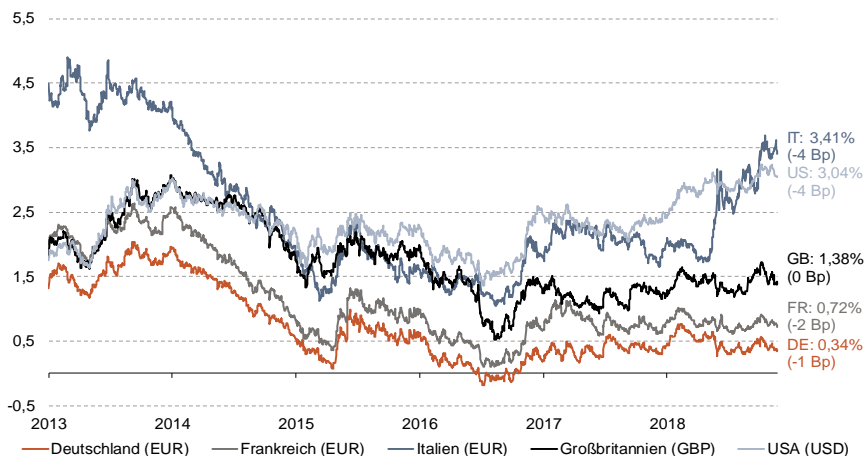


- Auf Sicht von vier Wochen haben sich das KGV und das KBV für den S&P500 verringert.
- Das KGV ist bei den europäischen Indizes und dem S&P500 nur knapp über dem Median seit 2006, während die Schwellenländer sogar günstiger sind.
- In Europa und den Schwellenländer liegt die Bewertung auf Basis des KBV nahe dem Median und nur in den USA deutlicher darüber.

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 - 23.11.2018



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

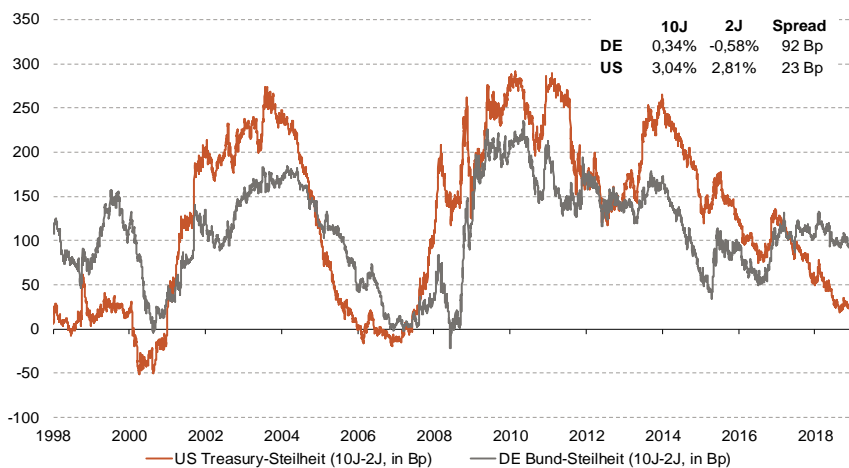


- Die Flucht in sichere Häfen setzt sich fort. Die Renditen von sicheren Staatsanleihen wie US-Treasuries oder deutschen Bunds sind gefallen. Auch die Renditen von italienischen Staatsanleihen sind nach einem temporären Anstieg auf über 3,4% gesunken.
- In Großbritannien sind die Anleger weiterhin vorsichtig und kaufen britische Staatsanleihen. Im Zuge der fortschreitenden aber turbulenten Brexit-Verhandlungen sind die Renditen auf 1,38% gefallen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 23.11.2018

