

Kapitalmarktbericht November 2021

Ampega Asset Management
Köln, 8. November 2021

MAKRO

„Roaring '20s“ – neuer Investitionszyklus – Drohende Preis-Lohn-Spirale

- Aus „Swoosh“ wird „**Roaring '20s**“ – Sukzessive **Auflösung** Covid-induzierter **Verhaltensänderungen**
- Kumuliert: **>10%** reales **BIP-Wachstum** 2021/2022
- Konsum & Fiskalstimuli stoßen **neuen Investitionszyklus** an – mehr als ein Strohfeuer – **längerfristig höheres Potenzialwachstum**
- **Fed & andere** Notenbanken **erhöhen Leitzinsen** – **EZB nicht** – Fed-Tapering ab sofort – EZB beendet PEPP, weitet APP aus
- **Notenbanken & Regierungen Hand in Hand**
- **Höhere Inflation als vor der Pandemie** – steigende **Rohstoffpreise, Lieferengpässe & Co.** treffen auf **ultraexpansives monetäres Umfeld**
- **Strukturelle Themen** rücken wieder in den **Fokus**:
 - Öffentliche & private **Verschuldung**
 - Klimawandel & **Klimaschutz**

MÄRKTE

Preisfindung zwischen Pandemie und Normalisierung

% FIXED INCOME

- **Steigende langfristige Inflationserwartungen** bringen einen (langsamen und bedingten) geldpolitischen Richtungswechsel zu Stande.
- **Der Zinsanstieg wird sich in 2022 hinein fortsetzen.** Tapering gibt US-Zinsen mehr Raum zum Atmen, Euro-Zinsen werden nicht vollständig entkoppelt sein, aber das Anstiegspotenzial ist deutlich geringer.
- Erholungspfad in Earnings und rückläufiges Nettoangebot sprechen für **O/W in IG und BB Credit** zu Lasten von Staatsanleihen.
- **O/W CLOs**, die Gunst der Stunde durch illiquide Floater mit Kreditrisiko nutzen.

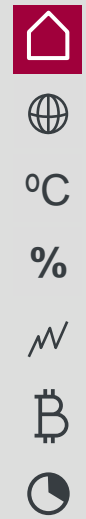
AKTIEN & ANDERE



Aktien

- Wir bestätigen unsere **konstruktive Einschätzung**
- **Makro-Stabilisierung, Fiskalstimulus** und **Geldpolitik** positive Treiber für 2021, Wirkung lässt aber langsam nach
- **Positive Gewinnentwicklung auch in H2**
- **Aktien übergewichten**

Rohstoffe

- Bestätigung **Ölpreisprognose: \$65/b** (Brent)
- **Keine Preisexplosion** (Covid-Winter) – **kein Absturz** (Konjunkturerholung & OPEC+)



		
WACHSTUM	Nach dem Wachstums-Peak: 2021: +5,50% 2022: +4,00%	Fiskalimpuls wirkt noch 2022: 2021: +5,00% 2022: +4,50%
INFLATION	Starker Anstieg – mehr als nur Basiseffekte: 2021: +4,50% 2022: +3,25%	Höher als vor der Pandemie: 2021: +2,50% 2022: +1,75%
ZENTRALBANK	Inflation „transitory“: Tapering bis Juni 2022 Leitzins Ende 2022: 0,25-0,50%	Nach Strategie-Update: „low for longer“ Leitzins Ende 2022: 0,00%
STAATSANLEIHEN (10 JAHRE)	Korridor für 10J von 1,4%-2,0% wird durch Fed-Ausblick am oberen Rand getestet	Niedrige Zinsen untermauert durch EZB-Aktivismus. 10J Bunds -0,5% bis 0,0%
IG CORPORATES (SPREAD)	O/W vs. UST. Solider Erholungspfad intakt, Spreads bleiben nahe Tiefstständen	O/W. Fundamentale Verbesserung und verringertes Nettoangebot
HIGH YIELD (SPREAD)	Erholung treibt Deleveraging, Kupons federn Zinsanstieg ab: BB O/W, B neutral	Ausfallrisiko adäquat gepreist, BB O/W wg. Markttechnik, B U/W zu Gunsten von CLOs
EMERGING MARKETS	Neutral. Durationsadjustierter Pick-Up in EM Corporates ggü. USD Corporates ist attraktiv. Drama in Chinas Immobiliensektor verschlechtert sich aber bisher ohne große Wirkung	
AKTIEN	Konstruktives Umfeld aus Makro-Erholung, Geld- und Fiskalstimulus – Unterstützung lässt langsam nach – Aktien übergewichten	
ROHSTOFFE	Bestätigung Ölpreisprognose: \$65/b (Brent): Keine Preisexplosion (Covid-Winter) – kein Absturz (Konjunkturerholung & OPEC+)	



- **Märkte** von Beginn der **geldpolitischen Wende** vorerst **unbeeindruckt**
- Zunehmende **Konjunktursorgen** wegen anhaltender **Lieferkettenengpässe**
- Hinzu kommen wieder **steigende Covid-Infektionen** & (regional) Sorgen vor neuen Lockdowns
- Rohstoffpreise, Lieferengpässe & Co. sorgen für **hohe Inflation – über Basiseffekte hinaus**
- Normalisierung: **EU** und **USA** einigen sich auf teilweise **Abschaffung** der **Trump-Zölle**

USA

- USA und EU mit Teil-Einigung bei Strafzöllen auf Stahl und Aluminium – Streit aber noch nicht endgültig gelöst
- Biden sagt Taiwan überraschend deutlich militärische Unterstützung zu, insbesondere bei Angriff Chinas

Russland

- Putin weist Staatskonzern Gazprom an, Gaslieferungen nach Deutschland und Österreich zu erhöhen
- Auch letzte Kontakte zwischen NATO und Russland eingestellt – NATO-Büros in Moskau geschlossen

Europa

- Streit zwischen EU und Polen verschärft sich – Polen weigert sich, Bußgelder zu zahlen
- Erstmals besucht eine EU-Delegation Taiwan und sichert dort Unterstützung zu

Deutschland

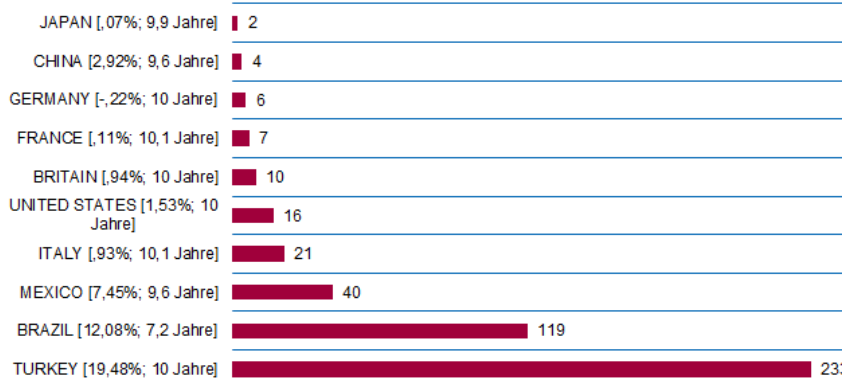
- Bundesbank-Chef Weidmann tritt überraschend ab – einer der letzten Falken
- Bundesverband der Deutschen Industrie fordert mehr Tempo beim Klimaschutz – neue Regierung solle € 860 Mrd. bis 2030 einplanen

Geldpolitik

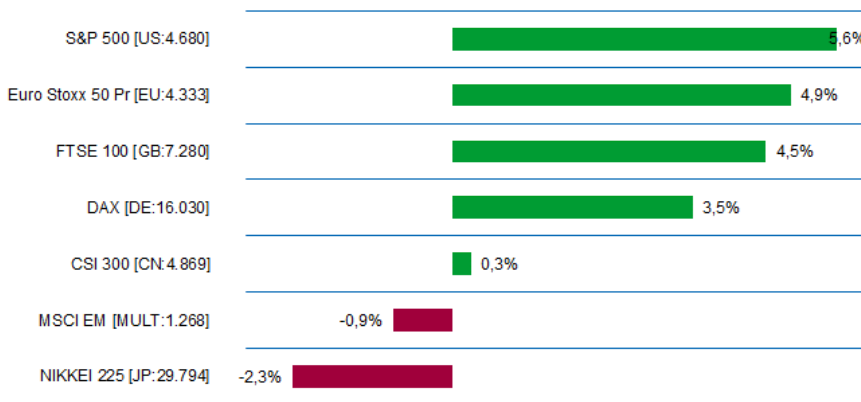
- Geldpolitische Wende eingeleitet – Kommunikation ist herausfordernd
- Fed: Tapering ab sofort – Markt erwartet 2 Zinsschritte bis Ende 2022
- Bank of England zuckt im letzten Moment vor Zinsschritt zurück – nur aufgeschoben
- Zinserhöhungszyklus in Russland, Brasilien & diversen Schwellenländern gestartet
- EZB denkt hingegen gar nicht erst über Leitzinsanhebung nach – trotz global höherer Inflation Widerstand gegen globalen Trend
- Türkische Notenbank senkt Leitzins trotz ~20% Inflation deutlich



