

Aktueller Marktkommentar

Die Kombination aus positiven Inflationsüberraschungen und restriktiven Zentralbanken sorgt für weiterhin hohe Volatilität an den Finanzmärkten. Der S&P 500 hat sich zuletzt auf die alten Tiefstände von Juni zubewegt, diese aber anders als der Stoxx 600 nicht unterschritten. Zeitgleich sind die Anleiherenditen deutlich, vor allem am kurzen Ende, gestiegen, sodass sich die Zinsstrukturkurven weiter verflacht haben – ein Zeichen, dass die Marktteilnehmer zunehmend eine Rezession erwarten. Die Fed Fund Futures preisen nun einen Leitzins von 4,6% für März 2023 ein – also zwei Zinsschritte mehr als noch vor zwei Wochen. Für die Fed wird es entsprechend immer schwieriger, falkenhaft zu überraschen. Zeitgleich ist die Anlegerstimmung und -positionierung äußerst gering. Aus unserer Sicht bieten sich zunehmend Chancen. Anleger mit einer defensiven Positionierung sollten überlegen, ob es nicht Zeit ist für eine ausgewogenere Positionierung – sowohl bei Aktien als auch Anleihen. Wir haben einen Schritt in diese Richtung gemacht.

Kurzfristiger Ausblick

Nachdem die letzten zwei Wochen ganz im Zeichen der globalen Zinspolitik standen, kehrt für die nächsten zwei Wochen mehr Ruhe an der Zentralbank-Front ein. Politisch interessant dürfte es kommende Woche nach den gestrigen italienischen Parlamentswahlen und in der Folgewoche bei der chinesischen Nationalfeiertagswoche (Golden Week) werden. In Zeiten der Energieknappheit entscheidet zudem die OPEC+ am 5. Oktober über den weiteren Förderungsumfang.

Konjunkturell stehen am Montag das Ifo-Geschäftsklima (Sep.) für Deutschland und die Anhörung Lagardes vor dem EU-Parlament im Mittelpunkt. Am Dienstag folgen dann für die USA die vorläufigen Auftragseingänge langlebiger Güter (Aug.), das Verbrauchervertrauen (Sep.) und die Neubauverkäufe (Aug.). Am Donnerstag blickt der Markt dann gespannt auf die Erstanträge der Arbeitslosenunterstützung und das finale vierteljährliche BIP der USA. Am Freitag stehen die Arbeitsmarktdaten der Eurozone (Aug.) sowie die PMI-Daten (Sep.) für China im Fokus.

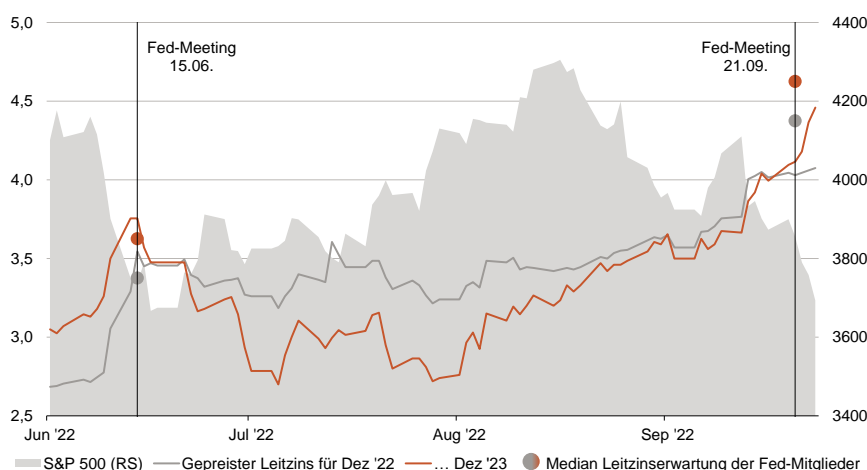
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Italienische Parlamentswahl, Golden Week und OPEC+ im Fokus der Märkte.

Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten dürften Aufschluss über Rezessionsgefahr geben.

US-Zentralbank überrascht falkenhaft und setzt Märkte unter Druck



- Die Wirtschaftsdaten sind robuster als erwartet und die Inflation bleibt hartnäckig. Entsprechend hat der Markt in den letzten Wochen seine Leitzinserwartungen kräftig nach oben geschraubt und rechnet nun sogar mit steigenden Leitzinsen für das Gesamtjahr 2023.
- Die Fed-Mitglieder erhöhten ihre Prognosen um gut 1Pp ggü. der Juni-Sitzung. Sie übertrafen damit dieses Mal die Erwartungen und setzten die Märkte weiter unter Druck. Weitere negative Überraschungen sind damit schwieriger geworden. Das ist positiv für die Märkte!

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.06.2022 - 23.09.2022



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.08.22 - 23.09.22)	YTD (31.12.21 - 23.09.22)	23.09.21	23.09.20	23.09.19	23.09.18	22.09.17
USD/EUR-Wechselkurs	2,9	17,4	21,2	-0,7	-5,7	6,9	1,7
Euro-Übernachteinlage	-0,3	0,0	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Gold	-2,7	5,4	14,2	-7,1	15,4	35,6	-6,0
EUR Staatsanleihen	-3,2		-11,2	-0,2	0,1	5,5	-0,2
EUR Unternehmensanleihen	-10,4		-15,1	1,8	0,3	5,9	0,2
Aktien Frontier Markets	-3,9		-6,1	29,2	-7,2	11,8	-4,9
Globale Wandelanleihen	-9,5		-12,2	31,2	18,0	5,4	7,2
Industriemetalle	-4,8		7,7	43,1	-6,5	4,9	0,6
Aktien Industrienationen	-9,8	0,1	-3,5	35,9	0,5	8,7	14,3
Aktien Emerging Markets	-10,4		-11,4	19,9	2,1	5,9	-0,7
REITs	-7,3		-4,4	33,7	-21,6	23,4	3,4
Brent	-9,8		69,0	86,8	-41,7	-7,6	50,7
	-15,2	55,2					
	-10,8						

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.

- Die USD-Stärke hat zuletzt wieder Fahrt aufgenommen, getrieben durch eine hartnäckige hohe US-Inflationsrate und der restriktiven US-Geldpolitik.
- Gold konnte seine Verluste nach der Ankündigung Russlands einer Teilmobilisierung begrenzen.
- REITs gehörten zu den relativen Verlierern. Die hohe Zinssensitivität und Rezessionsorgen belasteten.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.09.2017 - 23.09.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.08.22 - 23.09.22)	YTD (31.12.21 - 23.09.22)	23.09.21	23.09.20	23.09.19	23.09.18	22.09.17
MSCI Japan	-4,7		-11,3	22,0	-0,2	4,1	12,1
DAX	-9,4		-21,5	23,7	2,4	-0,7	-1,3
S&P 500	-22,7		2,0	38,8	3,7	11,4	21,4
Euro Stoxx 50	-6,3		-18,1	34,3	-8,2	6,0	-0,6
Stoxx Europa 50	-8,0		-4,2	25,8	-7,0	8,6	1,4
MSCI EM Asien	-7,0		-12,9	15,6	12,2	3,4	1,7
Stoxx Europa Zyklisch	-13,4		-20,8	43,6	-6,5	-3,2	1,9
MSCI USA Small Caps	-8,1		-5,5	56,5	-11,0	2,2	21,1
MSCI EM Osteuropa	-23,4		-84,7	52,3	-23,3	23,4	6,0
Stoxx Europa Defensiv	-8,5		-2,2	20,2	-6,0	10,7	4,6
MSCI Großbritannien	-9,3		1,9	33,0	-21,1	3,6	4,8
Stoxx Europa Small 200	-8,5		-31,1	43,1	-1,3	0,5	5,9
	-31,0						

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.