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

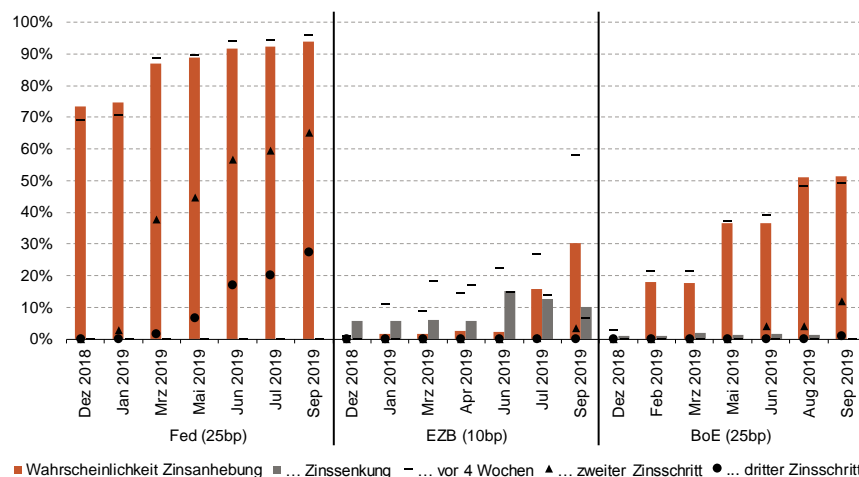


- Die Renditen auf 2- und 10-jährige US-Staatsanleihen sind in den letzten zwei Wochen um jeweils rund 14 Basispunkte gesunken. Somit gab es keine Auswirkungen auf die Steilheit der Kurve, die weiterhin 23 Basispunkte beträgt.
- Die Steilheit der deutschen Renditestrukturkurve ist im Zuge des Risk-Off-Umfeldes unter die Marke von 100 Basispunkten gerutscht.

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 - 23.11.2018

Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



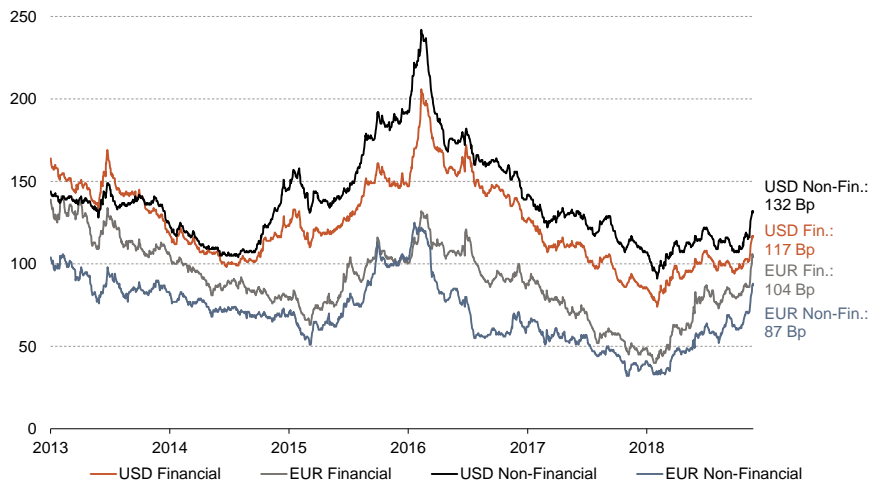
- Die Wahrscheinlichkeit einer Zinsanhebung durch die Fed im Dezember ist auf mehr als 70% gestiegen, trotz Ängsten vor einer globalen Rezession und dem verbalen Druck durch US-Präsident Trump, die Zinsen zu senken.
- In der Eurozone ist die Wahrscheinlichkeit einer Zinsanhebung im nächsten Jahr stark gefallen. Politische Unruhen und Rezessionsängste machen einen Zinsschritt unwahrscheinlicher.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt geprice Wahrscheinlichkeit einer Änderung des Leitzinses zu ermitteln.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.10.2018 - 23.11.2018



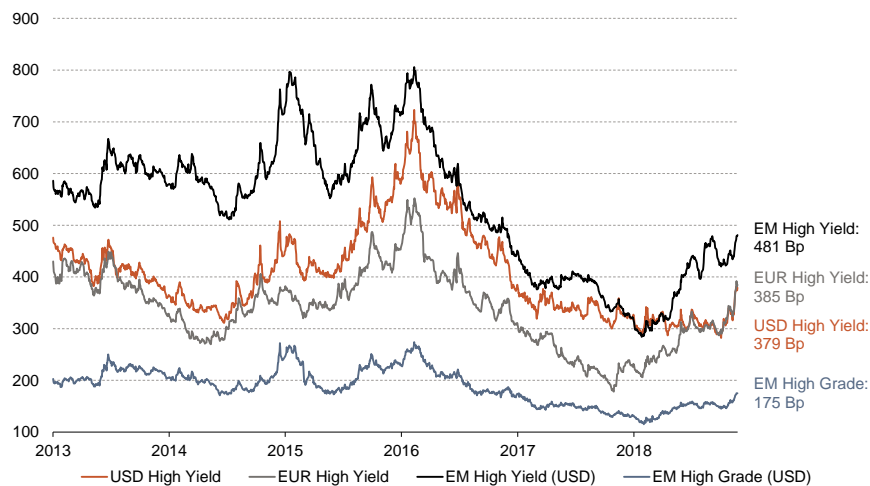
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- In den letzten zwei Wochen gab es einen Ausverkauf bei Unternehmensanleihen, da die Wachstumssorgen zugenommen haben. Die Risikoaufschläge haben sich ausgeweitet, auch aufgrund von gesteigerter Neuemissionen.
- Bei USD- und EUR-Nicht-Finanzanleihen hat es besonders die Anlagegüterindustrie getroffen. Der Risikoaufschlag von deren EUR-Anleihen befindet sich nun auf einem 10-Jahreshoch.
- Die Italien-Sorgen sowie Kosten durch Umweltkatastrophen sorgten besonders bei der EUR-Versicherungsindustrie zu steigenden Risikoaufschlägen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2013 - 23.11.2018