Staatsanleihen (10 Jahre) in Basispunkten



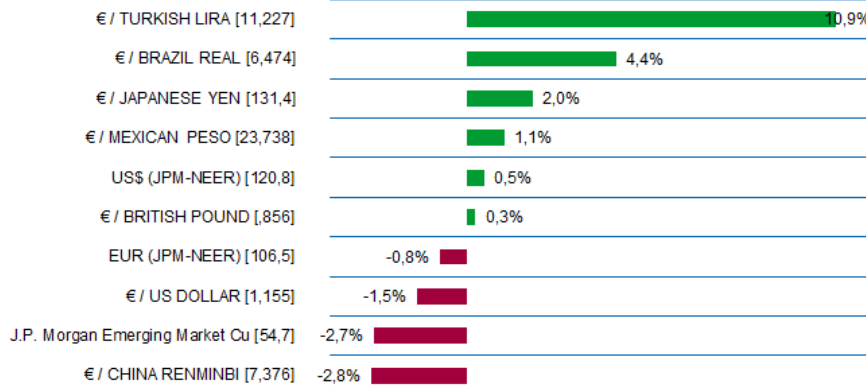
Aktien



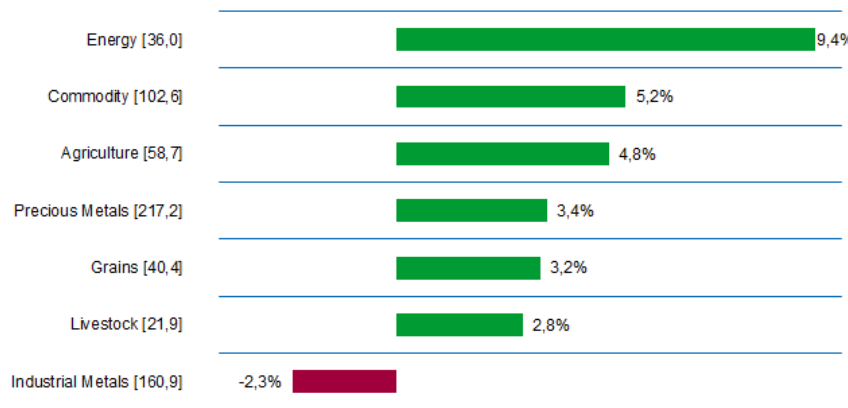
Source: TAA (04.11.2021 vs. 17.09.2021) Data as of 05.11.21 at 11:46

- Notenbanken im Fokus – **Einleitung** der **geldpolitischen Wende** in vielen Währungsräumen lässt **Renditen steigen**
- **Fed** gelingt (vorerst) „**Taper ohne Tantrum**“ – Reduktion der monatlichen Anleihekäufe war gut vorbereitet – Entscheidung **ohne Marktverwerfungen**
- **Anders** in **UK**: zögerliche Bank of England sorgt für **kräftigen Renditerückgang** am **kurzen Ende**
- **EZB** denkt **gar nicht erst** über **Zinsschritt** nach – (gallische) europäische Notenbank leistet **Widerstand** gegen **globale geldpolitische Wende**
- **Bundrenditen** können **Nulllinie nicht überwinden**
- **Vertrauensverlust** in **türkische Bonds** nach **Leitzinssenkung**
- **Aktienmärkte schütteln Schwäche ab** – Tapering-Beschluss kein Haar in der Suppe
- Indizes markieren im Zuge einer sehr **starken Q3-Gewinnsaison** flächendeckend **neue Allzeithochs**
- **Energie-** und Rohstoffsektoren **profitieren** von **Commodity-Rallye** – **Banken** von **höheren Zinsen**
- **Gewinnmitnahmen** in **Japan** – **chinesische** Aktien trotz Immobilien- und Covid-Belastungen **erholt**

Wechselkurse (grün: €-Aufwertung/ rot: €-Abwertung)



Rohstoffe



Source: TAA (04.11.2021 vs. 17.09.2021) Data as of 05.11.21 at 11:46

- **USD stark – EUR schwach:** Devisenmarkt spiegelt **Diskrepanz** der **geldpolitischen Kurse** von **EZB & Fed** wider – EUR fällt auf 16-Monats-Tief
- **Geldpolitischer Kurswechsel** in **Osteuropa** stärker als erwartet –Polnischer Zloty (**PLN**) & Tschechische Krone (**CZK**) **profitieren** von **überraschend** starken **Leitzinsanhebungen** der nationalen Notenbanken
- „**Unkonventionelle**“ **Geldpolitik** in der **Türkei** drückt Lira (**TRY**) auf **Allzeittief** – gegenüber EUR & USD
- **Fortsetzung** der **Rallye** an den **Rohstoffmärkten**
- **Konjunktursorgen** führen zu **Gegenbewegung** nach **Rekordhochs** bei **Industriemetallen**
- **Energie: Brent** (>\$86/b) & **WTI** (>\$85/b) markieren 3- bzw. 7-Jahres-**Hochs** – **Preisrückgang** nach **hohen US-Lagerbeständen** & Wiederaufnahme der Iran-Gespräche – **OPEC** weiter **zurückhaltend**
- **Gold** kann **\$1.800/oz-Marke** **nicht nachhaltig überwinden** – gestiegene Zinsen belasten

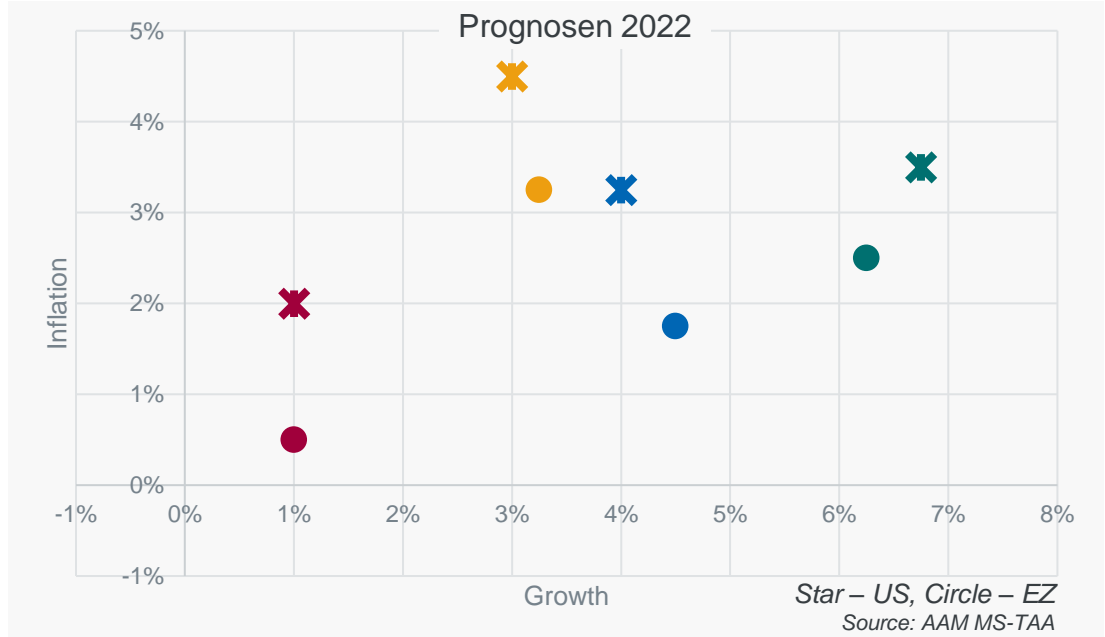


Roaring '20s Hauptszenario

- **Auflösung** Covid-induzierter **Verhaltensänderungen**
- Kumuliert: **>10%** reales **BIP-Wachstum** 2021/2022
- Konsum & Fiskalstimuli stoßen **neuen Investitionszyklus** an
- **US-Tapering & Leitzinserhöhung** – Notenbanken & Regierungen **Hand in Hand** auch nach der Pandemie
- **Höhere Inflation** als vor der Pandemie – Angebotsengpässe & Nachfrage-Boom

Corona Blues

- **Verringerte Impfstoff-Wirksamkeit** – **neue Beschränkungen**
- **Blockierte Nachfrage & Risikoaversion bremsen** Konsum & Investitionen
- Obwohl **Notenbanken & Regierungen gegensteuern** – globale **BIP-Wachstumsrate bricht** 2022 um mehr als die Hälfte **ein**