- Die sich abzeichnende Rezession und die höheren Zinsen verunsicherten die Aktienmärkte, welche in der Breite nachgaben.
- Der DAX und japanische Aktien hielten sich vergleichsweise noch am besten. Dagegen litten britische Aktien und europäische Nebenwerte besonders.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.09.2017 - 23.09.2022

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.08.22 - 23.09.22)	YTD (31.12.21 - 23.09.22)	23.09.21	23.09.20	23.09.19	23.09.18	22.09.17
Chinesische Staatsanleihen	0,3		5,1	5,4	2,9	7,1	4,3
US-Staatsanleihen	-0,3		5,5	-3,3	2,1	18,0	-0,3
EM-Staatsanleihen (lokal)	-3,7		-4,0	3,6	-7,6	19,6	-8,1
EM-Staatsanleihen (hart)	-0,9		-6,8	5,2	-5,1	20,9	-1,0
EUR Hochzinsanleihen	-3,0		-14,2	9,1	-0,4	5,2	1,1
EUR Finanzanleihen	-1,8		-14,3	2,0	0,3	5,5	0,0
Italienische Staatsanleihen	-8,0		-17,8	2,0	2,1	15,4	-1,6
EUR Nicht-Finanzanleihen	-13,6		-15,6	1,6	0,3	6,2	0,2
Deutsche Staatsanleihen	-13,5		-14,8	-1,9	-0,9	8,2	0,8
USD Hochzinsanleihen	-14,9		-13,2	12,1	1,7	6,9	3,1
USD Unternehmensanleihen	-14,7		-17,5	2,4	8,5	13,0	-1,3
Britische Staatsanleihen	-4,3		-29,5	1,8	0,1	15,6	-0,7
	-13,5						
	-4,4						
	-16,8						
	-30,9						

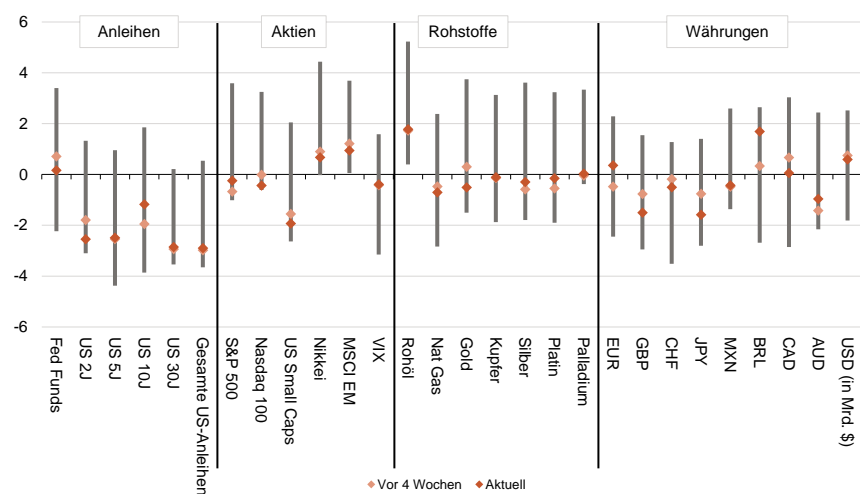
Deutsche Staatsanleihen: IBOXX Euro Germany Sov TR; Italienische Staatsanleihen: IBOXX Euro Italy Sov TR; US-Staatsanleihen: ICE BofA US Treasury TR; Britische Staatsanl.: IBOXX Sterling Gilts Overall TR; Chinesische Staatsanl.: ICE BofA China Govt; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: 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

- Die Erwartung und dann die Bestätigung der weiterhin falkenhaften Zinspolitik der Fed auf der September-Sitzung belastete die globalen Anleihemärkte. Lediglich chinesische Staatsanleihen gewannen dazu. Wie vom Markt erwartet hob die Fed den Leitzins um weitere 75 Basispunkte an. Auch die BoE zog dann mit einer Erhöhung von 50 Basispunkten nach.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.09.2017 - 23.09.2022



Spekulative Positionierung

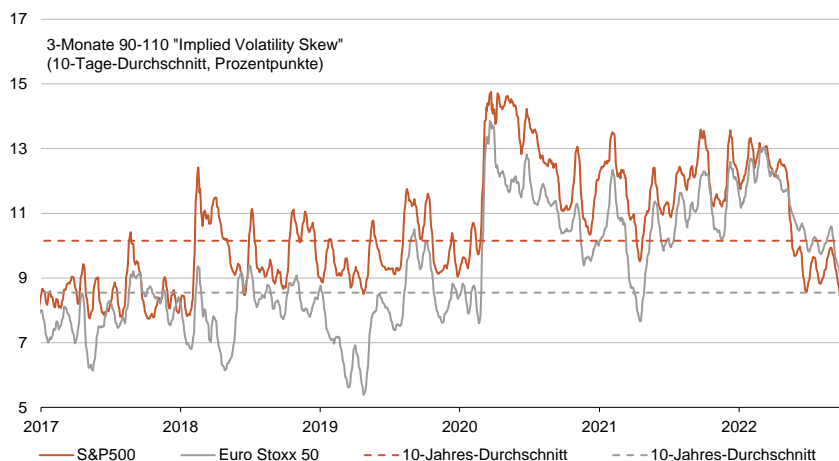


- Hedge-Fonds haben im letzten Monat in Antizipation weiterer restriktiver Töne der Fed ihre Short-Positionen in 2-jährigen US-Treasuries deutlich erhöht.
- Bei Aktien bleiben sie durch die Bank weg vorsichtig positioniert.

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: 20.09.2012 - 20.09.2022

Put-Call-Skew

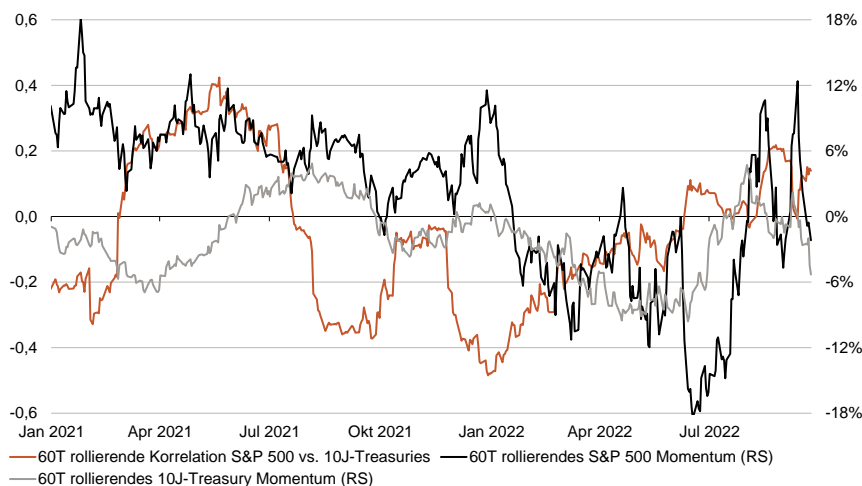


- Die Skew ist in den letzten Wochen sowohl in Europa als auch in den USA weiter gefallen.
- Normalerweise würde eine flache Skew auf unvorsichtige Anleger deuten, allerdings spricht die ungewöhnliche Kombination aus gefallenem Märkten, gesteigener Volatilität und flacher Skew vielmehr für begrenztes Abwärtspotenzial.

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: 23.09.2012 - 23.09.2022

60-Tage-Momentum und -Korrelation



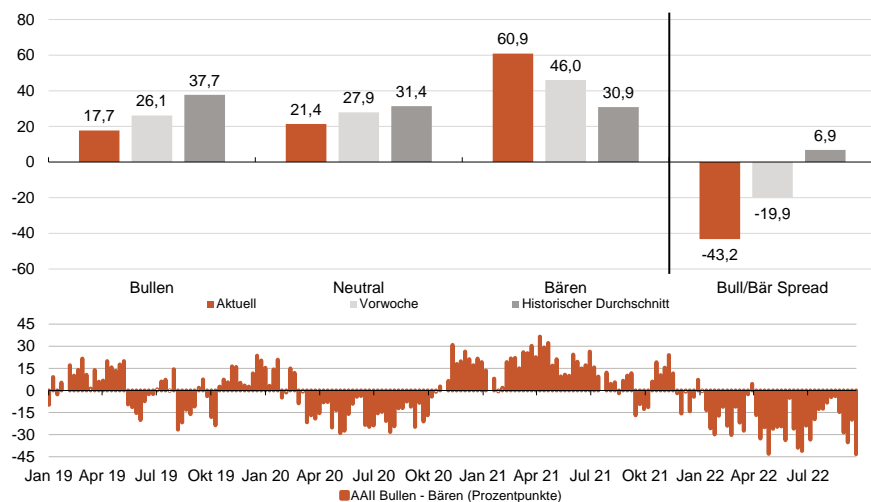
- US-Staatsanleihen und US-Aktien sind in den letzten Wochen im Einklang gefallen. Damit ist das Momentum beider Anlageklassen mittlerweile wieder negativ, die Korrelation wiederum positiv.