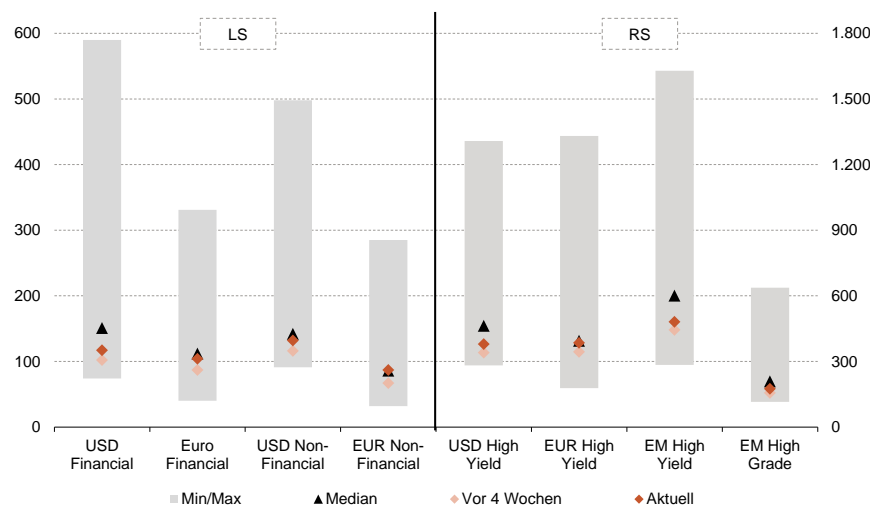
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Der zum Aktienmarkt positiv korrelierte Hochzinsanleihemarkt hat ebenfalls stark gelitten. Die Risikoaufschläge sind im Schnitt um 30 Basispunkte gestiegen.
- Eine Industrie hat besonders stark steigende Risikoaufschläge verzeichnet: Die Energieindustrie wurde nicht nur durch die Risk-Off-Stimmung, sondern auch durch die stark fallende Rohölpreise getroffen.

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: 01.01.2013 - 23.11.2018

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

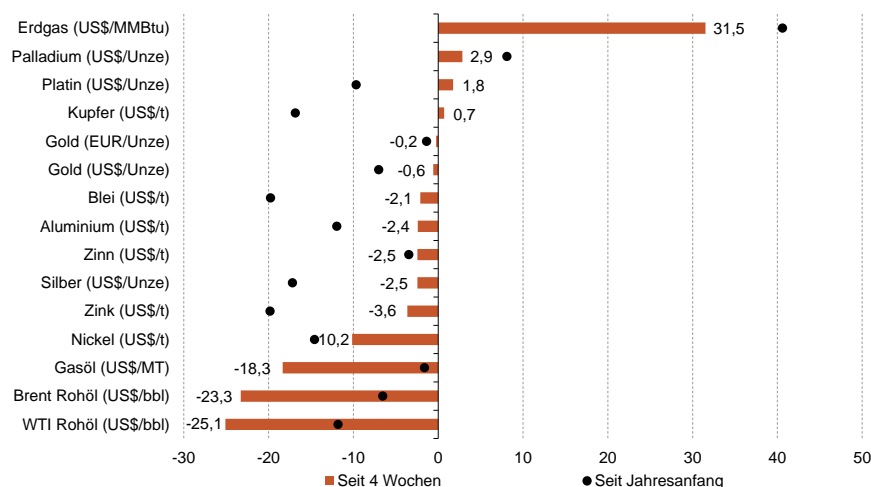


- Die Unsicherheiten in Europa schlagen auf den Anleihenmarkt durch. Die Risikoaufschläge für EUR-Finanz-, EUR-Nicht-Finanz- und EUR-Hochzinsanleihen liegen nun nahe oder über ihrem historischen Median.
- Aber auch die Risikoaufschläge auf USD-Nicht-Finanzanleihen sind deutlich auf den Median zugegangen.