Return of Inflation

- **Inflationserwartungen** und **Inflation steigen** nachhaltig
- **US- & EZ-Inflationsrate** über Fed-/EZB-Zielen
- Globales **BIP-Wachstum** 2022 ~1 Pp. **unter Hauptszenario**
- **Notenbanken reagieren zögerlich**, um Rezession zu vermeiden („sleepy Jay“)

Boom – Konsum

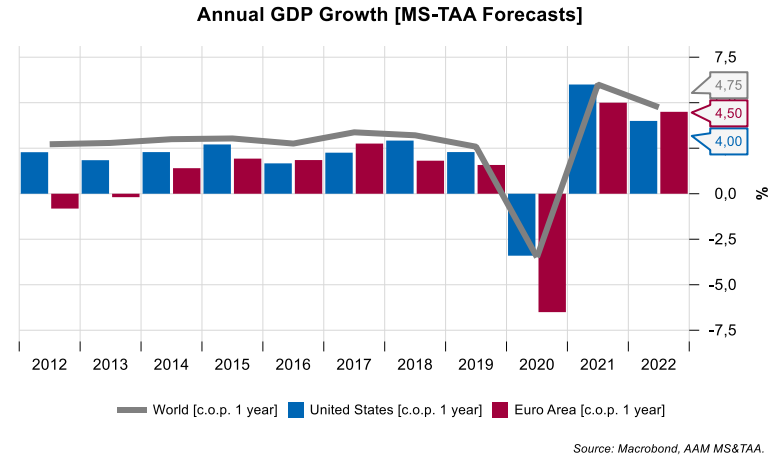
- **Hohe Impfstoff-Wirksamkeit & globale Massen-Impfungen**
- Private **Haushalte entsparen**
- Globales **BIP-Wachstum** 2022 ~1,5 Pp. **über Hauptszenario**
- **Inflationspfad** zwischen **Haupt- & Inflation-Szenario**
- **Notenbanken nutzen** zusätzlichen expansiven **Spielraum**



Roaring '20s

- Aus „Swoosh“ wird „**Roaring '20s**“ – vormals optimistisches Szenario ist **neues Hauptszenario**
- Wirksame **Impfstoffe** – **Korrelation** zwischen Covid-**Infektionen** & **Hospitalisierungen bricht**
- Sukzessive **Auflösung** Covid-induzierter **Verhaltensänderungen**
- Kumuliert: **>10%** reales **BIP-Wachstum** 2021/2022:
 - **Konsumstau löst sich auf** – nach Wachstums-Peak weiter dynamisches Wachstum in H2/2021
 - Konsum & Fiskalstimuli stoßen **neuen Investitionszyklus** an
 - Mehr als ein Strohfeder – **längerfristig höheres Potenzialwachstum**
- **Globale geldpolitische Trendwende** – **Fed-Tapering** ab sofort & erster **Zinsschritt 2022** – **EZB** beendet PEPP/weitet APP aus – **kein Zinsschritt**
- **Notenbanken** halten **Regierungen** den Rücken frei – **Hand in Hand** auch nach der Pandemie
- **Höhere Inflation als vor** der **Pandemie** – steigende **Rohstoffpreise**, **Lieferengpässe** & Co. treffen auf **ultraexpansives monetäres Umfeld**
- **Strukturelle Themen** rücken wieder in den **Fokus**:
 - Öffentliche & private **Verschuldung**
 - Klimawandel & **Klimaschutz**

Welt-BIP schon 2021 wieder auf Vorkrisenniveau

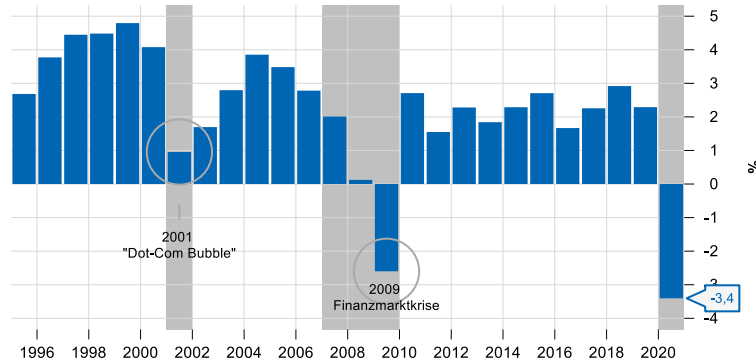


Kapitalmarktimplikationen

- (Geld-)Politik **versichert** Finanzmärkte gegen Risiken
- **Basiszinsniveau** steigt – **bleibt** absolut gesehen **historisch niedrig**
- **Aktien** im **Spannungsfeld** zwischen **steigenden Nominal-** und **negativen Realzinsen**
 - **Negativ**: höherer Diskontfaktor (Basiszins)
 - **Positiv**: negativer Realzins (keine Alternative – anhaltende Financial Repression)
- Anhaltende **Assetpreis-Inflation** – **höhere Volatilität** auf hohen Kursniveaus

Die letzten US-Rezessionen und...

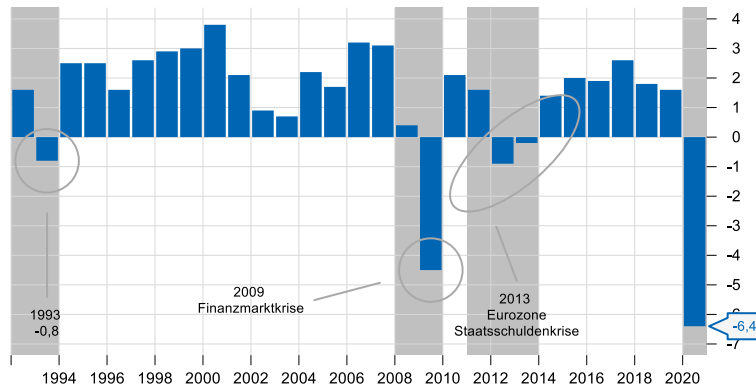
United States, BEA, Real Gross Domestic Product, Quantity Indexes, Total, Index [c.o.p. 1 year]



Source: Macrobond, AAM MS&TAA.

... Eurozone-Rezessionen alle nachfrageinduziert

Eurozone Real GDP (Annual YoY %)



Source: Macrobond, AAM MS&TAA.

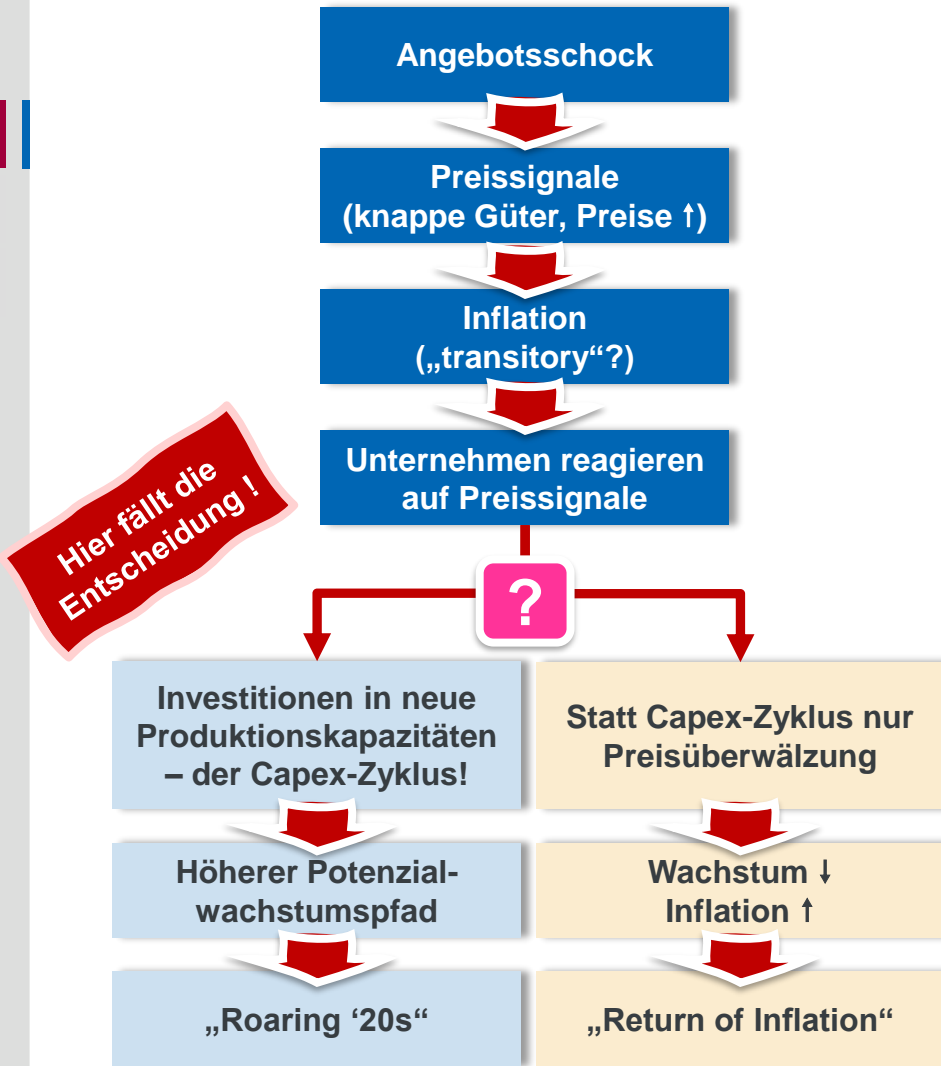
Alle Krisen der letzten Dekaden: Nachfrageseitig!