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 - 23.09.2022



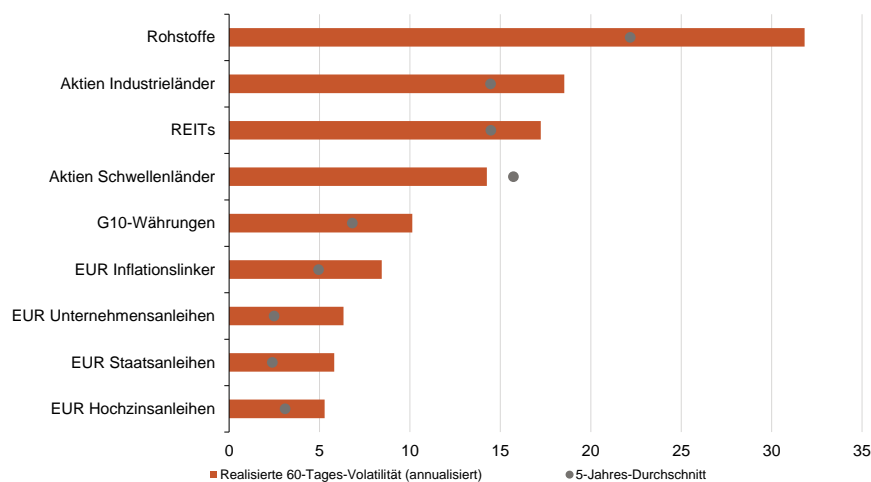
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat einen neuen Tiefpunkt erreicht. Seit Start der Aufzeichnung in 1987 gab es überhaupt nur 3 Wochen, in denen der Bull/Bär-Spread niedriger als -43 Pp stand. In den folgenden 12 Monaten stieg der S&P 500 in allen drei Fällen um mehr als 20%.

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 - 22.09.2022

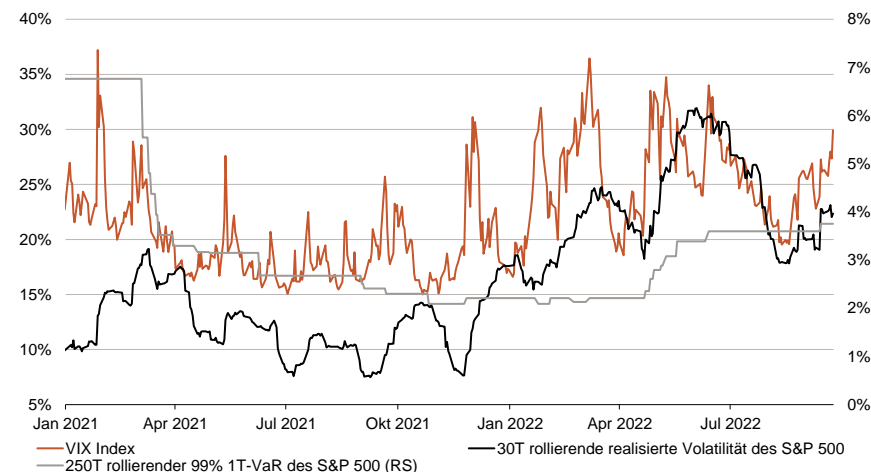
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierte Volatilität bleibt für die meisten Anlageklassen überdurchschnittlich hoch.
- Einzig Schwellenländeraktien weisen eine erstaunlich niedrige Volatilität auf. Das dürfte nicht zuletzt an der robusten Performance lateinamerikanischer Aktien liegen.

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: 23.09.2017 - 23.09.2022

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

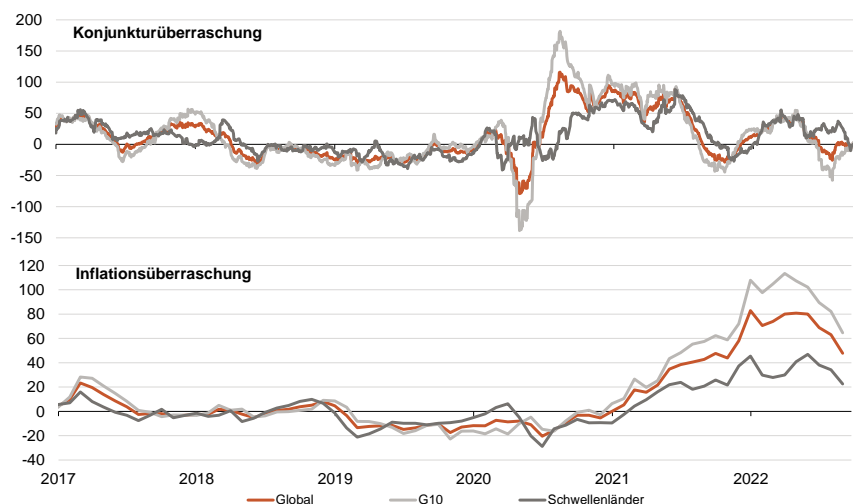


- Die realisierte und implizite Volatilität über die letzten bzw. nächsten 30 Tage sind in den letzten Wochen im Einklang gestiegen. Angesichts von Tagesrenditen im S&P 500 von teils -4% blieb die implizite Volatilität ungewöhnlich niedrig. Ein Volatilitätsschock blieb in diesem Bärenmarkt bisher aus.

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 - 23.09.2022



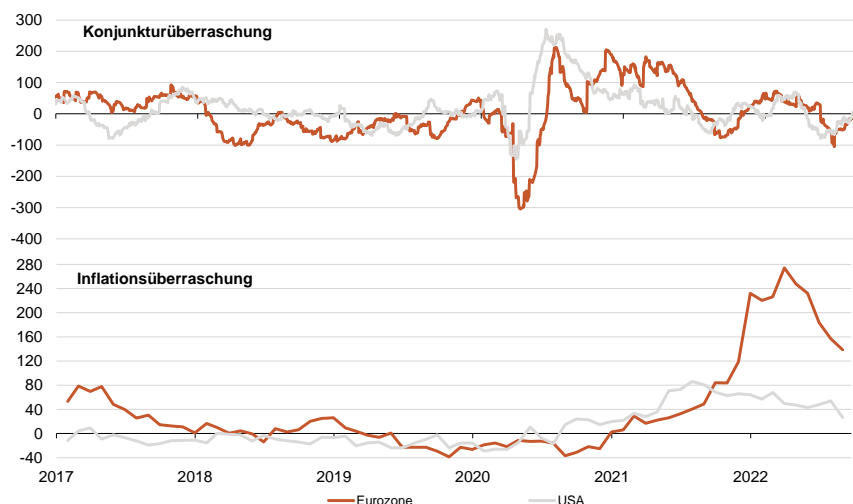
Global



- Der Trend negativer Konjunkturüberraschungen scheint zumindest temporär vorüber. Auf globaler Ebene, bei den Industrienationen wie auch den Schwellenländern überwogen wieder die positiven Konjunkturüberraschungen. Der Markt strafte dies ab, weil es weiteren restriktiven Zinspolitik-Spielraum für die Zentralbanken bedeutet.
- Die positiven Inflationsüberraschungen hingegen nahmen weiter ab.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 23.09.2022

