

### Aktueller Marktkommentar

Die erstmalig niedriger als erwartete US-Inflation löste eine Aktienrallye aus. Treiber waren fallende Zinsen, ein schwächerer US-Dollar und die niedrige Aktienpositionierung vieler Anleger. Von einem Short-Covering haben besonders Tech-Aktien profitiert, die teilweise um mehr als 20% zulegten. China-Hoffnungen und der Aufbau von Aktien durch Trendfolgestrategien infolge des besseren Momentums und fallender Volatilität verstärkten den Kursanstieg. Ob die Jahresendrallye weitergeht, hängt vor allem von der nächsten Inflationszahl und der Reaktion der Fed darauf Mitte Dezember ab. Sollte die Volatilität bis dahin weiter fallen, dürften weitere systematische Strategien in den Markt gedrängt werden. Auf der anderen Seite sorgt aber die starke Outperformance von Aktien gegenüber Anleihen seit Quartalsbeginn für Rebalancierungsdruck zum Jahresende hin. Folglich dürfte das weitere Aufwärtspotenzial kurzfristig begrenzt sein. Entscheidend für die mittelfristige Richtung der Märkte dürfte aber die Entwicklung der Unternehmensgewinne sein.

### Kurzfristiger Ausblick

Die kommenden zwei Wochen dürften weniger aufregend werden. Die großen Zentralbanken kommen erst wieder Mitte Dezember zusammen und politisch wird es erst am 15./16. Dezember auf dem EU-Gipfeltreffen wieder spannend. Am 24. November sind die US-Börsen aufgrund von Thanksgiving teilweise geschlossen. Diese Woche stehen viele Stimmungsindikatoren an. Am Mittwoch werden die vorläufigen S&P-Einkaufsmanagerindizes (Nov.) für die Eurozone, Großbritannien und die USA sowie die US-Auftragsgänge (Okt.) für langlebige Güter und das US-Verbrauchervertrauen (Uni Michigan, Nov.) veröffentlicht. Das deutsche (ifo) und das französische (Insee) Geschäftsklima folgen am Donnerstag. In der Folgewoche stehen die vorläufigen Inflationszahlen (Nov.) für die Eurozone, die Einzelhandelsumsätze (Okt.) für Deutschland sowie die ISM-Einkaufsmanagerindizes (Nov.) und das Verbrauchervertrauen (Conf. Board, Nov.) für die USA an.

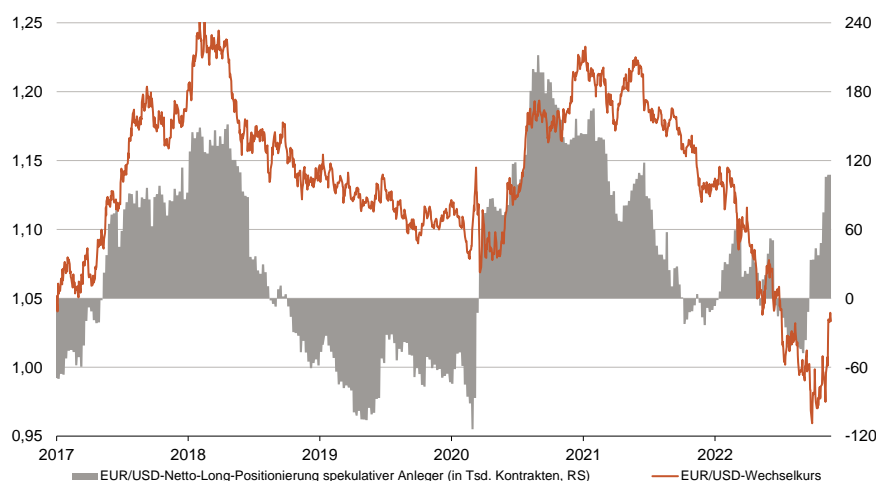
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Impulse durch die Zentralbanken erst gegen Mitte Dezember zu erwarten.*

*Stimmungsbild der Wirtschaft von zentraler Bedeutung.*

### EUR/USD-Kurs zurück über Parität, aber noch keine Zeitenwende



- Infolge der überraschend „niedrigen“ US-Inflationsdaten hat der Dollar kräftig abgewertet – auch ggü. dem Euro. Anleger rechnen nun mit weniger Zinsschritten der Fed. Entsprechend würde der Dollar an relativer Attraktivität verlieren.
- Auch wenn der Euro nach Kaufkraftparität deutlich ggü. dem Dollar unterbewertet ist, dürfte die weitere Aufwertung nur langsam voranschreiten. Denn zum einen halten spekulative Anleger bereits deutliche Long-Positionen und zum anderen kämpft der Euroraum mit seinen eigenen Problemen wie der Energiekrise.

Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 01.01.2017 - 18.11.2022



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (21.10.22 - 18.11.22)	YTD (31.12.21 - 18.11.22)	18.11.21	18.11.20	18.11.19	18.11.18	17.11.17
REITs	-18,8	5,6	-13,9	31,6	-14,2	19,2	1,3
Aktien Emerging Markets	-13,5	3,9	-16,2	12,4	9,5	12,7	-8,1
EUR Unternehmensanleihen	-13,4	3,6	-13,8	-0,3	2,3	6,3	-1,5
Industriemetalle	-3,4	2,1	8,8	32,9	6,1	2,1	-5,4
Aktien Industrienationen	-8,0	2,9	-7,9	34,3	5,6	18,2	5,3
EUR Staatsanleihen	-9,6	2,1	-10,2	-0,9	1,7	4,9	-1,3
Gold	0,9	5,4	3,7	3,5	18,9	24,2	-2,4
Euro-Übernachteinlage	-0,2	0,1	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Globale Wandelanleihen	-12,4	-1,9	-17,1	23,3	28,1	9,1	1,6
Aktien Frontier Markets	-20,3	-2,6	-21,4	34,9	-6,9	13,4	-7,5
USD/EUR-Wechselkurs	-4,5	10,1	10,1	4,2	-6,6	3,1	3,3
Brent	-6,6	56,6	52,9	105,0	-40,1	3,1	17,8

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index; EUR Staatsanleihen: IBOXX Eurozone Sovereign 1-10J TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR; Globale Wandelanleihen: SPDR Convertible Securities ETF; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR; Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Euro-Übernachteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- Zuletzt gab es eine größere Spreizung innerhalb der verschiedenen Anlageklassen.
- Innerhalb der Rohstoffe entwickelten sich zum Beispiel Edel- und Industriemetalle positiv, während Rohöl deutliche Verluste verbuchte.
- Am schwächsten entwickelte sich aber der Dollar, worunter USD-denominierte Anlagen merklich litten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 18.11.2017 - 18.11.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (21.10.22 - 18.11.22)	YTD (31.12.21 - 18.11.22)	18.11.21	18.11.20	18.11.19	18.11.18	17.11.17
MSCI EM Osteuropa	-81,5	18,6	-82,7	44,5	-21,1	27,9	4,7
DAX	-9,1	13,4	-11,0	22,9	0,0	16,5	-12,7
Euro Stoxx 50	-6,5	13,0	-8,2	28,3	-4,1	19,8	-8,0
Stoxx Europa Zyklisch	-11,8	11,9	-12,3	32,3	-1,2	15,4	-8,9
Stoxx Europa Small 200	-22,8	11,9	-23,9	30,5	3,9	17,2	-4,2
Stoxx Europa 50	-0,4	8,7	0,7	26,1	-5,4	18,4	-4,0
Stoxx Europa Defensiv	0,9	7,8	2,9	20,0	-5,3	16,2	3,9
MSCI Großbritannien	2,3	7,2	4,9	25,4	-15,1	12,3	-0,3
MSCI EM Asien	-15,3	6,5	-18,3	9,6	19,0	13,9	-10,2
MSCI Japan	-9,8	6,5	-12,4	15,9	2,0	15,1	-2,6
MSCI USA Small Caps	-5,7	2,1	-9,0	42,7	3,7	11,9	7,3
S&P 500	-7,0	0,8	-5,8	39,7	8,7	19,9	11,9

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; MSCI Japan: MSCI Japan TR; 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.