Krisen der letzten **Dekaden** ursächlich **nachfrageseitige** Krisen

- **Dot-Com Bubble**
 Fehlinvestitionen und -bewertungen führen zu Platzen der Dot-Com Bubble und **Einbruch** der **Nachfrage**
- **GFC – die Finanzmarktkrise**
 Immobilienpreisblase in Verbindung mit schwachem Bankensystem führt zu **globalem** Einbruch der **Nachfrage**
- **Eurozonen Staatsschuldenkrise**
 Explodierende **Staatsverschuldung**, mangelnde **Refinanzierungsfähigkeit** der Staaten und **schwaches** Bankensystem führen zu **Vertrauensverlust** und **Nachfrageeinbruch** in **Europa**

Nachfrageinduzierte Krisen – Charakteristika und Lösungswege

- Nachfrageinduzierte Krisen sind grundsätzlich **deflationär**
- **Nachfragerücke** durch temporäre **staatliche** Nachfrage (Neuverschuldung) **schließen** (Keynes)
- **Guter** „Track Record“ und Erfahrung auf staatlicher & geldpolitischer Seite in **Bekämpfung nachfrageseitiger** Krisen

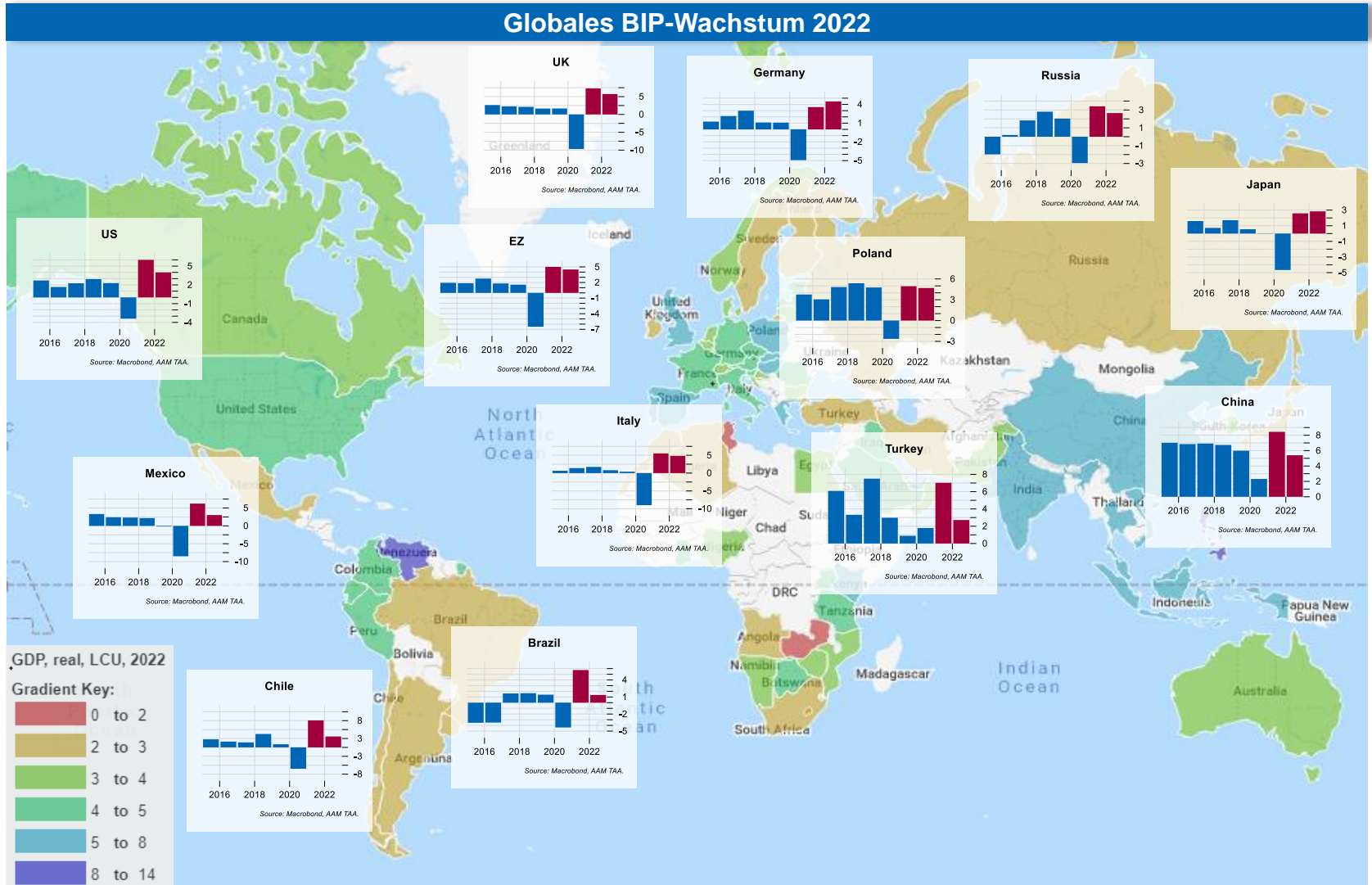


Corona Krise – negativer Angebotsschock

- **Ursache** der Krise **ist nicht** Wegbrechen der **Nachfrage**
- Krisenauslöser **stattdessen** „**Unmöglichkeit**“ des **Konsums** durch Blockade des **Angebots**
- **Aufrechterhaltung** des **Angebotspotenzials** für Post-Corona-Zeit primäres Ziel **staatlicher** Interventionen
 - Kurzarbeitergeld
 - Moratorium für Insolvenzanmeldungen
 - Überbrückungshilfen (Kompensation von Umsatzausfällen, Kreditbürgschaften, etc.)
- Aufgestautes **Konsumpotenzial** trifft auf **eingeschränktes** Güter- & Dienstleistungs**angebot**
- Zusätzliche **staatliche Nachfrage** erhöht **Nachfrageüberhang** (NGEU-Programm)
- **Gleichzeitig** steigt Vertrauen der **Unternehmen** in **dauerhaft** höhere **Nachfrage**
- **Investitionen steigen** nachhaltig – ein **neuer Capex-Zyklus!**
- Produktivität & Output **steigen** – ein **höherer Potenzialwachstumspfad** wird erreicht und mindert Inflationsdruck
- **Inflation** fällt auf Zentralbank-Zielniveau
- Hauptszenario „**Roaring ‘20s**“

Makro- & Marktszenarien für die nächsten 4-6 Quartale

Unser Hauptszenario



Corona Blues

- **Verringerte Impfstoff-Wirksamkeit** gegen Virusvarianten – verringerte Impfbereitschaft
- **Neue Beschränkungen** des öffentlichen Lebens
- Hohe **Risikoaversion** führt zu neuer **Konsumschwäche** & **bremst Investitionen**
- Obwohl **Notenbanken** & **Regierungen gegensteuern** – Globale **BIP-Wachstumsrate bricht 2022** um mehr als die Hälfte **ein**
- **Potenzialwachstum sinkt** – **keine Rückkehr** auf Wachstumspfad des **Hauptszenarios**

Return of Inflation

- **Inflationserwartungen** und **Inflation steigen** nachhaltig
 - Rohstoffpreistrallie & Produktions-/Lieferengpässe persistent
 - Arbeitsangebot steigt langsamer – höheres Lohnwachstum
- **US- & EZ-Inflationsrate** über Fed-/EZB-Zielen – **~1,5 Pp. höher** als im Hauptszenario
- **Reallöhne** stagnieren/sinken & **belasten Konsum**
- Globales **BIP-Wachstum 2022** ~1 Pp. **unter Hauptszenario**
- **Notenbanken reagieren zögerlich**, um Rezession zu vermeiden („sleepy Jay“)