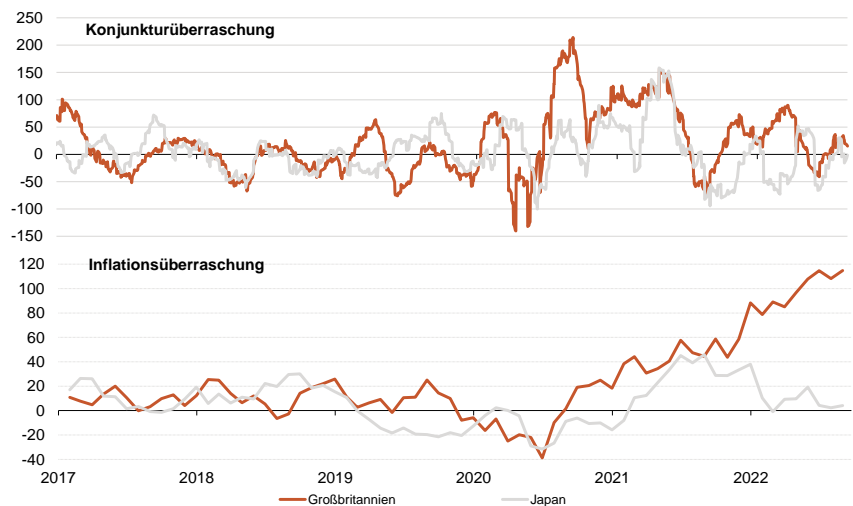
Eurozone & USA



- Die US-Konjunkturüberraschungen traten Mitte September zum ersten Mal seit Ende Mai wieder in den positiven Bereich ein. Die Arbeitsmarktdaten und die PMI-Einkaufsmanagerdaten überraschten positiv, während die monatliche Inflationsveränderung und die Industrieproduktionsdaten enttäuschten.
- In der Eurozone spiegelte sich das Bild. Hier trafen die jährliche Inflationsveränderung und die monatliche Gesamt-PMI-Veränderung die Erwartungen, während die Industrieproduktion und das Verbrauchervertrauen enttäuschten.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 23.09.2022

Großbritannien & Japan

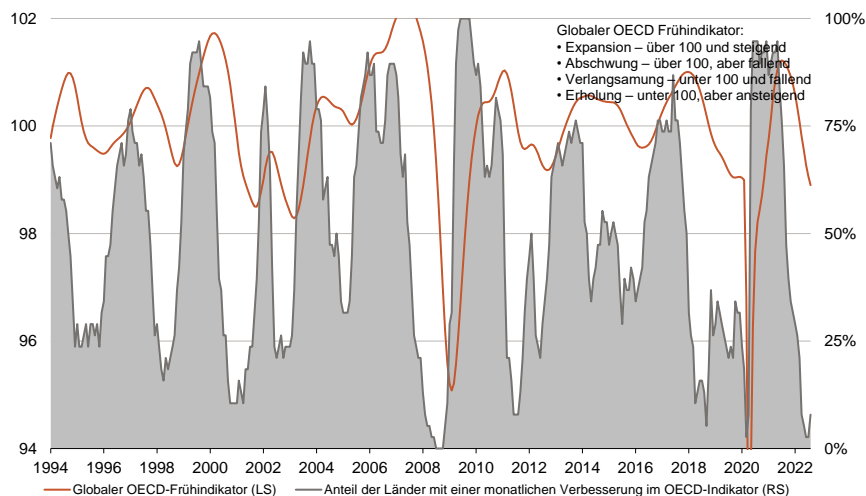


- Bei den Konjunkturdaten für Japan und Großbritannien gab es zuletzt im Aggregat kaum große Überraschungen.
- In Großbritannien lagen zudem die Inflationsdaten weiterhin über den Erwartungen.

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: 01.01.2017 - 23.09.2022



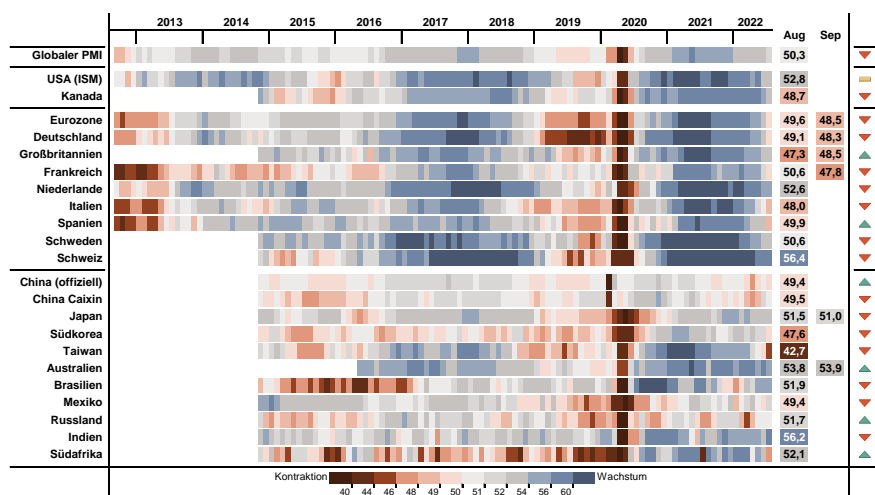
OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator – bereits seit einigen Wochen unter der wichtigen Kernmarke von 100 und weiter fallend – deutet auf eine wirtschaftliche Verlangsamung.
- Auf Länderebene besserte sich das Bild leicht. 8% der Länder verbesserten sich im August im Vergleich zum Vormonat.

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 - 23.09.2022

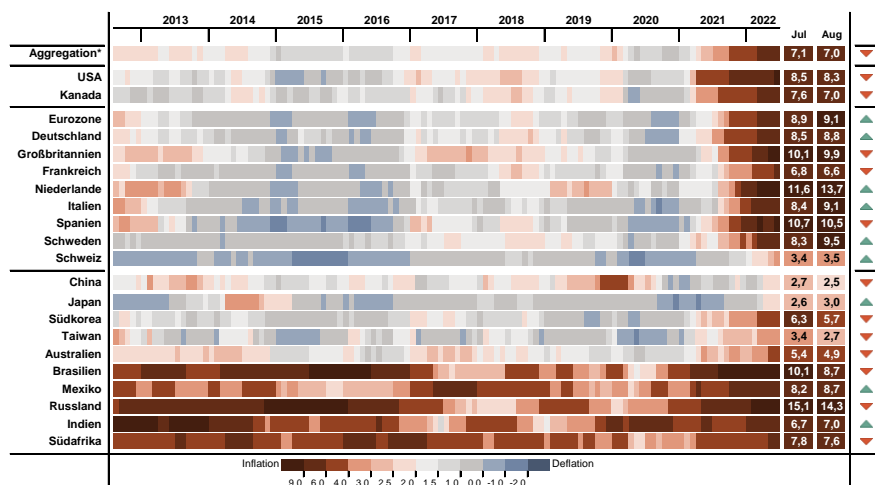
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die vorläufigen Einkaufsmanagerdaten (PMI) zeigen für die Eurozone immer deutlicher die rückläufige Aktivität in der Industrie. In der Eurozone sind die PMI-Daten weiter unter die 50er-Marke gefallen und auf den niedrigsten Stand seit der Corona-Pandemie. Auch in Deutschland und Frankreich ist der Industrieindex gesunken.

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: 23.09.2012 - 23.09.2022

Gesamtinflation

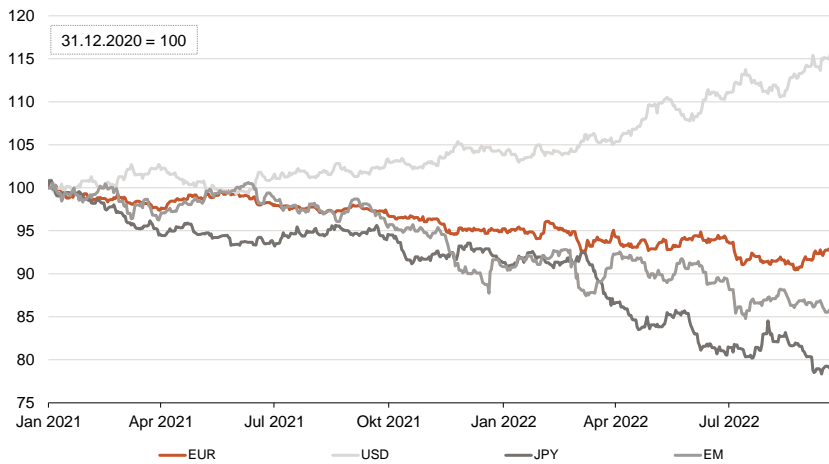


- Auch wenn die global aggregierte Inflation im August leicht gesunken ist, fällt das regionale Inflationsbild gemischt aus. In den USA, Großbritannien, Frankreich, Spanien und China ist die Teuerungsrate im Vergleich zum Vormonat gesunken. In Deutschland, Holland, Italien, Japan und Indien ist sie hingegen gestiegen. In der Eurozone hat sie sogar den höchsten Wert seit der Euro-Einführung im Jahr 1999 erreicht.