- Alle hier dargestellten Aktienregionen gewannen über den letzten Monat hinzu. Zyklische Segmente wie Osteuropa oder der DAX entwickelten sich dabei am erfreulichsten. Nachdem die US-Inflationszahlen nach unten überrascht haben, halten Anleger ein „Soft-Landing“-Szenario wieder für möglich.
- US-Titel entwickelten sich mit Abstand am schwächsten, allerdings ist dies auch durch die negative Dollarentwicklung zu erklären.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 18.11.2017 - 18.11.2022

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (21.10.22 - 18.11.22)	YTD (31.12.21 - 18.11.22)	18.11.21	18.11.20	18.11.19	18.11.18	17.11.17
Britische Staatsanleihen	-24,0	8,3	-24,2	3,3	1,0	14,4	0,5
Italienische Staatsanleihen	-13,4	5,2	-14,8	-0,9	6,6	17,0	-7,1
USD Unternehmensanleihen	-16,5	5,0	-16,3	0,1	9,3	14,7	-2,6
EUR Hochzinsanleihen	-11,9	4,9	-12,0	5,3	2,7	8,1	-2,3
EUR Nicht-Finanzanleihen	-13,6	3,7	-14,1	-0,6	2,6	6,5	-1,4
EUR Finanzanleihen	-13,0	3,3	-13,3	0,1	1,9	5,9	-1,6
Deutsche Staatsanleihen	-14,9	3,1	-15,8	-1,6	1,7	5,3	1,0
USD Hochzinsanleihen	-11,4	3,0	-10,7	7,3	5,8	9,5	0,6
EM-Staatsanleihen (hart)	-12,1	2,3	-12,4	5,2	-1,9	17,0	-1,0
EM-Staatsanleihen (lokal)	-6,8	0,3	-7,0	-1,1	-4,3	14,7	-1,2
Chinesische Staatsanleihen	-0,8	3,0	3,9	6,2	2,6	5,1	7,0
US-Staatsanleihen	-3,2	-4,5	-4,4	1,9	0,5	12,8	1,8

Deutsche Staatsanleihen: IBOXX Euro Germany Sov TR; Italienische Staatsanleihen: IBOXX Euro Italy Sov TR; US-Staatsanleihen: ICE BofA US Treasury TR; Britische Staatsanl.: IBOXX Sterling Gilts Overall TR; Chinesische Staatsanl.: ICE BofA China Govt. EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: IBOXX Euro Non-Fin. Overall TR; EUR Hochzinsanleihen: ICE BofA EUR Liquid HY TR; USD Unternehmensanl.: ICE BofA USD Corp TR; USD Hochzinsanl.: ICE BofA USD Liquid HY TR; EM-Staatsanl. (hart): JPM EMBI Glo Div Unh. EUR TR; EM-Staatsanl. (lokal): JPM GBI-EM Glo Div Comp Unh. EUR TR

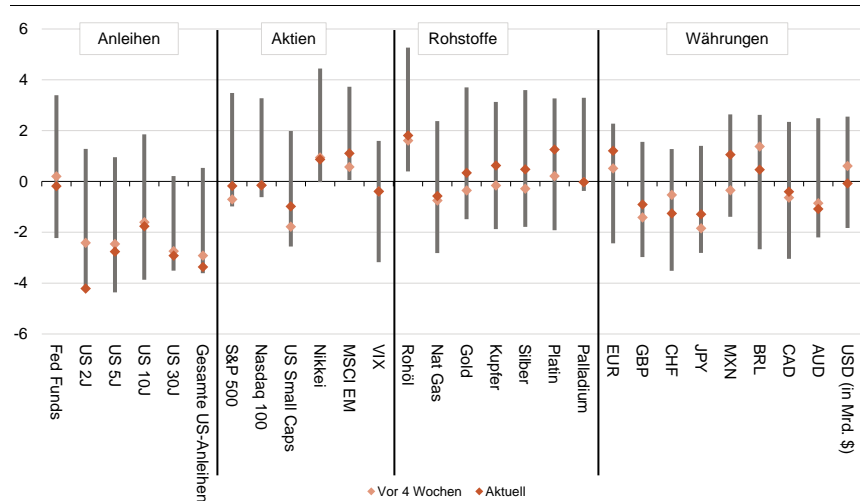
- Auch Anleihen legten über die letzten vier Wochen kräftig zu. Dabei sind nicht nur die Zinsen gefallen, sondern haben sich auch die Spreads eingengt. Entsprechend liegen risikoreichere Segmente wie Euro-High-Yield, italienische Staatsanleihen und US-Unternehmensanleihen weit vorne.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 18.11.2017 - 18.11.2022



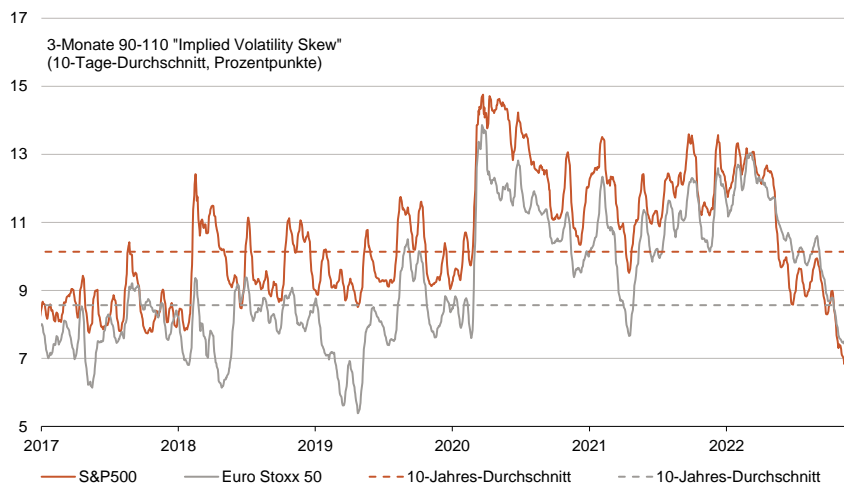
**Spekulative Positionierung**



- Hedge Fonds haben in den vergangenen Wochen ihre Positionen in Risikoanlagen kräftig erhöht.
- So haben sie einen Großteil ihrer Shorts in US- Small Caps eingedeckt und sind mittlerweile beim Euro deutlich long.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. 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“ (Anleihen, Währungen), „Asset Manager/Institutional“ & „Leveraged Funds“ (Aktien) und „Managed Money“ (Rohstoffe) und zeigt, wie sich spekulative Anleger positioniert sind. \*Gewichtet mit der jeweiligen Duration  
 Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 15.11.2012 - 15.11.2022

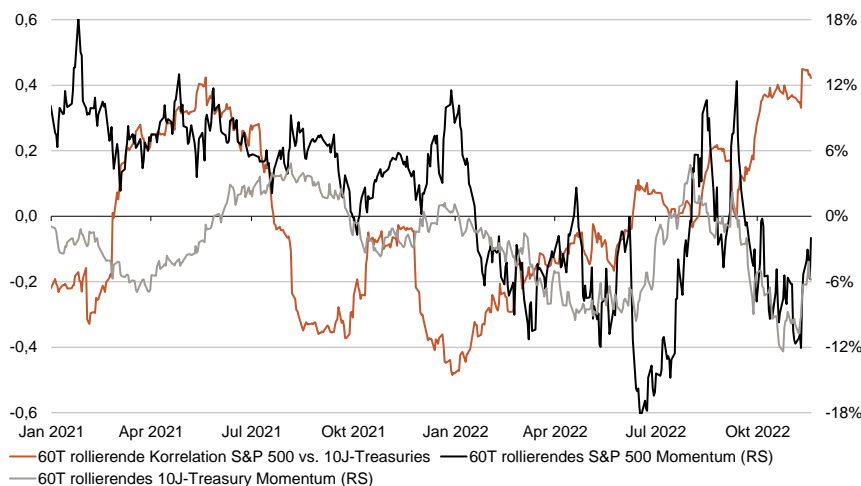
**Put-Call-Skew**



- Die Skew scheint mit der jüngsten Rallye und dem Volatilitätsverfall einen Boden auszubilden.
- Im historischen Vergleich bleibt sie aber sehr flach. Damit sind Absicherungen weiter günstig, während Aufwärtspartizipation teuer bleibt.
- Verstärkt wird beides zusätzlich durch die gestiegenen Zinsen, wodurch Puts günstiger und ceteris paribus Calls teurer geworden sind.