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: 23.11.2008 - 23.11.2018



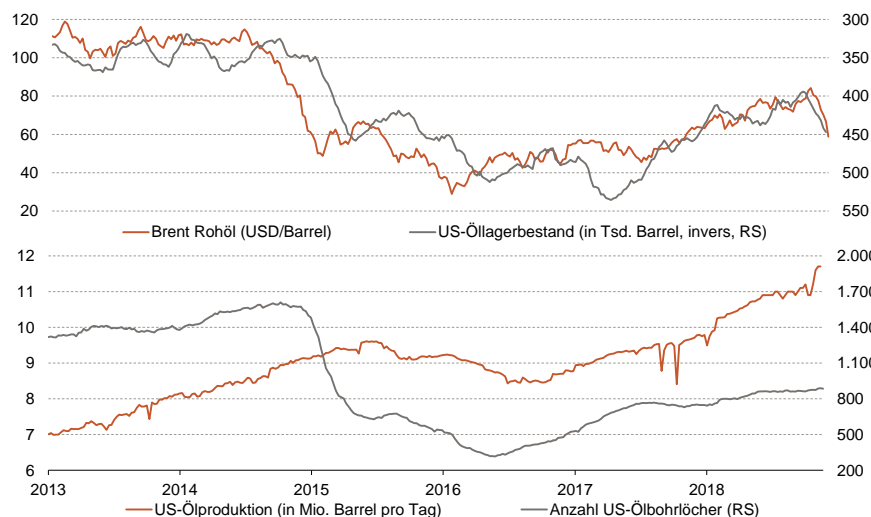
Performance Rohstoffe



- US-Erdgas hat bedingt durch einen Kälteeinbruch in den USA, den tiefsten Lagerbeständen seit 15 Jahren und explodierenden spekulativen Positionen einen Preissprung verzeichnet.
- Edelmetalle konnten sich in einem volatileren Kapitalmarktumfeld behaupten, während Industriemetalle aufgrund von Wachstumssorgen moderat verloren.
- Rohöl (Brent und WTI) kamen aufgrund des aktuellen Überangebots und dem Abbau von spekulativen Positionierungen massiv unter Druck.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 23.11.2018

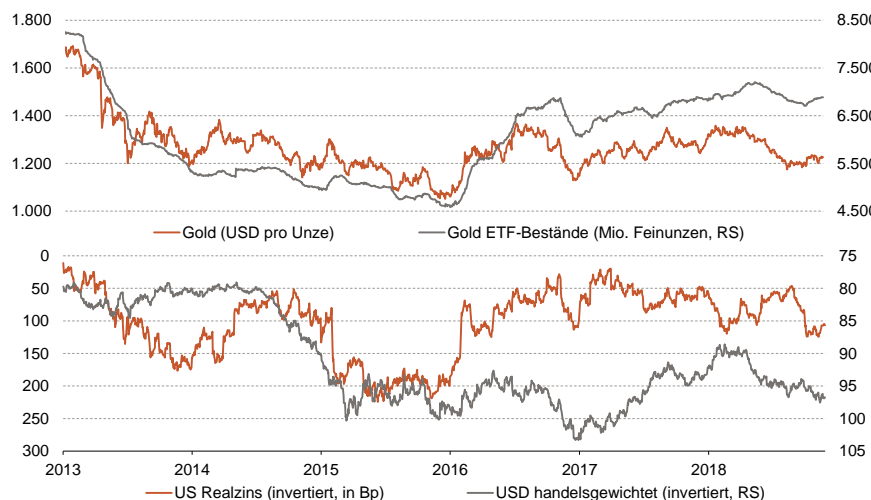
Rohöl



- Der Ölpreisverfall hat sich fortgesetzt. Der Preisrückgang vom Hochpunkt Anfang Oktober beträgt mehr als 30%.
- Die stark steigende Ölproduktion in den USA, Russland, Saudi-Arabien sowie weiteren Ländern bei zugleich geringeren Förderausfällen im Iran und Venezuela haben zu einem Überangebot am Ölmarkt geführt. Die Lagerbestände steigen entsprechend stark an. Die OPEC dürfte bei Ihrer Sitzung am 6. Dezember mit einer Förderkürzung reagieren, um die Preise zu stabilisieren.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 23.11.2018

Gold



- Gold konnte sich in den letzten Wochen trotz einer abnehmenden Positionierung und dem festen US-Dollar über der Marke von 1200 USD je Unze halten.
- Ein Anstieg der ETF-Bestände und Gold-Zukäufe der Zentralbanken haben den Goldpreis unterstützt. Die historisch hohe Short-Positionierung bietet mittelfristig Aufwärtspotenzial.

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: 01.01.2013 - 23.11.2018

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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



**Guido Urban, CFA | Senior Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Ist zuständig für die Kapitalmarktpublikationen, erstellt Analysen, insbesondere für Rohstoffe, unterstützt den Investmentprozess und generiert Anlageideen  
+49 69 91 30 90-215 | guido.urban@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

## WICHTIGE HINWEISE

Bei den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Es handelt 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 genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können 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 Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: 26. November 2018

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)