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: 23.09.2012 - 23.09.2022



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

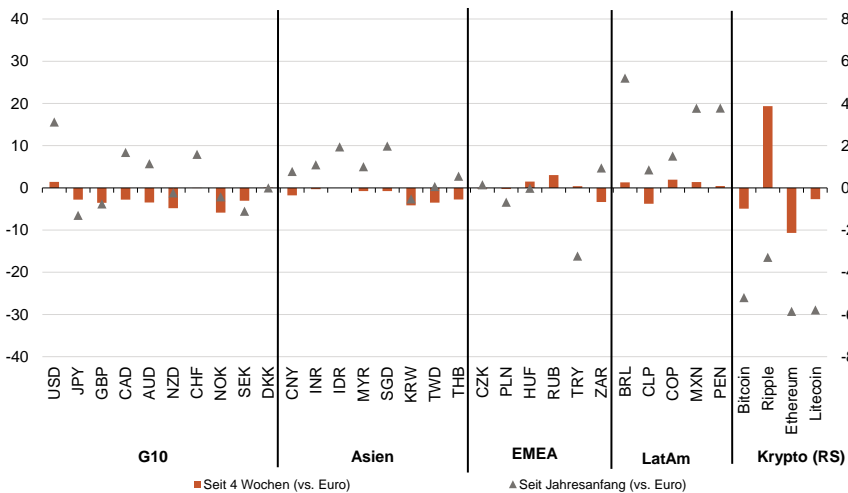


- Die Dollarstärke setzte sich in den letzten Wochen unermüdlich fort.
- Leidtragende waren jüngst insbesondere der japanische Yen und Schwellenländerwährungen.
- Der Euro hingegen legte handelsgewichtet dank restriktiver EZB sogar leicht zu.

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 - 23.09.2022

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

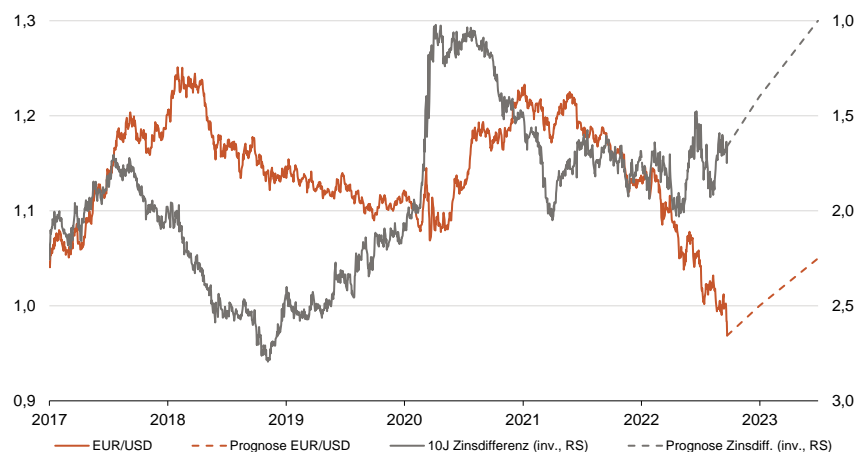


- Über den letzten Monat bietet sich ein ungewöhnliches Bild am Währungsmarkt. Der Euro verzeichnete gegenüber vielen hier dargestellten Währungen Gewinne. Unterstützung kam seitens Christine Lagarde und Isabel Schnabel, die beide den falkenhaften Kurs der EZB bestätigten.
- Das Pfund erlebte mit Bekanntgabe der expansiven Fiskalpläne von Premier Truss heftige Kursverluste.
- Der langerwartete „Merge“ bei Ethereum konnte der Kryptowährung keinen Rückenwind geben.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 23.09.2022

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der US-Dollar bleibt bärenstark und notiert gegenüber dem Euro deutlich unter der Parität.
- Denn obwohl die EZB sich derzeit im „front-loading“-Modus befindet, kann sie der Fed noch nicht den Rang als restriktivste Zentralbank ablaufen.

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 - 30.06.2023



Sektor- und Styleperformance in Europa

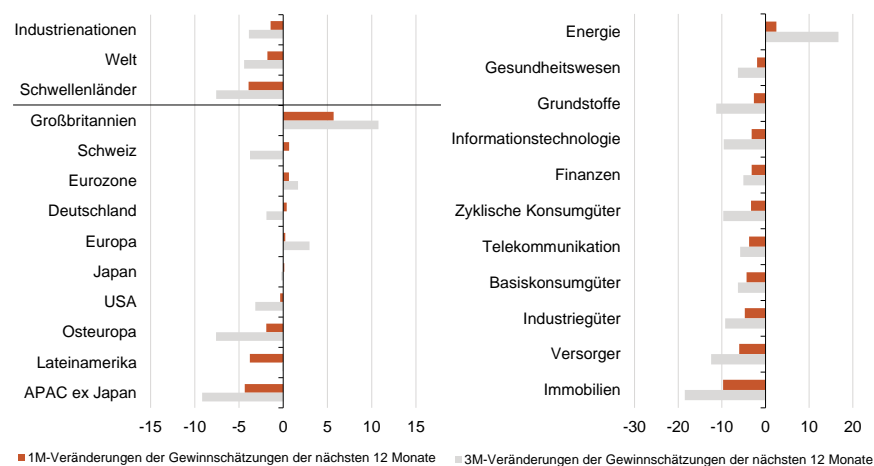
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.08.22 - 23.09.22)	YTD (31.12.21 - 23.09.22)	23.09.21	23.09.20	23.09.19	23.09.18	22.09.17
Finanzen	-12,1	-2,0	-6,0	50,0	-26,1	-5,5	-3,8
Basiskonsumgüter	-6,5	-9,1	-1,4	13,1	-5,3	16,5	1,3
Value	-6,5	-10,3	-5,0	33,4	-19,9	0,0	0,6
Versorger	-8,1	-11,6	-5,0	13,8	4,6	23,9	-1,1
Gesundheit	-8,7	-11,5	-5,6	13,3	10,0	15,9	1,6
Telekommunikation	-8,7	-11,4	-12,2	26,8	-23,0	8,1	-10,7
Zyklische Konsumgüter	-9,2	-26,0	-22,9	41,9	-3,5	3,7	2,6
Grundstoffe	-9,5	-19,5	-14,0	32,1	5,8	-2,6	9,1
Growth	-9,9	-23,5	-20,2	31,0	5,7	9,2	5,4
Industrie	-10,5	-27,5	-24,9	42,2	0,1	3,4	4,7
Informationstechnologie	-11,9	-34,4	-36,1	52,2	15,6	6,0	12,7
Energie	-12,0	19,9	29,2	53,4	-45,9	-4,4	22,9

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.

- Über die letzten vier Wochen verloren alle europäischen Sektoren an Wert. Der Finanzsektor hielt sich jedoch mit einem Verlust von 2% noch relativ gut.
- Energie- und Tech-Unternehmen gaben im Aggregat ca. 12% nach.
- Insgesamt konnte der Value-Stil Growth-Titel weiter outperformen – seit Jahresanfang um mehr als 13Pp.