Die Put-Call-Skew (90-110) gibt die Differenz der impliziten Volatilität von Puts gegenüber Calls an, deren Strike jeweils 10% vom aktuellen Basiswert entfernt ist. Sie ist ein Maß dafür, wie viel mehr Anleger bereit sind für Absicherungen (Puts) gegenüber Aufwärtspartizipation (Calls) zu bezahlen. Je höher (niedriger) die Skew, desto vorsichtiger (optimistischer) sind die Marktteilnehmer. Außerdem steigt die Skew typischerweise mit dem Niveau der impliziten Volatilität.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 18.11.2012 - 18.11.2022

**60-Tage-Momentum und -Korrelation**

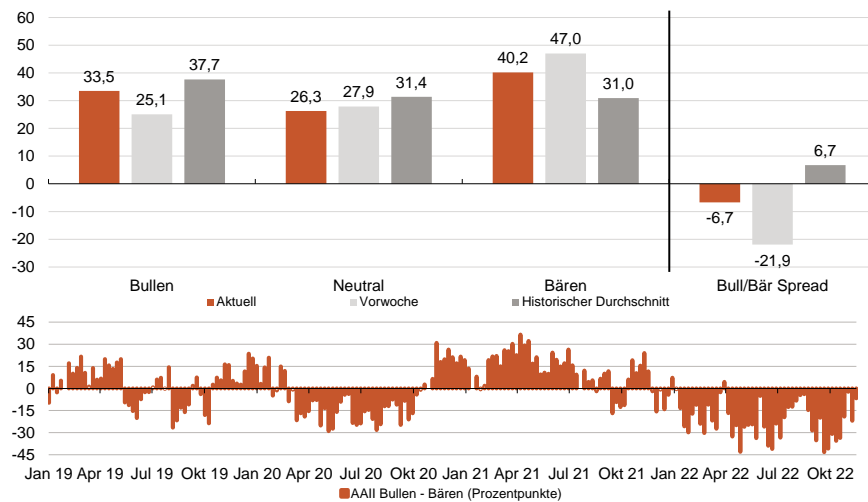


- Aktien und Anleihen haben im Einklang von dem überraschend „niedrigen“ Inflationsprint profitiert. Die Korrelation der beiden bleibt damit deutlich positiv.
- Das 60T-Momentum ist noch negativ. Kurzfristigere Momentum-Strategien dürften wiederum mittlerweile schon wieder long positioniert in Aktien sein.

Das 60-Tage-Momentum gibt die rollierende Rendite der letzten 60 Tage an. Je stärker das Momentum steigt (fällt), desto mehr bauen systematische Momentum-Strategien ihre Positionen in der entsprechenden Anlageklasse auf (ab). Vorzeichenwechsel der Rendite markieren wichtige Wendepunkte. Die 60-Tage-Korrelation gibt an, wie gleichgerichtet sich Aktien und Anleihen bewegen. Je höher (niedriger) die Korrelation, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 18.11.2022



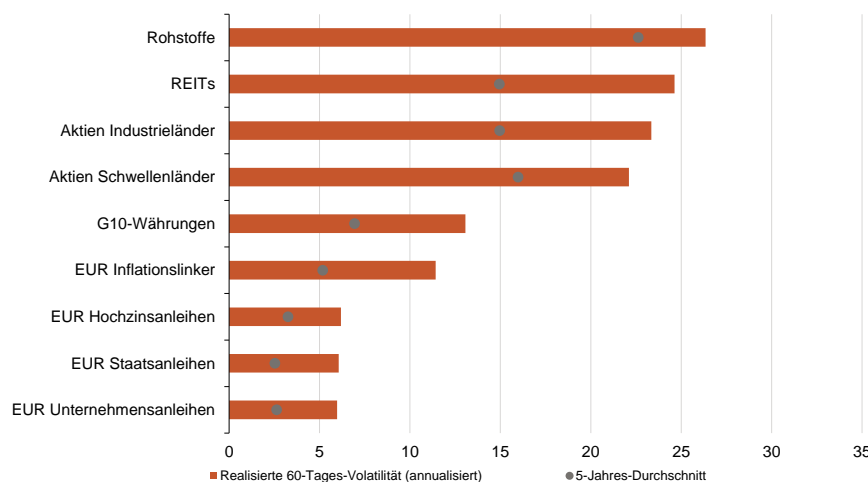
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich wieder etwas aufgehellt. Seit einigen Wochen schon schwanken die Anleger immer wieder zwischen deutlichem Pessimismus und neutraler Stimmung.

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 - 17.11.2022

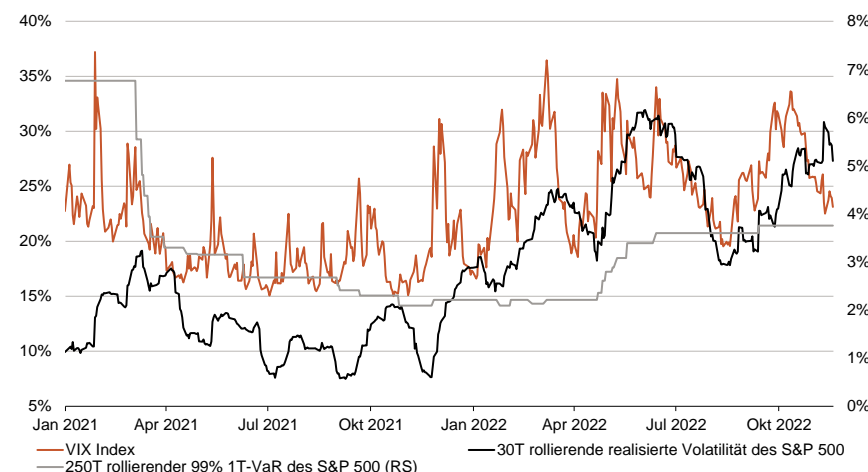
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierte Volatilität der letzten 60 Tage bleibt über alle Anlageklassen hinweg über dem Durchschnitt der letzten 5 Jahre.
- Innerhalb der Anleihe-segmente gab es zuletzt einen Wechsel in der Reihenfolge. Entgegen dem historischen Durchschnitt sind nun nicht mehr Staatsanleihen, sondern Unternehmensanleihen das Segment mit der geringsten Volatilität. Hochzinsanleihen sind nach den stärkeren Spread-Bewegungen wieder das volatilste Segment.

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: 18.11.2017 - 18.11.2022

**Volatilität und Value-at-Risk des S&P 500**

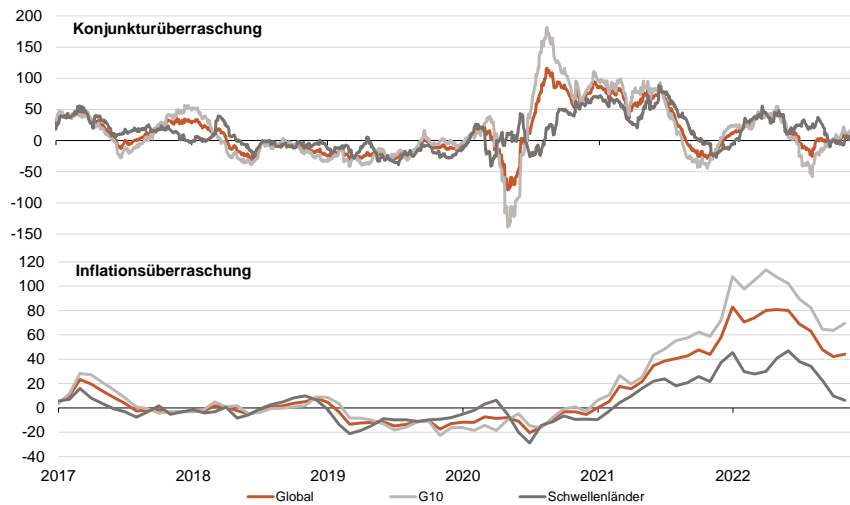


- Während der VIX seit Mitte Oktober stetig gefallen ist, kletterte die realisierte Volatilität auf jüngst über 30% in der Spitze. Mittlerweile notiert die implizite Volatilität deutlich unter der realisierten. Dies liegt nicht zuletzt an den scharfen Aufwärtsbewegungen nach den US-Inflationsdaten.

Der VIX Index ist ein Maß für die in Optionen gepreiste implizite Volatilität des S&P 500 über ungefähr die nächste 30 Tage. Die realisierte Volatilität gibt die Schwankungsbreite der täglichen Renditen an. Der historische 99% Value-at-Risk gibt den minimalen Verlust der Tage, die zu den schlechtesten 1% des Beobachtungszeitraum gehören, an. Je höher (niedriger) der VIX, die realisierte Volatilität und der Value-at-Risk, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 18.11.2022



## Global

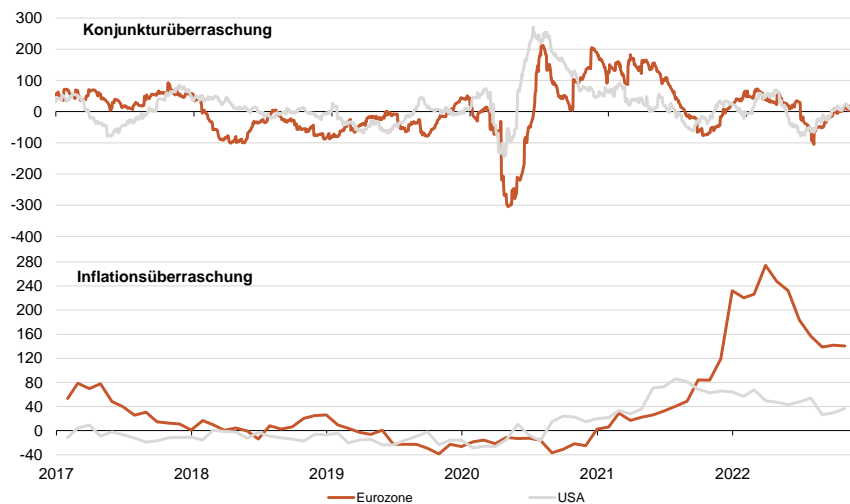


- Die Schwellenländer, vor allem China, haben es weiterhin schwer die Konjunkturerwartungen zu schlagen. In China haben sowohl die Industrieproduktion, die Einkaufsmanagerindizes als auch die Einzelhandelsumsätze enttäuscht.
- Die Industrienationen (G10) überraschten dank den USA, Japan und Großbritannien hingegen weiterhin nach oben.
- Die Inflationsüberraschungen bei den Schwellenländern nähern sich bereits der Null an, während sie bei den Industrienationen noch deutlich positiv sind.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 18.11.2022