Boom – Konsum

- **Hohe Impfstoff-Wirksamkeit** & globale **Massen-Impfungen**
- Verbessertes Sentiment & **abnehmende Risikoaversion**
- Private **Haushalte entsparen** ihre **Pandemie-Ersparnisse**
- Unternehmen investieren in **Kapazitätsausweitung** – Angebotsrestriktionen verschwinden
- Globales **BIP-Wachstum 2022** ~1,5 Pp. **über Hauptszenario**
- **Inflationspfad** zwischen **Haupt- & Inflations-Szenario**
- **Neue Strategien** – **Notenbanken nutzen** zusätzlichen expansiven **Spielraum**

Kapitalmarktimplikationen

- **Sentiment trübt** sich ein
- **Korrektur** am **Aktienmarkt**
- Corporate Spreads & südeuropäische Government **Spreads erreichen 2020er-Höchstwerte**
- „**Sichere**“ **Staatsanleihen** bleiben **gefragt**

- **Sell-Off** am **Rentenmarkt** – höhere **Inflationserwartungen** & **Tapering-Sorgen**
- **Korrektur** am **Aktienmarkt**
- **Risikoprämien steigen** deutlich – für Corporates und südeuropäische Staatsanleihen

- Zusätzlicher **positiver Impuls** für **Risk-Assets**
- **Rally** am **Aktienmarkt** setzt sich fort
- **Kaum** noch **Einengungspotenzial** bei **Spreads**

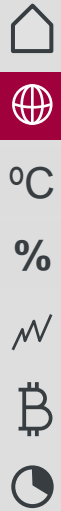


Scenario Risk Tracker

Abwärtsrisiken für unser Hauptszenario frühzeitig erkennen

ampega.

Talanx Investment Group



Indikator	Status
Global Google Mobility Heatmap	()
Activity Tracker Oxford Economics – EZ	()
Activity Tracker Oxford Economics – US	()
Activity Tracker Oxford Economics – LatAm	()

Indikator	Status
Citi Economic Surprise Index – US	()
Citi Economic Surprise Index – EZ	()
Citi Economic Surprise Index – DM	()
Citi Economic Surprise Index – EM	()

Indikator	Status
Einkaufsmanagerindizes	()
Belgium Leading Indicator – EZ	()
Commerzbank Early Bird – DE	()
Geschäftsklima und Industrieprod. – EZ	()

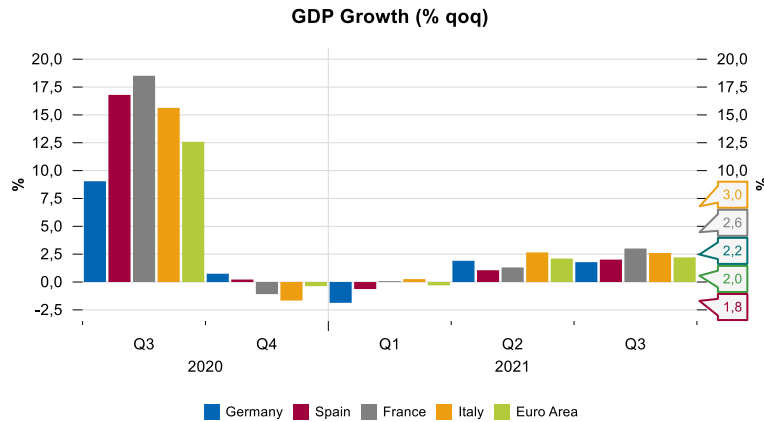
Indikator	Status
Exporte Südkorea und Welthandel	()
Containerpreise Seefracht	()
Dow Jones Transportation Index	()
New York Fed Recession Probability	()

Indikator	Status
Insolvenzen – DE	()
Kreditvergabestandards – EU + US	()
Weekly Activity-, VAT- + Maut-Tracker – DE	()
(Angst vor) Arbeitslosigkeit – EZ + US	()

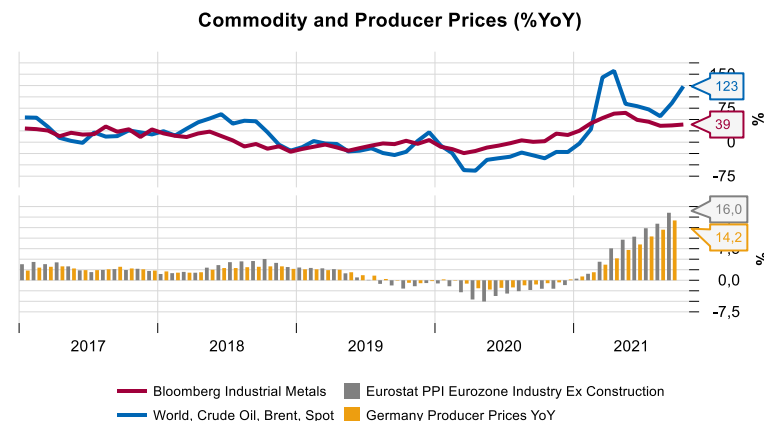
Legende	Status
Kein Abwärtsrisiko	
Geringes Abwärtsrisiko	
Mittleres Abwärtsrisiko	
Hohes Risiko – Hauptszenario in Gefahr	

Symbol in Klammern = Vorherige Bewertung

Wachstums-Peak



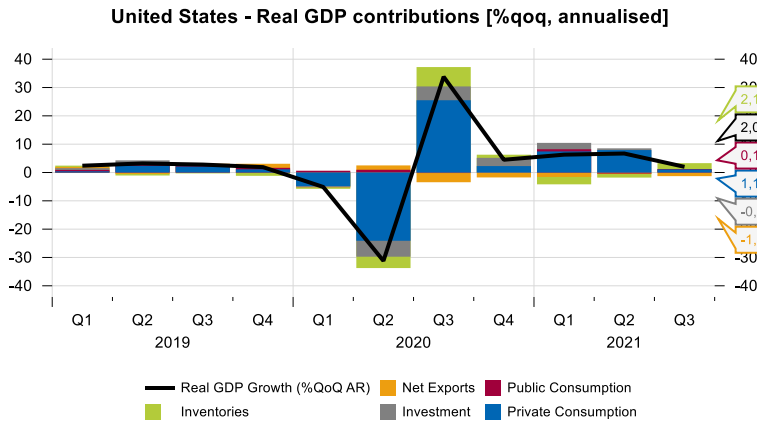
Hoher Preisdruck auf Vorstufen



Wachstum ~+10% – Anhebung Inflationsprognose

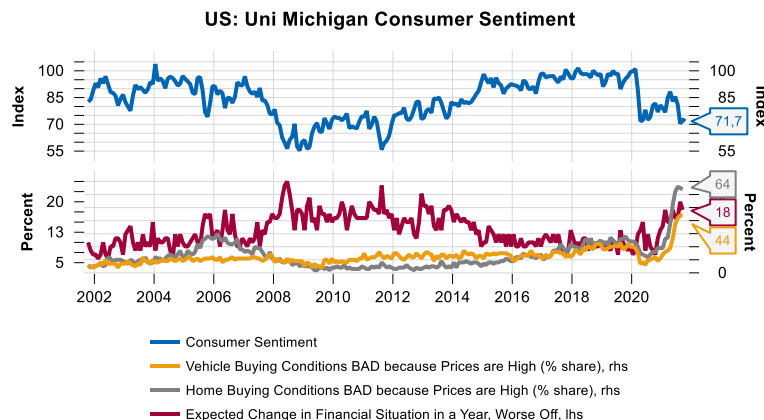
- BIP-Wachstum in Q3 mit **+2,0%** qoq über Markterwartungen – v.a. **IT & FR** überraschen **positiv**
- **Kickstart** erfolgt – **Impffortschritt, Reopening & Ersparnisse befeuern** privaten Konsum & Importe
- **Hoffen** auf **Impfstoff-Wirksamkeit vs. Sorgen** vor erneutem **Covid-Winter**
- **Risse** im robusten **Konjunkturbild** – **Sentiment-Indikatoren „over the peak“** – harte Daten folgen
- **Wachstum normalisiert sich** – aber kein Ende des Aufschwungs
 - Nationaler **Fiskalstimulus steigt** auf 3,3% des BIP 2021 – **NGEU-Mittel** kommen noch **hinzu**
 - **Konsum & Fiskalstimuli** stoßen **Investitionszyklus** an – **mehr als ein Strohofer**
- „**Inflationsschock**“ (Reopening, Lieferengpässe) beeinflusst **Erwartungen** & sorgt für höhere **Lohnforderungen** – drohende **Preis-Lohn-Spirale**
- **Inflation & Kerninflation** steigen auf **höchste Werte** seit frühen Jahren der Währungsunion – **Anhebung** unserer **Inflationsprognose**
- Erhöhte **politische Risiken** mit andauernder **Regierungsbildung** in **DE** & anstehender **Wahl** in **FR**
- ▶ **Wachstumsprognosen:**
2021: **+5,00%** (← +5,00%) | 2022: **+4,50%** (← +4,50%)
- ▶ **Inflationsprognosen:**
2021: **+2,50%** (↑ +2,25%) | 2022: **+1,75%** (← +1,75%)

Wachstums-Peak überschritten



Source: Macrobond, AAM TAA.