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: 22.09.2017 - 23.09.2022

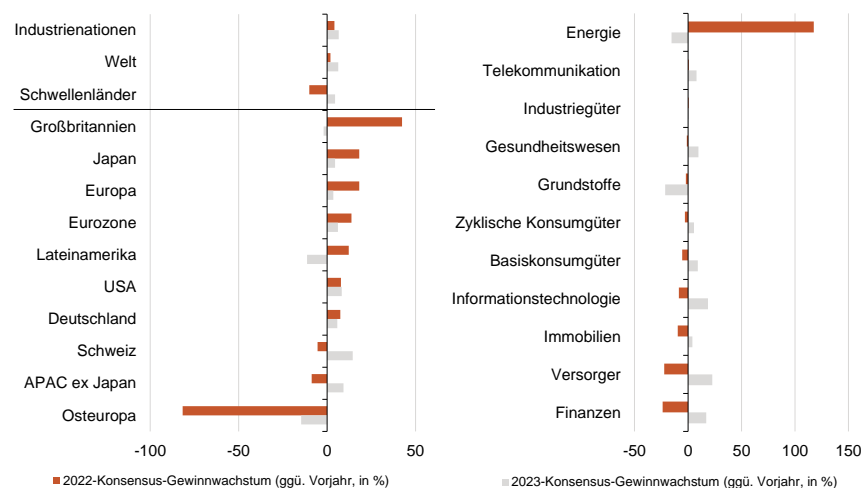
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Die negativen Gewinnrevisions setzten sich über die letzten vier Wochen weiter fort. Insbesondere bei Schwellenländern wurden die Gewinnschätzungen nach unten revidiert. Hier wurden vor allem asiatische Ländern negativ angepasst. Positive Gewinnrevisions gab es lediglich für Großbritannien, die Schweiz, Deutschland und die Eurozone.
- Auf Sektorebene sahen nur Energietitel positive Gewinnrevisions.

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: 23.09.2022

Gewinnwachstum

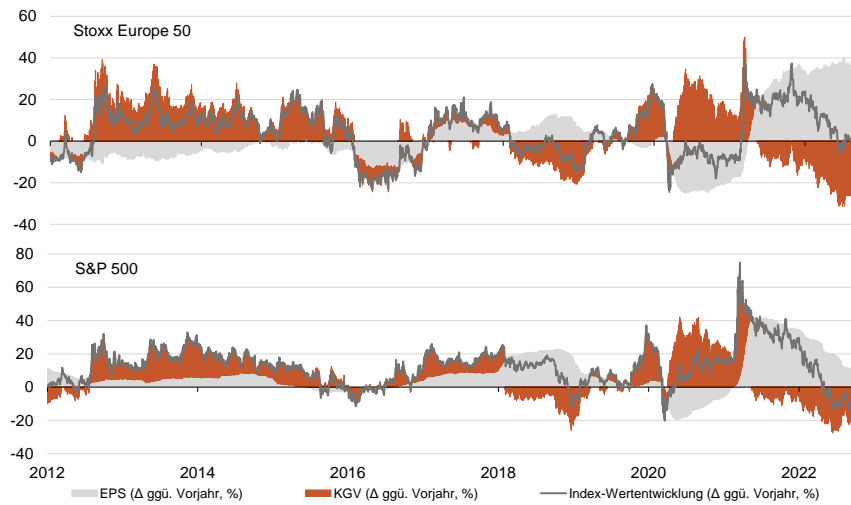


- Sowohl bei den Industrienationen als auch auf globaler Ebene liegen die Gewinnwachstumserwartungen für dieses Jahr unter 5%. Bei den Schwellenländern erwarten die Analysten deutlich negatives Gewinnwachstum. Hier belasten vor allem Asien und Osteuropa.
- Für 2023 erwarten die Analysten deutlich niedrigeres Gewinnwachstum für Europa und die USA und für Lateinamerika sogar negatives Gewinnwachstum.

Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 23.09.2022



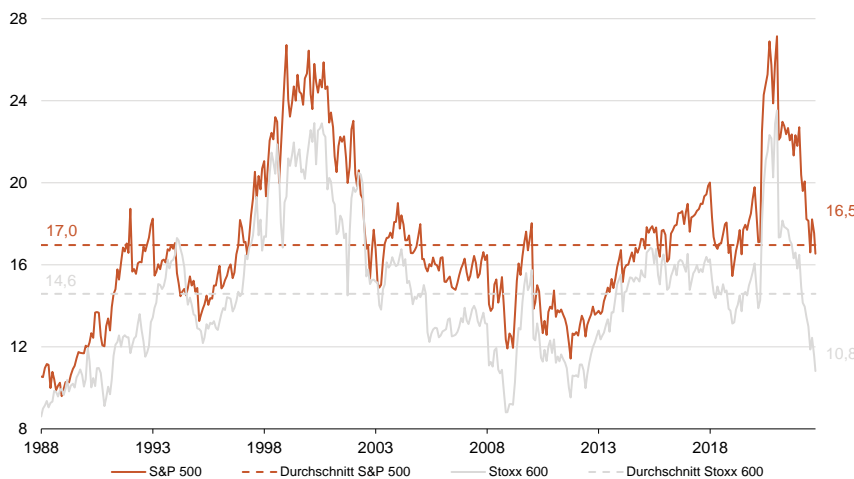
Kontributionsanalyse



- Der S&P 500 konnte auch über die letzten Wochen nicht auf Gewinnrückwind zählen. Der Bewertungsdruck hält zudem weiter an. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist im Vergleich zum Vorjahr um 20% gesunken.
- Der Stoxx Europe 50 erfuhr ebenfalls eine Bewertungskorrektur. Das Gewinnwachstum konnte sich jedoch stabil halten.

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 - 23.09.2022

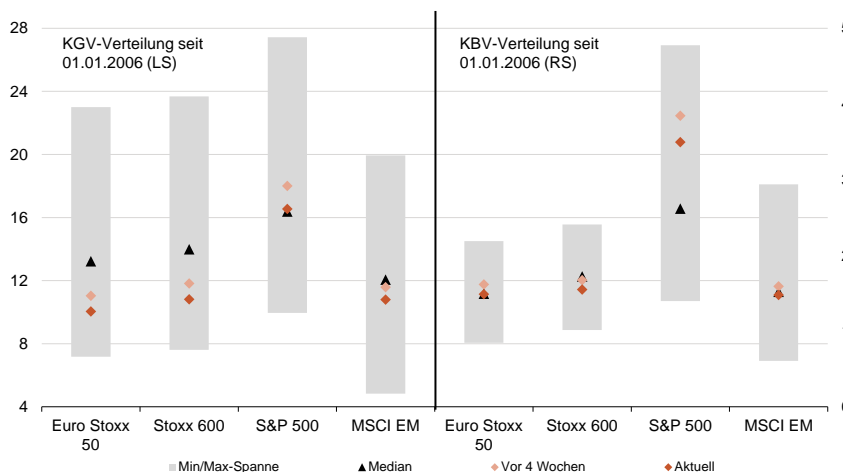
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Der Bewertungsdruck hält in Europa und den USA weiter an. Die steigenden Zinsen ließen die Bewertungskennzahlen deutlich fallen.
- Der KGV des S&P 500 notiert mit einem Wert von 16,5 nun unter dem historischen Durchschnitt von 17.
- Der KGV des Stoxx 600 liegt schon seit einigen Wochen unter dem historischen Durchschnitt. Mit einem Wert von 11,4 ist er damit historisch sehr günstig bewertet.

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 - 23.09.2022

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

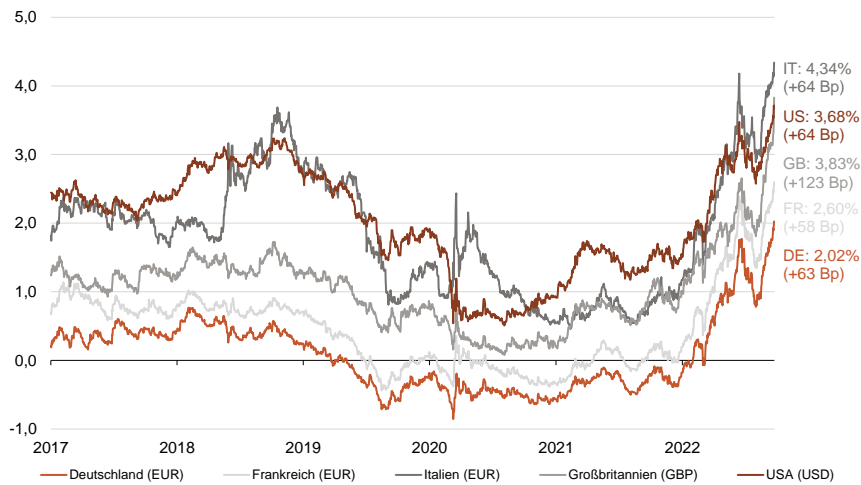


- Die Bewertungsniveaus sind im Vergleich zu vor vier Wochen über alle Segmente gefallen. Die größte Anpassung erfuhr der S&P 500, welcher sich weiter Richtung historischen Medians bewegte. Er ist damit historisch betrachtet deutlich weniger teuer. Europäische Aktien sahen ebenfalls eine Bewertungsanpassung nach unten. Das KBV notiert nun nahe des Medians seit 2006.