## Eurozone & USA

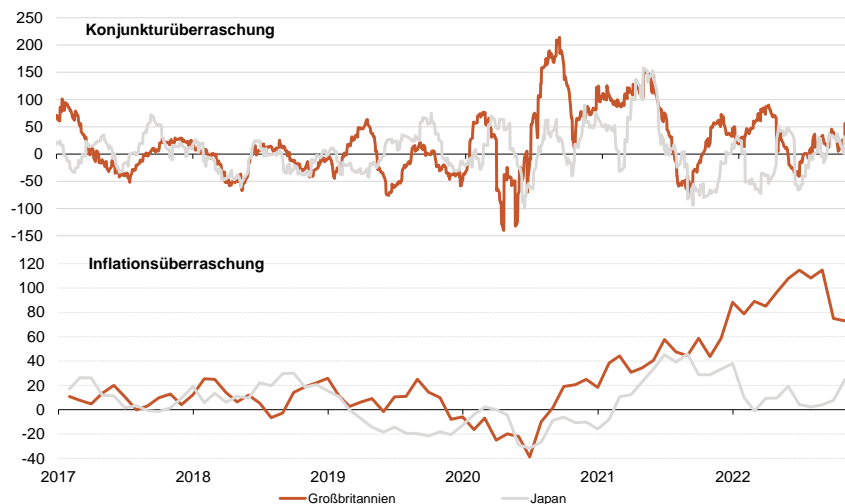


- Die US-Konjunktur hält sich weiterhin robust. Die Konjunkturdaten konnten auch in den letzten Wochen im Gros nach oben überraschen. Positiv überraschten beispielsweise die Einzelhandelsumsätze und der Industrie-Einkaufsmanagerindex.
- Der Konjunkturüberraschungsindex für die Eurozone kann sich hingen nur marginal über der Null halten. Nach oben überraschten der ZEW-Index sowie die Industrieproduktionsdaten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 18.11.2022

## Großbritannien & Japan



- In Großbritannien überraschten die Industrieproduktionsdaten, das Q3-Wirtschaftswachstum und die Einkaufsmanagerindizes nach oben.
- In Japan haben jüngst sowohl die Industrieproduktionsdaten als auch das Q3-Wirtschaftswachstum enttäuscht.

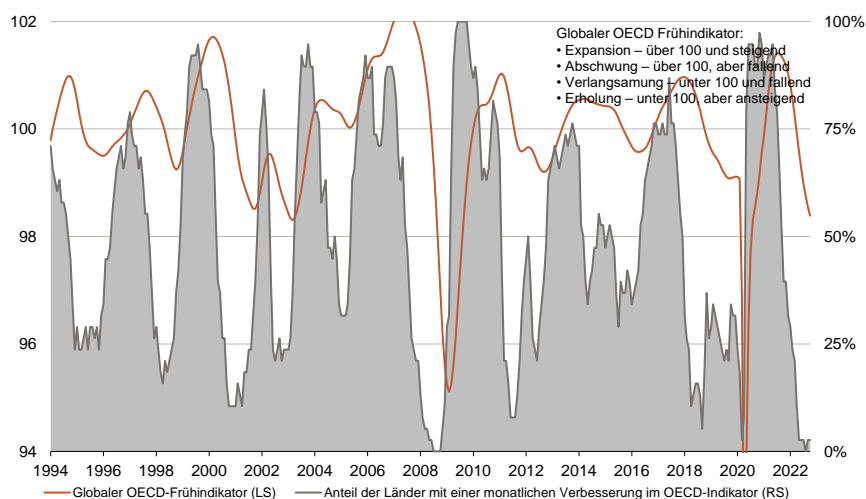
Die Citigroup Economic Surprise Indices sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Index deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertroffen haben.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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 18.11.2022





## OECD Frühindikator

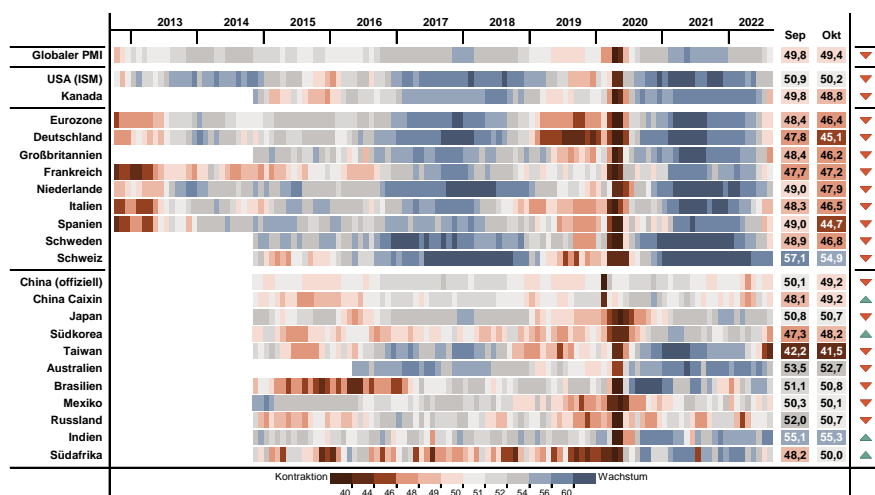


- Im Oktober hat der globale OECD-Frühindikator seinen Weg nach unten fortgesetzt. Die Wahrscheinlichkeit einer globalen Rezession ist laut diesem Indikator weiterhin hoch.
- Auf Länderebene hat sich der OECD bei 97% der Länder im Vergleich zum Vormonat verschlechtert. Lediglich Australien konnte sich stabil halten.

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 - 31.10.2022

## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie

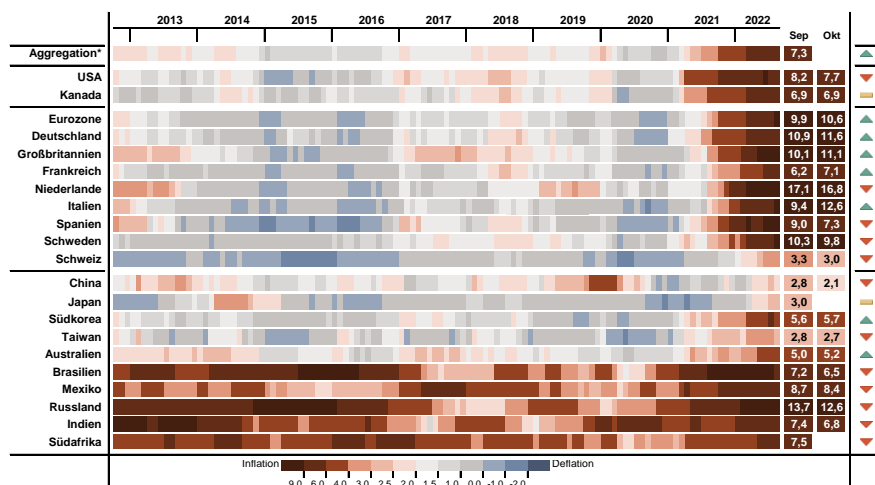


- Die globalen Oktober-PMI-Daten zeigen ein unschönes Bild: Die Aktivität der Industrie ist im Vergleich zum Vormonat deutlich rückläufig. Das gilt insbesondere für die Eurozone und Asien ex. Japan. Länder wie die USA, Schweiz oder Indien können sich dagegen deutlich besser halten.