Hohe Teuerung belastet zunehmend Konsum



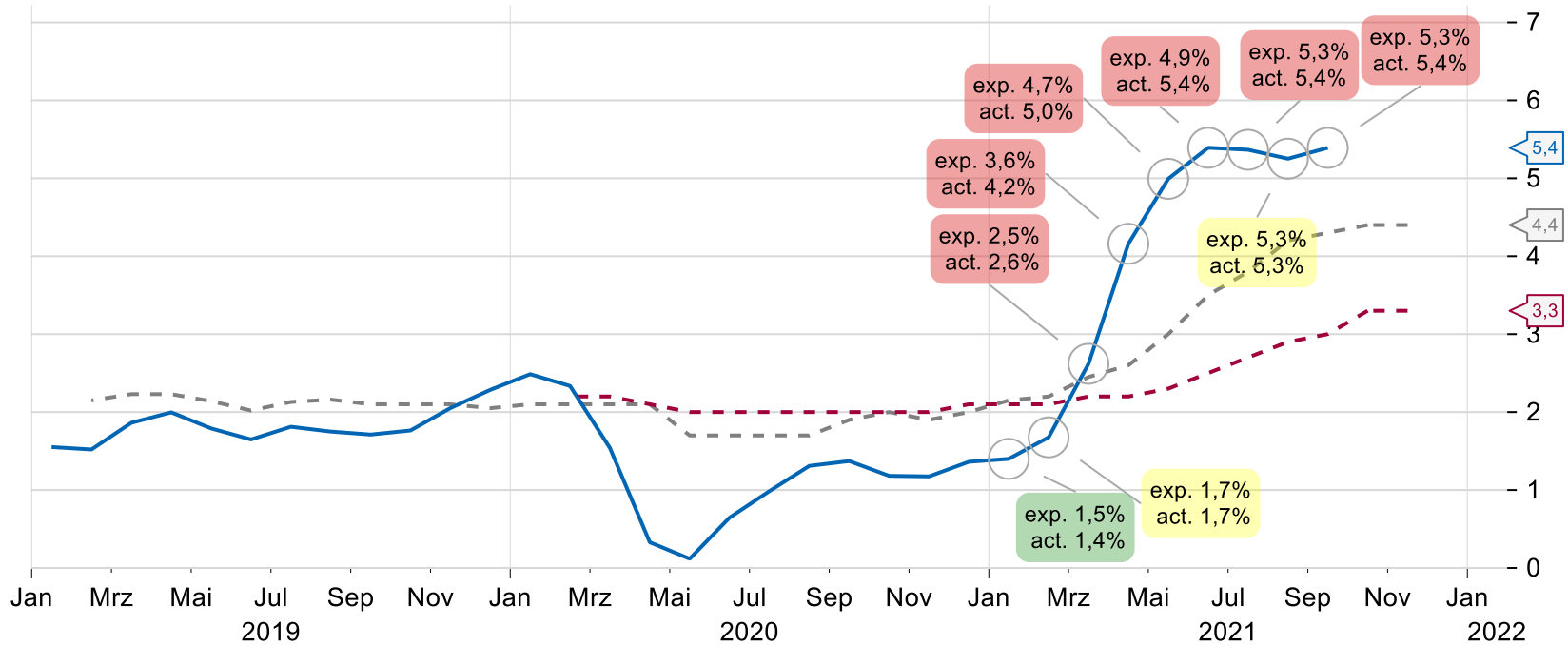
Source: Macrobond, AAM MS-TAA

Prognoserevision: BIP abwärts – Inflation aufwärts

- **Wachstums-Peak überschritten** – BIP-Wachstum enttäuscht mit +0,5% qoq in Q3 erneut
- Erreichung **Schuldengrenze** vorerst **abgewendet**
 - Neuer politischer **Showdown** im **Dezember**
 - **Ohne Einigung**: Ausgaben müssten aus Einnahmen bestritten werden – **Verwerfungen** wegen **erforderlicher Ausgabenkürzung** um **~50%**
- **Aufschwung** geht nach Wachstums-Peak **weiter**
 - Privater **Konsum** im **Spannungsfeld**
 - **Erholung** am **engen Arbeitsmarkt**: **~85%** der verlorenen **Jobs wiederhergestellt**
 - **Covid-Ersparnisse** (\$2.500 Mrd. zusätzlich)
 - **Zurückhaltung** wegen **hoher Teuerung**
 - **Fiskalischer Impuls** lässt nach, endet aber nicht
 - **Investitionszyklus** nimmt Fahrt auf – anhaltend hohe Dynamik bei Kapitalgüteraufträgen
- „**Inflationsschock**“ (Rohstoffe, Transport, Reopening, etc.) **beeinflusst Erwartungen** & sorgt für höhere **Lohnforderungen** – Anhebung Prognose
- **Beginnende Preis-Lohn-Spirale** – Lohnkostenindex mit Rekord-Anstieg in Q3
- ▶ **Wachstumsprognosen**:
2021: **+5,50%** (↓ +6,00%) | 2022: **+4,00%** (← +4,00%)
- ▶ **Inflationsprognosen**:
2021: **+4,50%** (↑ +4,25%) | 2022: **+3,25%** (← +3,25%)

Unterschätzte Dynamik – höhere Inflationszahlen 2021 treiben auch 2022er-Inflationsprognosen

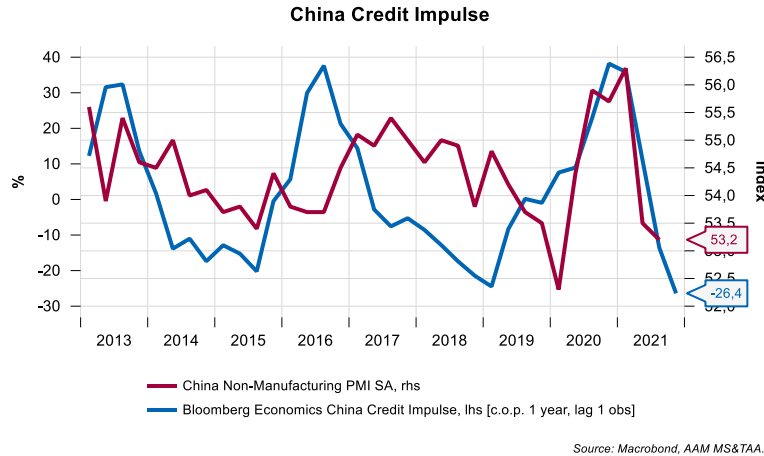
US Inflation and Economists' Estimates



- Actual US CPI [c.o.p. 1 year]
- - 2022 US CPI Forecast - Bloomberg Consensus [c.o.p. 1 year]
- - 2021 US CPI Forecast - Bloomberg Consensus [c.o.p. 1 year]

Source: Macrobond, AAM MS-TAA.

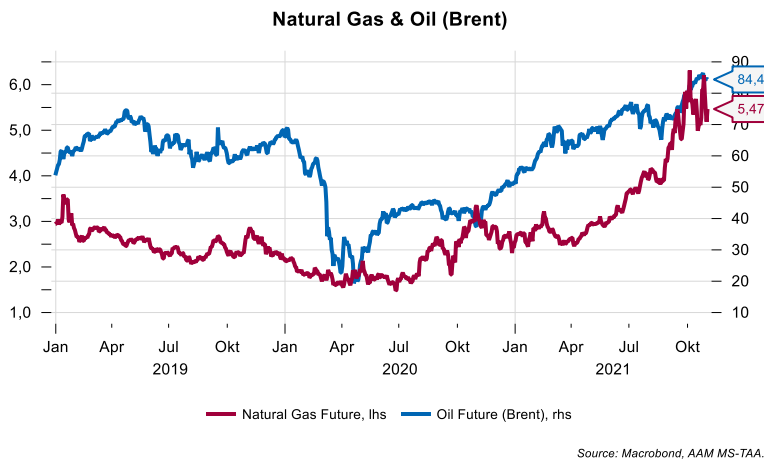
Kreditimpuls sinkt – Wachstumsrückgang



China: Schwieriges geopolitisches Umfeld

- **Politik-Normalisierung bremst** Kreditvergabe & **Wachstumstempo**
- **Kein Ende** der fiskalischen/monetären **Unterstützung** – **konservatives Wachstumsziel** >6% – Fokus auf **Qualität** & „**common prosperity**“
- **US-Handelsbeschränkungen** bleiben **bestehen** – auch unter Biden wird der **Ton** wieder **rauer**
- ▶ **Wachstumsprognosen:**
2021: **+8,25%** (← +8,25%) | 2022: **+6,00%** (← +6,00%)
- ▶ **Inflationsprognosen:**
2021: **+1,50%** (← +1,50%) | 2022: **+2,75%** (← +2,75%)