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 - 23.09.2022



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

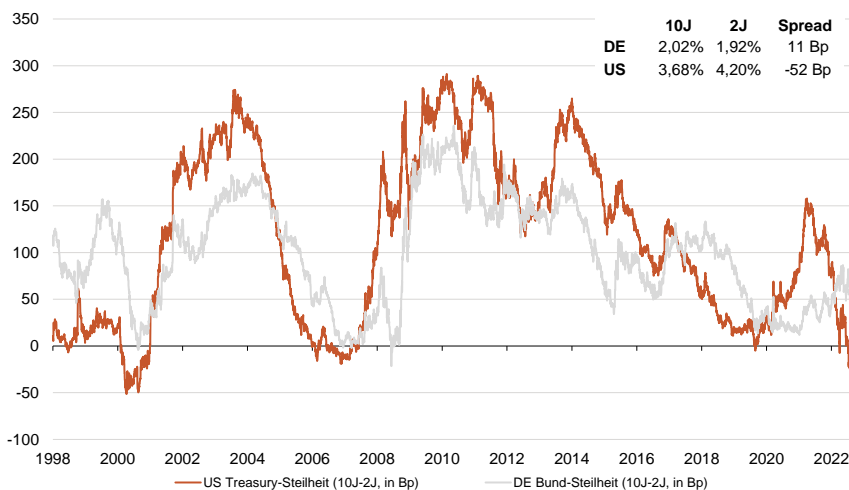


- Der Zinsanstieg seit Anfang August setzte sich auch in den vergangenen Wochen in unvermindertem Tempo fort.
- US-Staatsanleihen notieren mit 3,7% mittlerweile auf dem höchsten Stand seit 2010. Getrieben war der Zinsanstieg dabei primär durch die Realzinsen, wodurch auch Wachstumsaktien schwer belastet wurden.
- Bundesanleihen haben jüngst die Marke von 2% durchbrochen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 23.09.2022

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

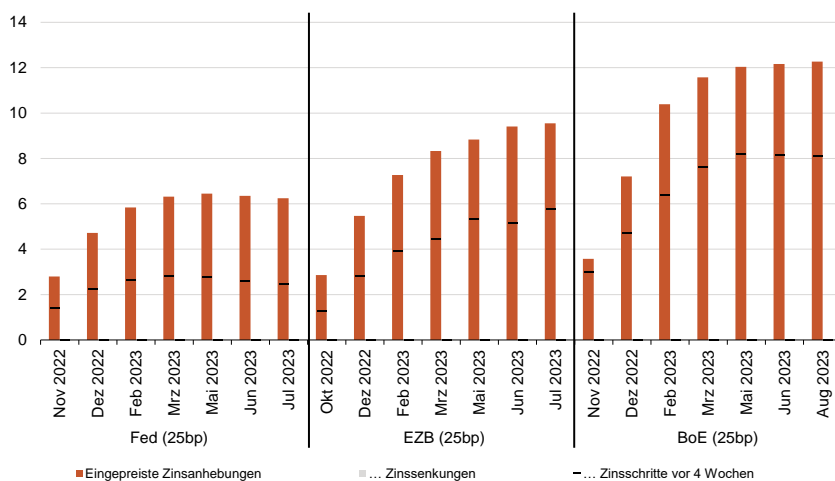


- Die Zinsdifferenz zwischen 2J- und 10J-Bundesanleihen ist in den vergangenen Wochen kräftig gefallen und folgte damit dem Beispiel der US-Kurve. Letztere ist allerdings schon invertiert und notiert aktuell bei -52Bp.
- In Deutschland invertierte jüngst die 30J-5J-Kurve erstmals seit der globalen Finanzkrise. Die Anleihemärkte sind sich also sicher: die Rezession kommt!

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 - 23.09.2022

Implizite Leitzinsveränderungen



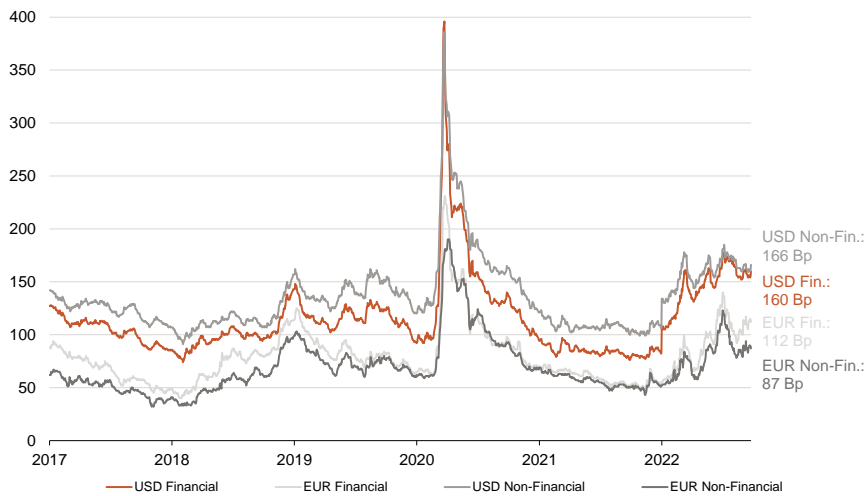
- Nach der EZB-Sitzung ist die Zahl der erwarteten Zinsschritte kräftig gestiegen. Für die verbleibenden zwei Meetings bis Jahresende halten die Marktteilnehmer weitere Erhöhungen von jeweils 75 Bp für am wahrscheinlichsten.
- Während der Pivot der Fed schon für Anfang Q2 nächsten Jahres gepreist wird, dürfte er laut Markterwartungen bei der EZB und der BoE erst später folgen.

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: 26.08.2022 - 23.09.2022



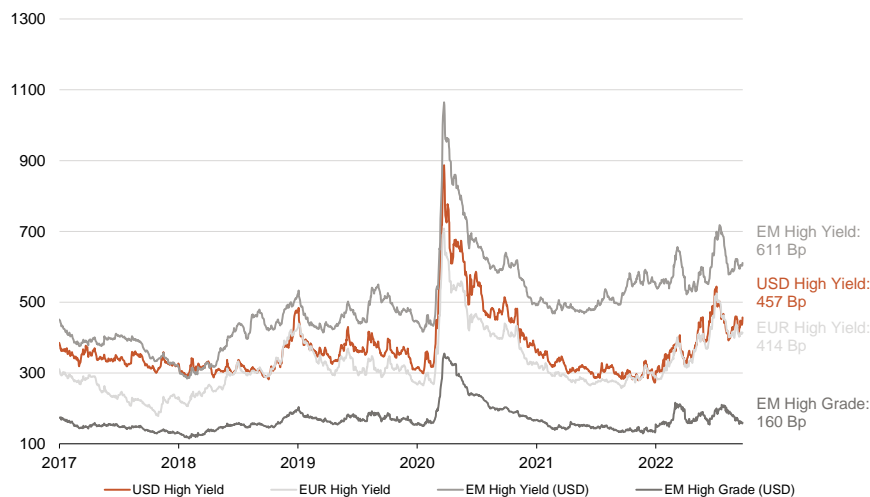
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen sind praktisch unverändert im Vergleich zu vor zwei Wochen.
- Zwar lastet die hohe Inflation und der voraussichtlich damit einhergehend fallende Konsum auf den Unternehmen, allerdings scheinen die Bilanzen gesund und die Cash-Bestände hoch genug, so dass noch nicht mit größeren Ausfällen gerechnet wird.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 23.09.2022

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Die Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen sind nur für US High Yield merklich gestiegen.
- Bei Schwellenländeranleihen mit Investment Grade-Rating sind die Risikoaufschläge sogar leicht gefallen.