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: 31.10.2012 - 31.10.2022

## Gesamtinflation



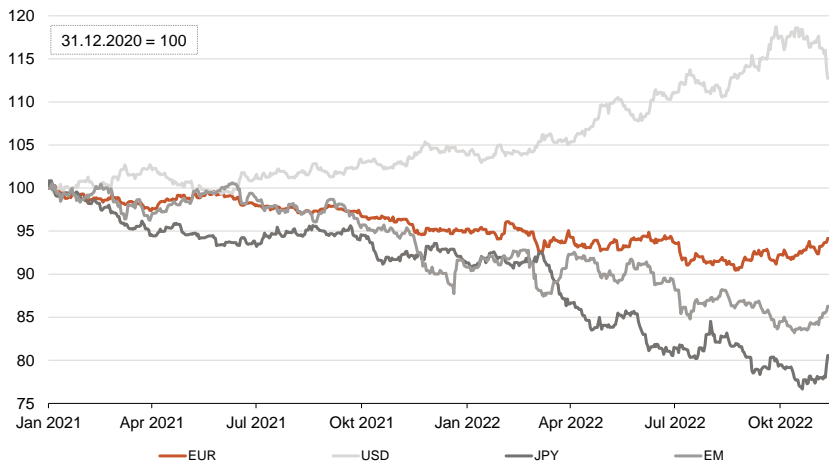
- Die Disinflation in den USA setzte sich auch im Oktober fort. Die Inflationsrate gegenüber dem Vorjahr ist im Vergleich zum September dank weniger stark steigenden Energie-, Nahrungsmittel- und Gebrauchtwagenkosten um 0,5 Prozentpunkte zurückgegangen.
- In einigen Schwellenländern, wie auch in China, ist die Inflationsrate ebenfalls gesunken.

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: 31.10.2012 - 31.10.2022



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

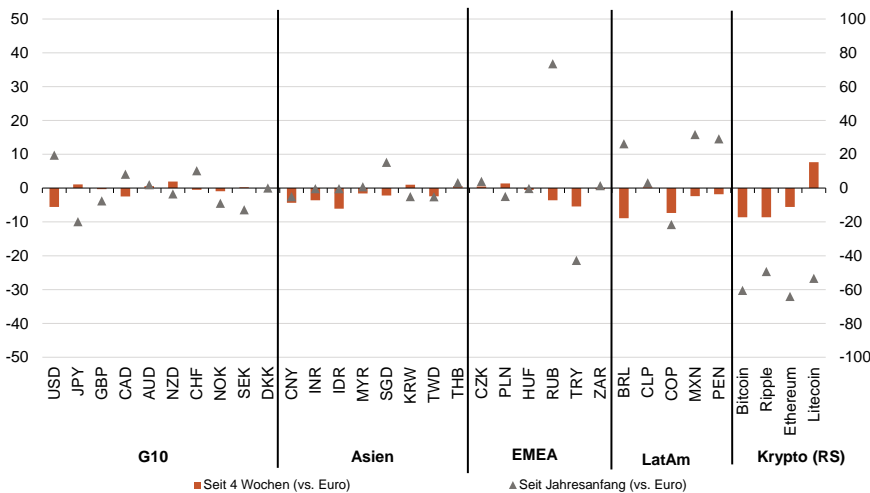


- Der Dollar hat infolge der niedriger als erwarteten US-Inflation auf handelsgewichteter Basis den drittstärksten wöchentlichen Rückgang in den letzten 40 Jahren verzeichnet.
- Anleger rechnen nun mit weniger Zinserhöhungen in den kommenden Monaten, wodurch die relative Attraktivität des US-Dollars abgenommen hat.
- Profiteure waren alle anderen hier dargestellten Währungen.

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: 01.01.2021 - 18.11.2022

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

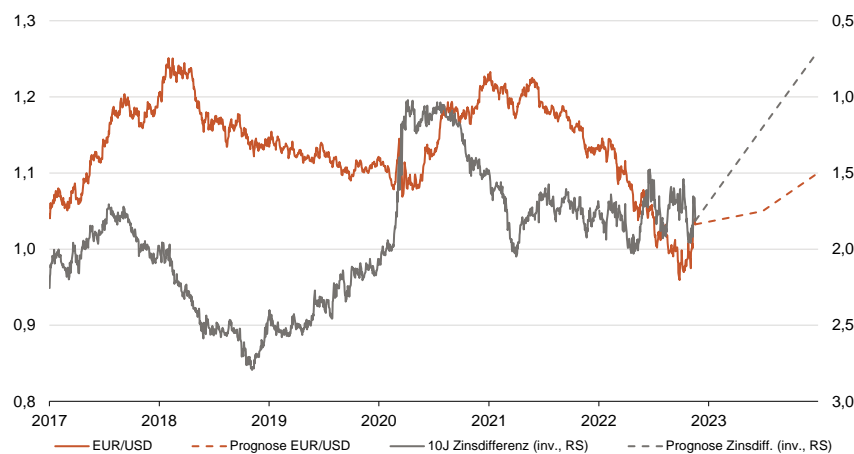


- Asiatische Währungen haben wegen steigender Coronazahlen in China gegenüber dem Euro abgewertet.
- Innerhalb der G10 waren die Entwicklungen gemischt.
- Bei den Krypto-Währungen gab es abermals heftige Kursverluste, nachdem die Krypto-Börse FTX Pleite gegangen ist.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 18.11.2022

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs notiert mit 1,03 so hoch wie seit Anfang Juli nicht mehr.
- Mit der Hoffnung auf weniger Zinsschritte seitens der Fed hat sich auch die Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen wieder um über 20 Basispunkte eingengt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 31.12.2023



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (21.10.22 - 18.11.22)	YTD (31.12.21 - 18.11.22)	18.11.21	18.11.20	18.11.19	18.11.18	17.11.17
			18.11.22	18.11.21	18.11.20	18.11.19	18.11.18
Informationstechnologie	-20,7	15,7	-24,1	53,5	9,4	26,4	-3,6
Versorger	-6,8	14,3	-3,1	7,3	12,8	25,2	1,0
Zyklische Konsumgüter	-15,3	12,1	-18,9	34,3	4,8	21,3	-6,8
Industrie	-14,6	11,7	-13,4	29,2	4,0	25,6	-7,3
Finanzen	-3,1	10,3	-4,0	31,6	-13,5	9,3	-11,8
Growth	-15,0	9,6	-15,4	31,9	5,8	22,4	-3,2
Grundstoffe	-7,2	9,4	-3,7	28,5	5,8	13,4	-3,6
Value	-0,5	8,9	0,4	22,8	-12,4	10,0	-4,5
Telekommunikation	-8,7	7,3	-8,8	13,3	-14,1	4,7	-7,1
Basiskonsumgüter	-6,8	5,5	-4,4	15,9	-0,8	16,9	-2,4
Gesundheit	-5,1	5,1	-2,9	21,7	2,3	21,8	4,8
Energie	4,7	37,8	37,1	40,5	-37,1	2,8	11,3

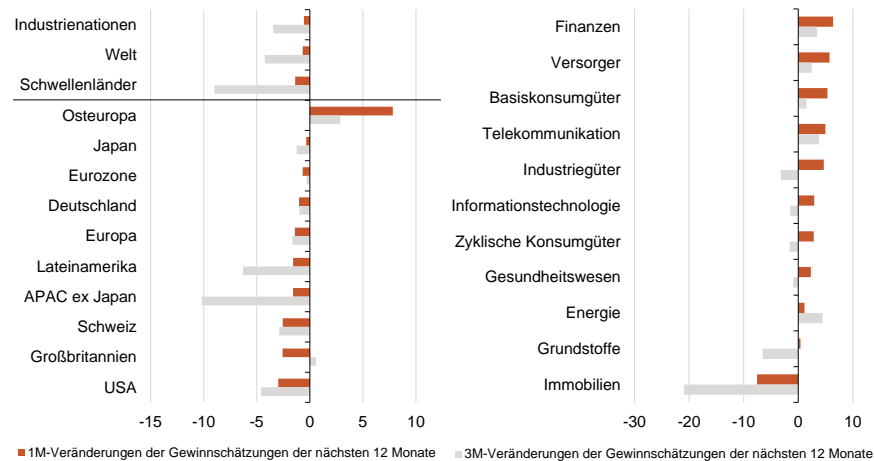
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: MSCI Europe Materials NR; Telekommunikation: MSCI Europe Communication Services NR; Versorger: MSCI Europe Utilities NR; Value: MSCI Europe Value NR; Growth: MSCI Europe Growth NR.

- Die Erholung an den Aktienmärkten war vor allem in den Sektoren zu spüren, welche seit Jahresanfang überproportional litten. Dazu zählen Informationstechnologie, zyklische Konsumgüter und Industrie.
- Defensivere Sektoren wie Basiskonsumgüter oder Gesundheit konnten hingegen weniger stark zulegen.
- Energietitel verloren am deutlichsten.