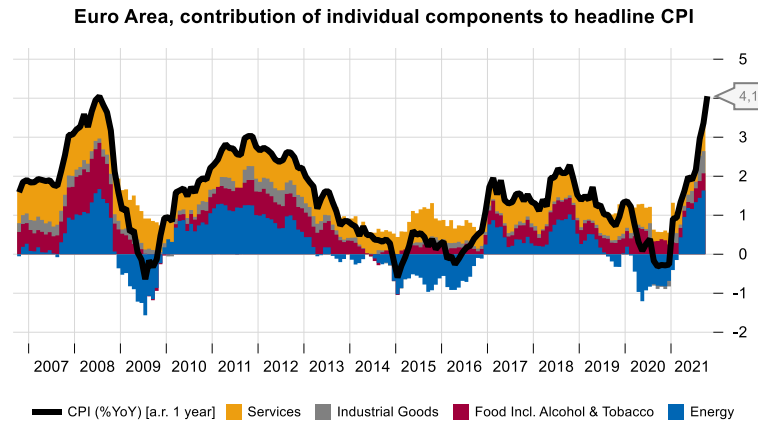
Energiepreise im Höhenrausch



Rohstoffe: Ölpreisprognose bestätigt

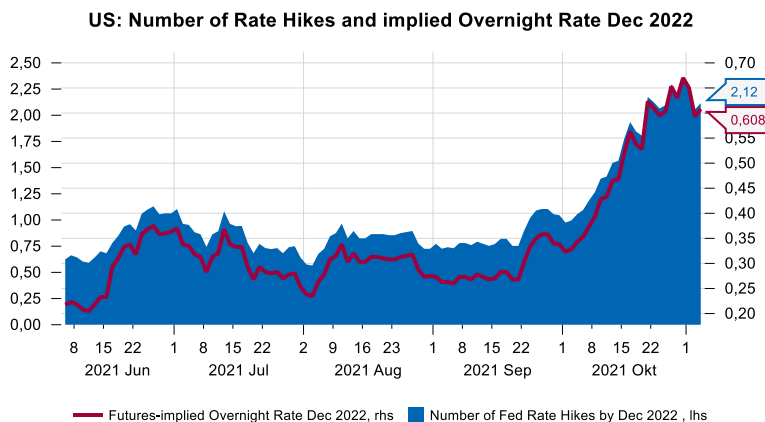
- Bestätigung **Ölpreisprognose: \$65/b** (Brent)
 - **Keine Preisexplosion:** Sorgen vor neuem Covid-Winter – Mobilitätseinschränkungen inklusive
 - **Kein Absturz:** Konjunkturerholung spricht für stabile Nachfrage – OPEC+ kann Preise jederzeit durch Förderkürzung stützen
- **Gaspreis** weiter **hoch** – **Knappheit** bei Gas trotz Lieferversprechen Putins
- **Edelmetalle: Inflationsumfeld positiv** für Gold
- Begonnene globale **geldpolitische Wende belastet** jedoch Preise

„higher inflation [...] longer than expected“ (Lagarde)



Source: Macrobond, AAM MS-TAA

Von 0,25% auf 0,60% in 40 Tagen



Source: Macrobond, AAM MS-TAA

EZB: Unbeirrt ultraexpansiv

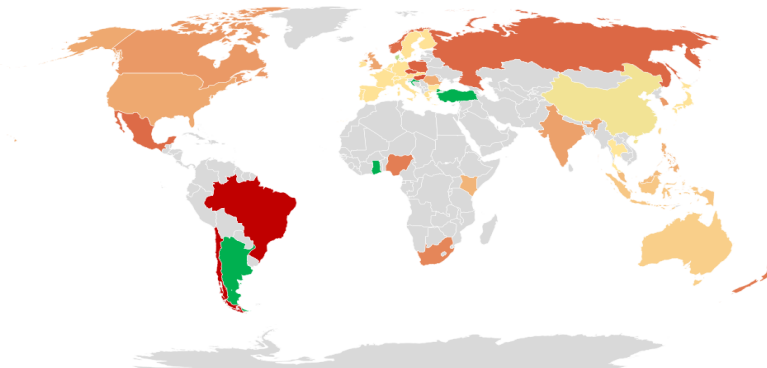
- **EZB-Rat verliert** letzten echten **Falken** – **Weidmann** gibt Amt als Bundesbankpräsident auf
- **Lagarde** erwartet **PEPP-Ende** planmäßig im **Frühjahr 2022** – **Ankündigung** im **Dezember**
- **Prognose: PEPP** geht **2022** in regulärem **APP** auf – **Zinsschritt** im Prognosezeitraum **kein Thema**
- Anhaltender **Stimulus trotz** Konjunkturerholung & **Inflationsgefahren**
- **Strategy Review** (Anhebung Inflationsziel auf 2%) **untermauert Mantra** & mindert Handlungsdruck
- ▶ **Leitzinsprognose: +0,00%** (← +0,00%) Ende 2022

Fed: Tapering & Repricing von Zinsschritten

- **Tapering ist da** – nur 20 Monate nach Beginn der Anleihekäufe im März 2020
- **Gleichmäßige Reduktion** der monatlichen Käufe von derzeit \$120 Mrd. – **Ende** im **Juni 2022**
- **Geldpolitische Unterstützung sinkt, endet** aber **nicht** – Reduktion der Anleihekäufe langsamer als Rückführung der staatlichen Neuemissionen
- FOMC-Zugeständnisse: **Weg** für **Lift-Off 2022**
 - Inflation „expected to be transitory“ statt „transitory“
 - Geringere Hürde für Vollbeschäftigung
- ▶ **Leitzinsprognose: +0,50%** (↑ +0,25%) Ende 2022

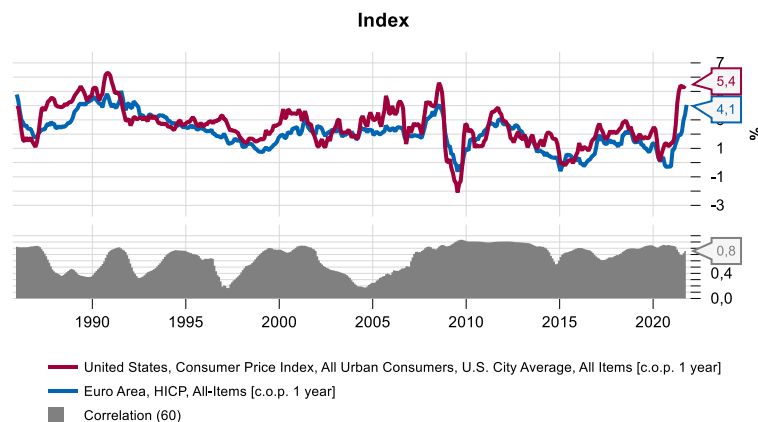
Die ganze (?) Welt im Zinserhöhungszyklus

2020-2023



Unterstützt von Bing
© Australian Bureau of Statistics, GeoNames, Microsoft, Navinfo, TomTom, Wikipedia

Globale Inflationsraten hoch korreliert



Source: Macrobond, AAM MS-TAA

Liga der Zentralbanken in 3 Teams gespalten

Team „Let's do it“

- **Zentralbanken** haben **Leitzins** bereits **erhöht** – in Reaktion auf **steigende Inflationsraten**
- **EM-Zentralbanken** mit besonderem **Fokus** auf **Wechselkurs** – Zinserhöhungen fungieren als **Währungsstabilisator**
- Brasilien, Mexiko, Chile, Russland, Südkorea, Norwegen, Neuseeland, etc.