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 - 23.09.2022

Anleihe-segmente in der Übersicht

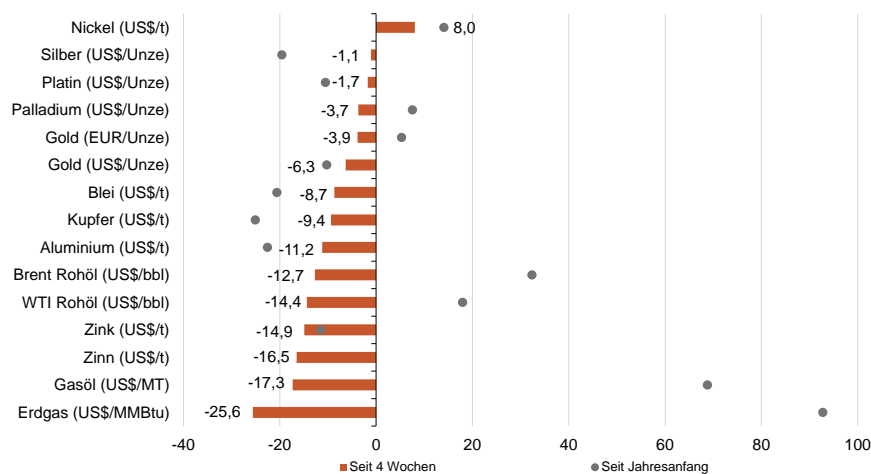
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	23/09/21 23/09/22	23/09/20 23/09/21	23/09/19 23/09/20	23/09/18 23/09/19	23/09/17 23/09/18
EUR Government	2,63	0,80	7,3	-	-	-	-4,5	-15,9	-16,8	-1,1	0,6	11,1	0,6
Germany	1,90	0,83	7,4	-	-	-	-4,7	-14,7	-14,8	-2,0	-0,9	8,1	0,7
EUR Corporate	3,93	0,98	4,6	96	3	76	-3,9	-14,2	-14,9	1,8	0,3	5,9	0,2
Financial	4,05	1,05	3,9	112	8	82	-3,8	-12,5	-13,1	1,7	0,4	5,3	0,2
Non-Financial	3,85	0,93	5,0	87	1	75	-3,9	-15,1	-15,9	1,8	0,2	6,3	0,3
EUR High Yield	7,64	1,03	3,3	414	-3	80	-2,8	-13,6	-14,2	9,1	-0,4	5,2	1,1
US Treasury	4,03	0,75	6,4	-	-	-	-3,3	-12,8	-13,3	-2,8	8,6	10,6	-2,0
USD Corporate	5,46	0,74	6,9	164	4	84	-4,1	-16,8	-17,5	2,4	8,5	13,0	-1,3
Financial	5,52	0,80	5,2	160	5	88	-3,4	-13,9	-14,6	2,2	8,2	11,4	-1,1
Non-Financial	5,43	0,71	7,8	166	4	83	-4,4	-18,0	-18,7	2,5	8,6	13,7	-1,4
USD High Yield	9,21	1,16	4,4	457	27	75	-4,3	-13,5	-13,2	12,1	1,7	6,9	3,1
EM High Grade	5,59	0,52	5,3	160	-22	30	-2,7	-15,4	-16,1	2,9	4,6	11,4	-1,1
EM High Yield	11,83	1,32	3,9	611	17	73	-2,8	-19,5	-22,9	7,2	5,8	9,6	-2,1

- Die Performance aller Anleihe-segmente ist über den letzten Monat deutlich negativ. Damit verbuchen nun alle Segmente seit Jahresanfang mittlerweile zweistellige Verluste.
- Dank der stark gestiegenen Zinsen bieten viele Segmente allerdings in die Zukunft blickend wieder auskömmliche Renditechancen.

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: 23.09.2017 - 23.09.2022



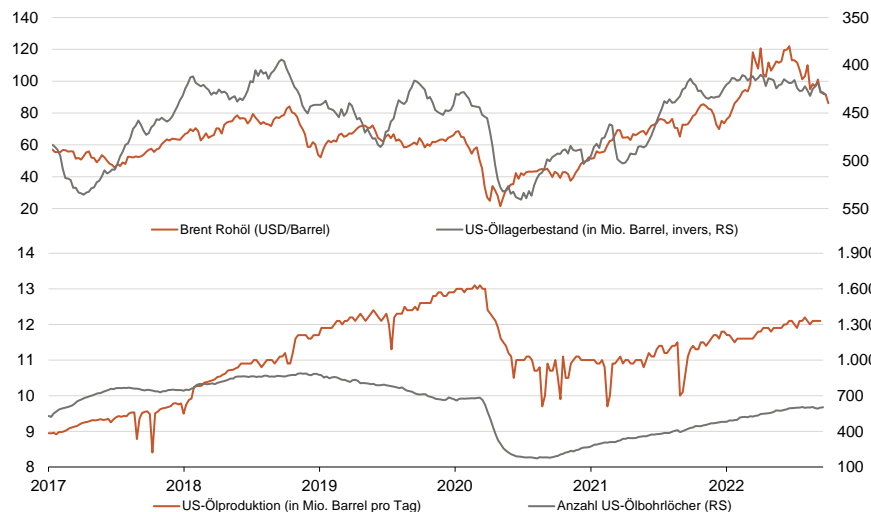
Performance Rohstoffe



- Der Rohstoffsektor konnte über die letzten vier Wochen kaum glänzen. Lediglich Nickel konnte zulegen.
- Gold nahm leichte Verluste hin. Die Edelmetalle Silber, Platin und Palladium litten ebenfalls.
- Zink, Zinn, Gasöl und vor allem Erdgas bildeten über die letzten vier Wochen das Schlusslicht.

Gesamterende („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 23.09.2022

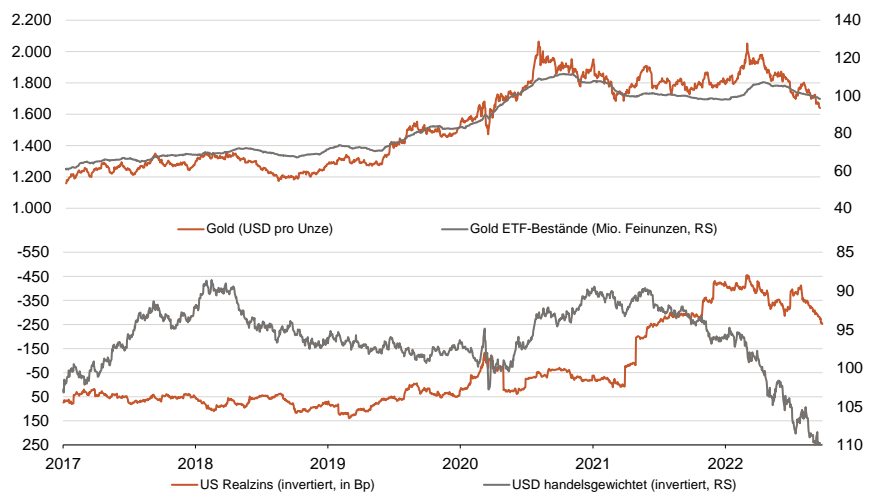
Rohöl



- Der Ölmarkt verliert nun die vierte Woche in Folge nachdem eine Reihe von Zinserhöhungen in der ganzen Welt die Aussichten für die Energienachfrage verdüstert haben. Die Anzeichen für eine Abschwächung mehren sich. Die US-Benzin und Dieselnachfrage ist auf den niedrigsten saisonalen Stand seit mehr als einem Jahrzehnt eingebrochen. Laut der EIA ist die US-Benzinnachfrage sogar auf den niedrigsten Stand für diese Jahreszeit seit 1997 gefallen.

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 - 23.09.2022

Gold



- Gold gab über die letzten vier Wochen nach und handelt in US-Dollar nahe des Zweijahrestiefs. Zentralbanken wie die Schweiz, Norwegen und Großbritannien folgten dem Beispiel der Fed und kündigten Zinserhöhungen an, um die Inflation zu bremsen. Das unverzinsliche Metall weist in der Regel eine negative Korrelation mit dem US-Dollar und den Zinsen auf und litt entsprechend.

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 - 23.09.2022

**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



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



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



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

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 beschriebenen 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: 26. September 2022

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