Gesamtrendite europäischer Aktienspektoren und europäischer Style-Indizes, 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: 13.01.2017 - 18.11.2022

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

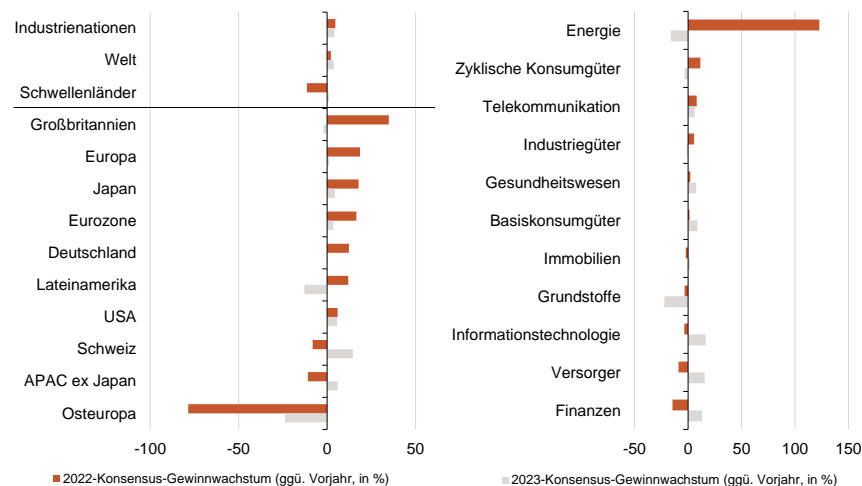


- Die Gewinnrevisionen bleiben weiterhin negativ. Die Analysten berücksichtigen zunehmend die trüben wirtschaftlichen Aussichten in ihren Gewinnprognosen der Unternehmen. Die negativsten Revisionen sahen in den letzten vier Wochen Aktien aus den USA und der Schweiz. Positiver sind die Analysten für Unternehmen aus Osteuropa, dank fallender Währungen und zunehmender Hoffnungen auf ein zeitnahes Kriegsende.
- Die Analysten sind ebenfalls positiver für Finanzunternehmen und Versorger geworden.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate der regionalen sowie Europa Sektor MSCI Indizes, in Prozent.

Quelle: FactSet, Stand: 18.11.2022

## Gewinnwachstum



- Das Gewinnwachstum bei globalen Aktien dürfte 2022 leicht positiv ausfallen. Für 2023 erwartet der Konsens ebenfalls steigende Gewinne, am meisten für US- und asiatische Aktien. Auch für die Schweiz wird ein deutlich positives Gewinnwachstum erwartet.
- Sektoral dürften in Europa die Gewinne 2023 besonders bei IT-, Finanzunternehmen und Versorger steigen.

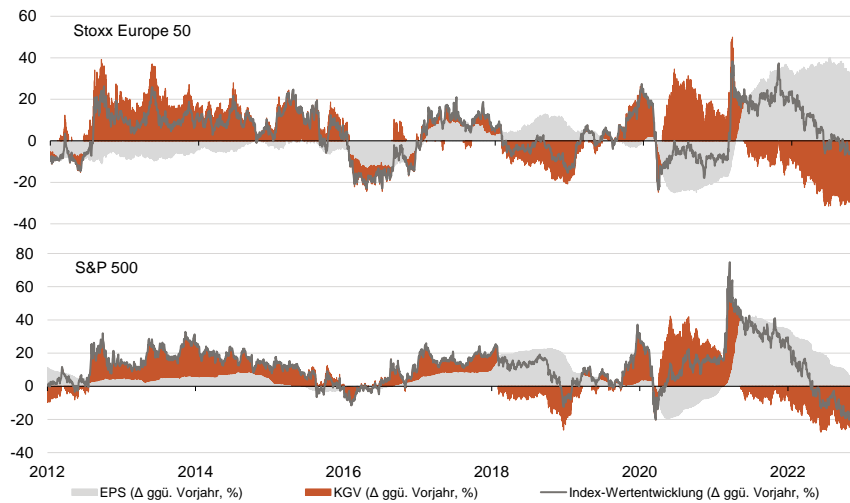
Vom Konsens erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan

Quelle: FactSet, Stand: 18.11.2022





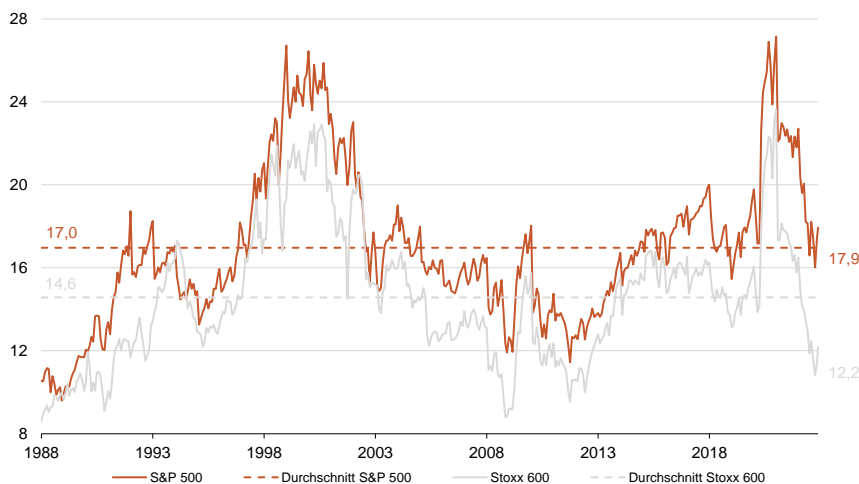
## Kontributionsanalyse



- In den letzten Wochen konnten sich die Aktienmärkte deutlich erholen. Die Entwicklung des Stoxx Europe 50 im Jahresvergleich bewegt sich nun auf die Null zu. Treiber der Bewegung waren nicht etwa die Unternehmensgewinne, sondern eine merkliche Bewertungsausweitung.

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: 01.01.2012 - 18.11.2022

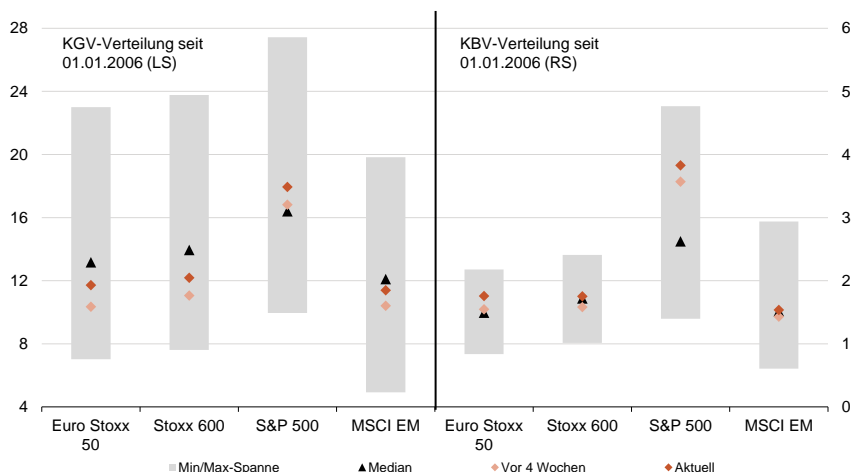
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Bewertungskennzahlen haben sich in den letzten Wochen erholt. Das KGV des S&P 500 ist mit 17,9 wieder merklich über dem historischen Durchschnitt von 17.
- Der Stoxx 600 hat sich ebenfalls vom Jahrestief erholt und handelt mit einem KGV von 12,2. Dies liegt jedoch weiterhin deutlich unterhalb des historischen Durchschnitts von 14,6.

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, Factset, Zeitraum: 31.12.1987 - 18.11.2022

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

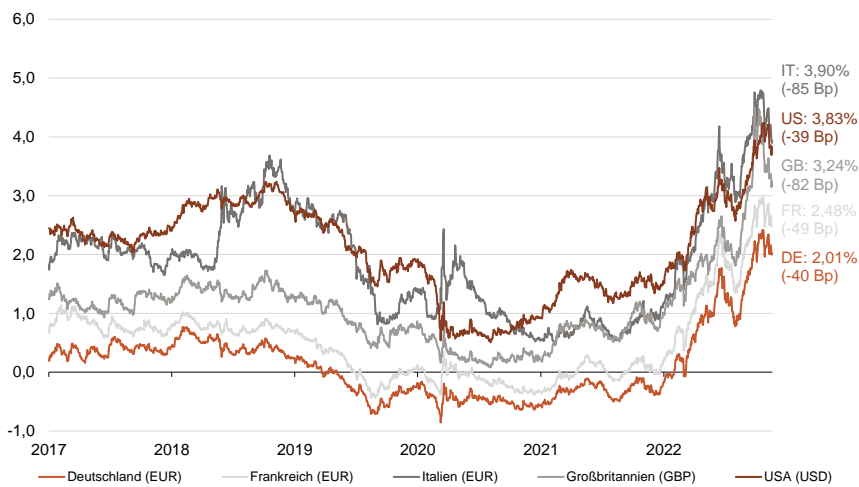


- In den letzten vier Wochen ist sowohl das KGV als auch das KBV aller gezeigten Aktienregionen gestiegen. Am deutlichsten war die Bewertungsausweitung bei europäischen und US-Aktien. Sie profitierten von der Hoffnung auf einen Fed-Pivot und einer Lockerung der Covid-Restriktionen in China.

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 - 18.11.2022



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

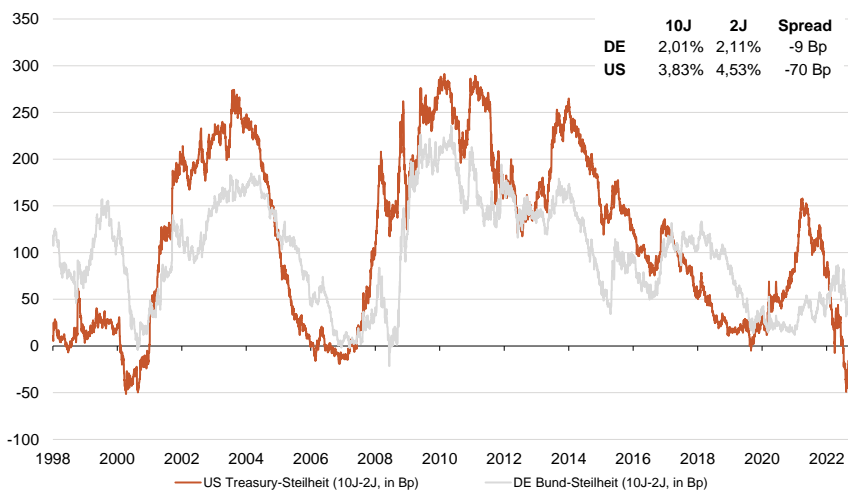


- Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren sahen dank den niedriger als erwarteten US-Inflation für Oktober deutlich fallende Renditen. Die Anleger sind somit wieder der Überzeugung, dass die Inflation mittelfristig deutlich fällt und verlangen somit eine geringere Laufzeitprämie.
- Am deutlichsten ist die Rendite mit über 80 Basispunkten bei italienischen Staatsanleihen und bei UK-Staatsanleihen gefallen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 18.11.2022

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

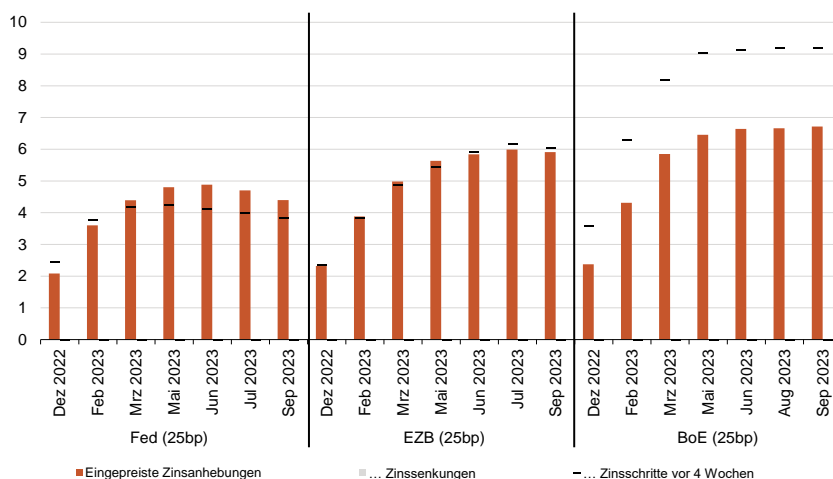


- Nachdem die US-Renditestrukturkurve nun schon mehrere Monate invertiert ist und jüngst neue Jahrestiefs gemacht hat, ist nun auch die deutsche Renditestrukturkurve invertiert. Beide Kurven zeigen somit deutlich eine wirtschaftliche Rezession an.

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 - 18.11.2022

## Implizite Leitzinsveränderungen



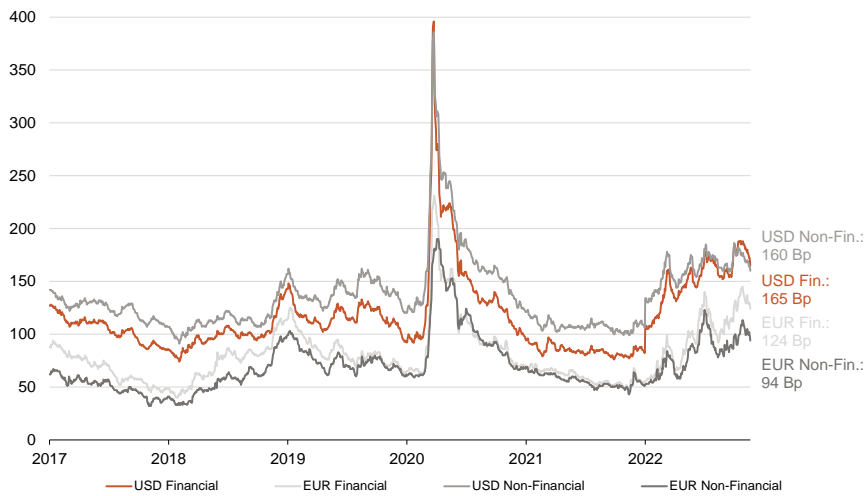
- Die nach unten überraschenden US-Inflationsszahlen senkten die Markterwartungen bezüglich steigender Zinsen leicht. Für Dezember erwartet der Markt eine Zinssteigerung von rund 50 Basispunkten durch die Fed und EZB.
- Bei der BoE erwartet der Markt ebenfalls einen Zinsschritt von rund 50Bp nach oben. Vor vier Wochen waren es noch 100Bp, welche dank einer Politikwende nicht mehr erwartet werden.

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: 28.10.2022 - 18.11.2022



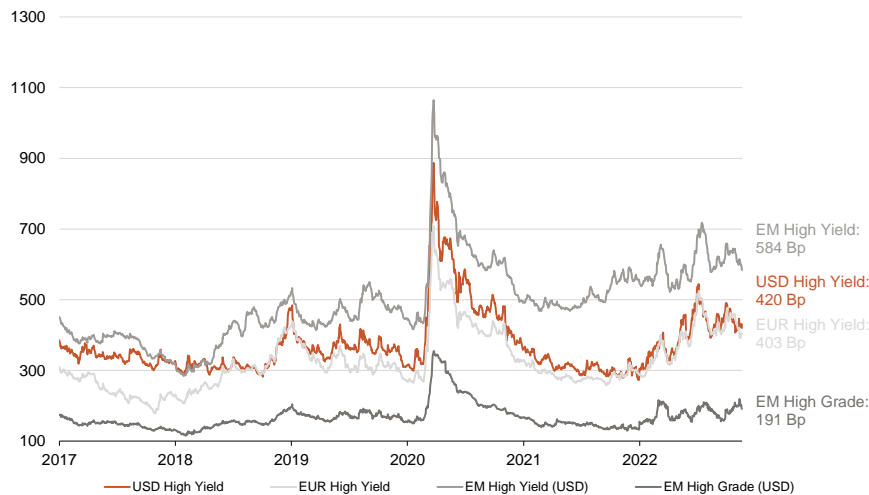
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- USD-Investment-Grade-Unternehmensanleihen konnten auch in den letzten zwei Wochen fallende Risikoaufschläge verzeichnen. Viele Anleger schauen verstärkt auf das Segment, auch als Alternative zu Aktien. USD-Finanzanleihen verzeichneten beispielsweise eine Spreadeinengung von 15 Basispunkten.
- Die Risikoaufschläge bei EUR-IG-Unternehmensanleihen haben sich hingegen kaum bewegt.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
 Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 18.11.2022

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Hochzinsanleihen sahen ebenfalls eine leichte Spreadeinengung. Die deutlichste Bewegung war bei EUR-Hochzinsanleihen zu verzeichnen. Dort sind die Risikoaufschläge in den letzten zwei Wochen um rund 20 Basispunkte gefallen. Mit dem Hintergrund einer Rezession, insbesondere in Europa, dürfte ein möglicher weiterer Spreadverfall herausfordernder sein.

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: 01.01.2017 - 18.11.2022

## Anleihe-segmente in der Übersicht

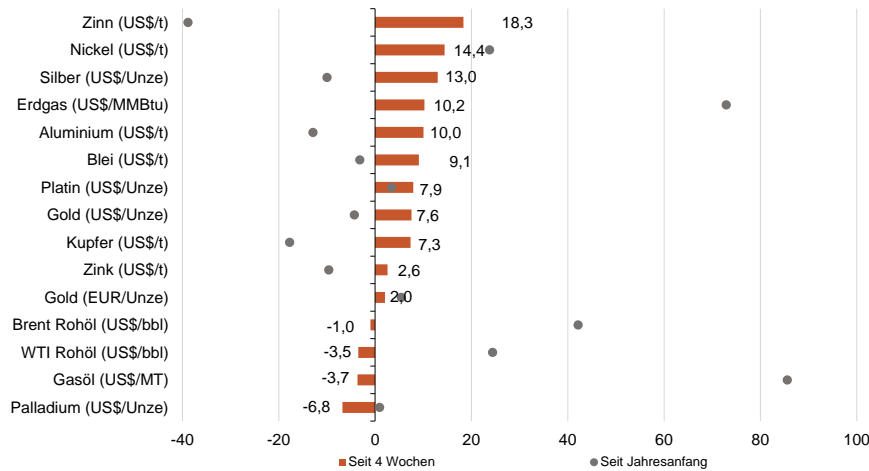
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	18/11/21 18/11/22	18/11/20 18/11/21	18/11/19 18/11/20	18/11/18 18/11/19	18/11/17 18/11/18
<b>EUR Government</b>	2,58	-0,27	7,4	-	-	-	3,1	-15,2	-16,2	-2,0	3,8	9,7	-1,3
Germany	2,01	-0,10	7,4	-	-	-	1,9	-14,9	-15,8	-1,5	1,7	5,3	0,9
<b>EUR Corporate</b>	3,93	-0,38	4,6	105	-10	85	2,7	-13,3	-13,7	-0,2	2,3	6,2	-1,4
Financial	4,11	-0,36	3,9	124	-13	89	2,4	-11,6	-11,9	0,1	1,9	5,6	-1,3
Non-Financial	3,83	-0,39	5,1	94	-8	82	2,9	-14,1	-14,6	-0,4	2,4	6,6	-1,4
<b>EUR High Yield</b>	7,45	-0,85	3,3	403	-48	75	4,1	-11,9	-12,0	5,3	2,7	8,1	-2,3
<b>US Treasury</b>	4,22	-0,10	6,2	-	-	-	1,1	-13,4	-13,1	-2,7	7,9	10,0	-1,6
<b>USD Corporate</b>	5,60	-0,35	6,9	161	-21	81	3,3	-16,5	-16,3	0,1	9,3	14,7	-2,6
Financial	5,79	-0,31	5,1	165	-22	90	2,8	-13,7	-13,5	-0,1	8,7	12,7	-1,7
Non-Financial	5,51	-0,36	7,7	160	-19	77	3,5	-17,8	-17,5	0,2	9,5	15,5	-3,0
<b>USD High Yield</b>	8,88	-0,44	4,3	420	-25	64	2,2	-11,4	-10,7	7,3	5,8	9,5	0,6
<b>EM High Grade</b>	6,04	-0,15	5,2	191	-1	59	1,9	-16,2	-16,0	0,7	5,7	12,4	-1,8
<b>EM High Yield</b>	11,52	-1,02	3,9	584	-54	62	4,2	-19,0	-19,8	0,7	6,9	11,4	-2,1

- In den letzten vier Wochen sah der Anleihemarkt eine deutlich Erholung. EUR-Hochzinsanleihen konnten dank der deutlichen Spreadeinengung und gleichzeitig fallender Zinsen mehr als 4% zulegen. Aber auch sichere Staatsanleihen wie EUR-Staatsanleihen konnten sich positiv entwickeln. Lediglich EM-IG-Anleihen haben leicht an Wert verloren.

ICE BofA Indizes in folgender Abfolge: Euro Government; German Government; Euro Corporate; Euro Financial; Euro Non-Financial; Euro High Yield; US Treasury; US Corporate; US Financial; US Non-Financial; US High Yield; High Grade Emerging Markets Corporate Plus; High Yield Emerging Markets Corporate Plus. EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.  
 Quelle: FactSet, Zeitraum: 18.11.2017 - 18.11.2022



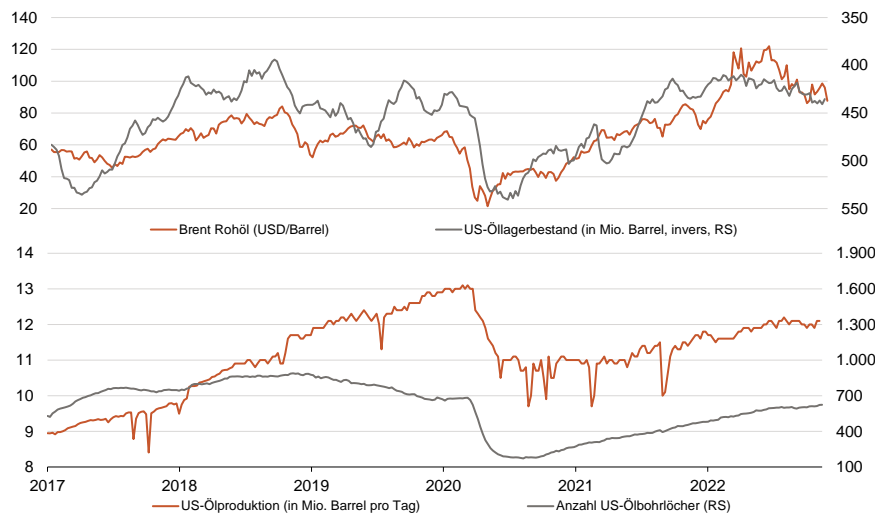
Performance Rohstoffe



- Die meisten Rohstoffe verzeichneten im letzten Monat Gewinne.
- Industriemetalle und Edelmetalle wie Silber und Platin, die in der Industrie Anwendung finden, führen das Feld an. Dabei sind die starken Bewegungen allerdings nicht nur fundamental, sondern auch durch die dünne Liquidität zu erklären. So erlebte beispielsweise Nickel abermals dieses Jahr einen kräftigen Squeeze.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 18.11.2022

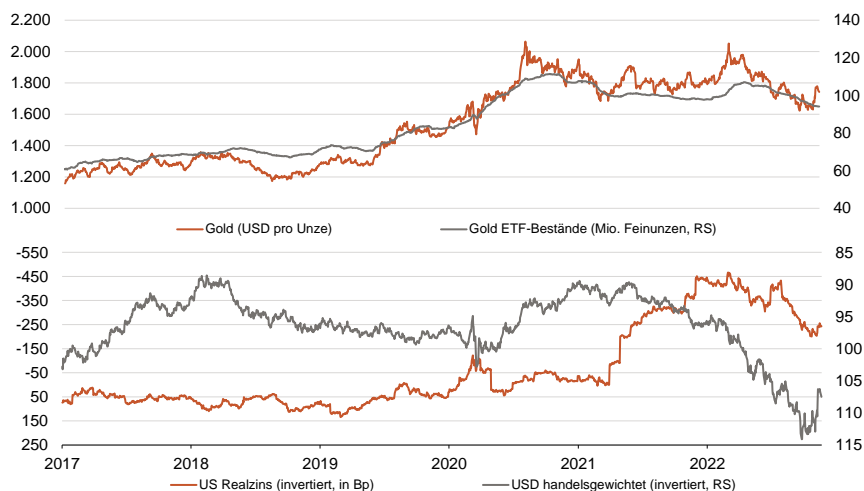
Rohöl



- Öl hat in den vergangenen Tagen deutlich nachgegeben. Anfang des Monats hatten noch die Hoffnungen auf ein Re-opening in China dominiert. Nachdem die Infektionszahlen dort jedoch zuletzt gestiegen sind, hat sich der Markt wieder auf die Nachfrageschwäche im Westen konzentriert. Bisher hält sich diese allerdings in Grenzen. So sind die US-Öllagerbestände vergangene Woche um über 5m Barrel gefallen. Inklusive der strategischen Reserven, sind die Bestände auf dem niedrigsten Stand seit 2001.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 18.11.2022

Gold



- Gold profitierte in den letzten Wochen sowohl von den gefallen (Real)Zinsen als auch von dem schwächeren US-Dollar. Aktuell notiert das Edelmetall bei über 1.750 USD je Unze.
- Noch viel besser hat sich Silber entwickelt, welches vom Oktober-Tief in der Spitze bis zu 20% hinzugewann.

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: 01.01.2017 - 18.11.2022

**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](mailto:ulrich.urbahn@berenberg.de)



**Karsten Schneider, CFA | 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](mailto:karsten.schneider@berenberg.de)



**Ludwig Kemper, CFA | 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](mailto:ludwig.kemper@berenberg.de)



**Philina Kuhzarani | Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-533 | [philina.kuhzarani@berenberg.com](mailto:philina.kuhzarani@berenberg.com)

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information 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 zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. 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. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 21. November 2022

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)