Team „Später – aber sicher“

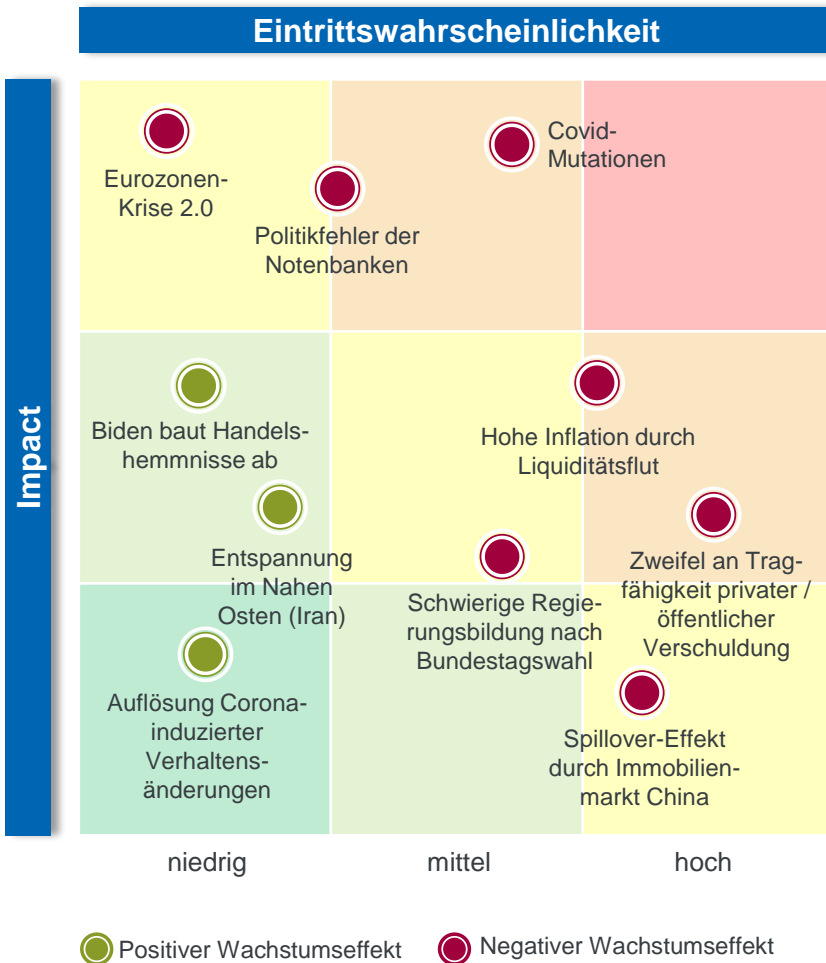
- **Zentralbanken** kommunizieren **geplante Zinserhöhungen** und/oder **QE-Reduktion**
- UK, Australien, USA

Team „Transitory – alles nur vorübergehend“

- Inflationspeak vorübergehend – im **Prognosehorizont Rückfall** auf **Pre-Covid-Inflationslevel**
- Nur die EZB (und die BoJ, aber die macht seit Dekaden das, was sie will...)

EZB gegen den Rest der Welt

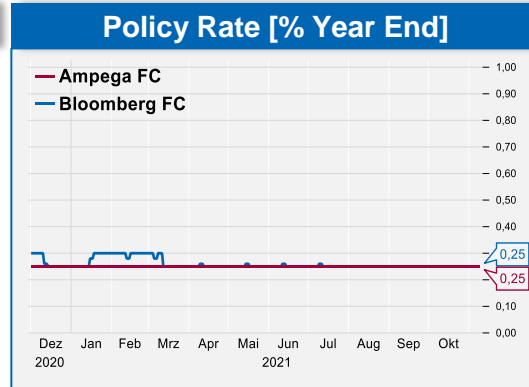
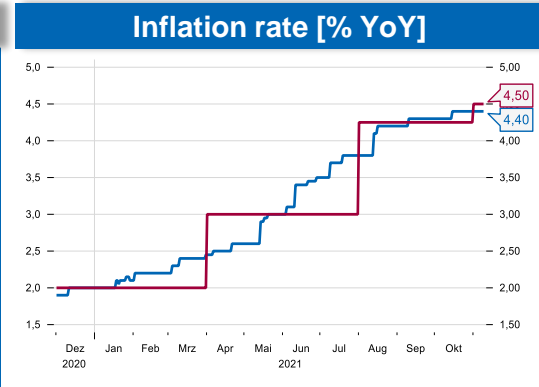
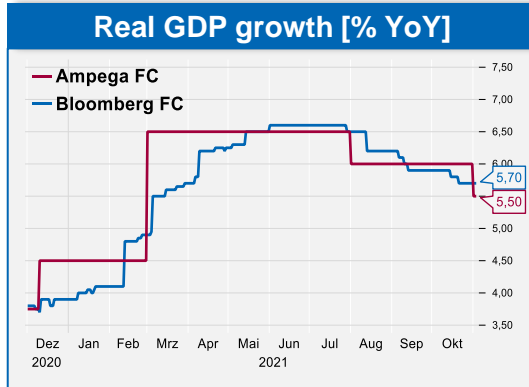
- **Inflationsraten global** extrem **hoch korreliert**
- **Zyklus geprägt** durch **globale Inflationsursachen** (Wachstumsboost, Lieferkettenproblematik, Input-/Rohstoffpreiserhöhungen)
- **Globales Problem** erfordert **globale Antworten**
- **EZB** klinkt sich aus – gibt **Schuldentragfähigkeit** Vorrang **vor Preisniveaustabilität**



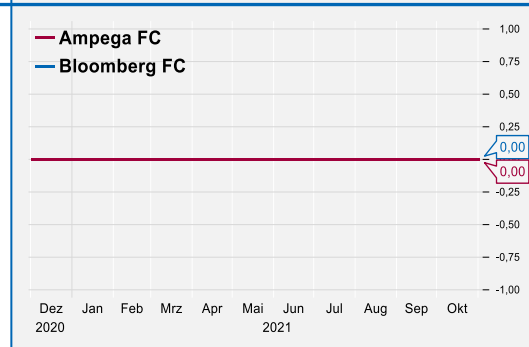
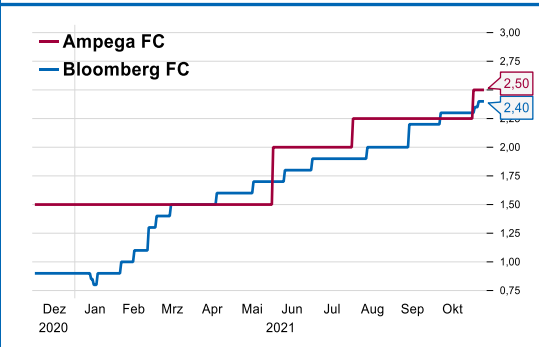
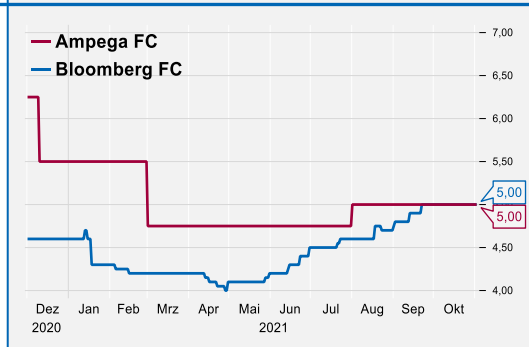
- Zentrale Risiken für unser **Hauptszenario**:
 - Starker **Inflationsanstieg** durch die Geldschwemme der Notenbanken
 - Politikfehler (zu späte/zu starke Reaktion auf Inflationsanstieg) der Notenbanken
 - Zweifel an **Schuldentragfähigkeit**
- **Stark negative Marktimplikationen**, falls **Covid-Mutationen** durch Impfstoffe nicht kontrolliert werden können
- **Positive Überraschung** für unser Basisszenario im Fall des **Abbaus von Handelshemmnissen** durch die Biden-Regierung & **Entspannung im Nahen Osten** (u.a. Annäherung zwischen USA & Iran)
- **Zahlungsschwierigkeiten** bei verschiedenen chinesischen Immobilienkonzernen – geringe Wahrscheinlichkeit von **Spillover**-Effekten auf internationale Kapitalmärkte/Schwellenländer



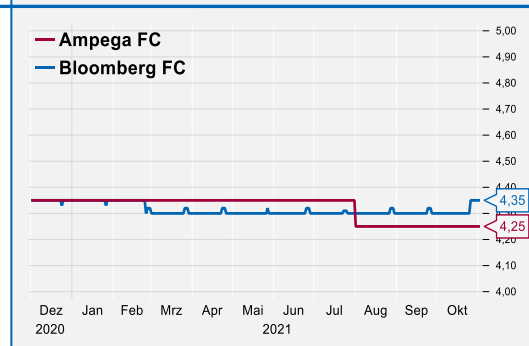
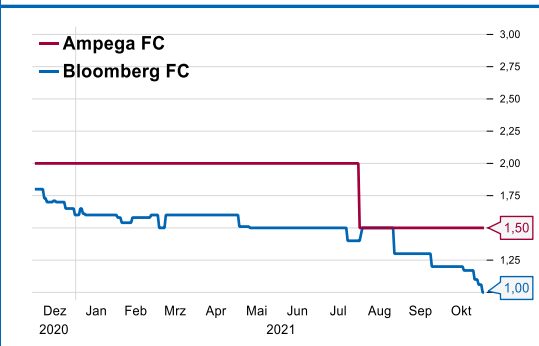
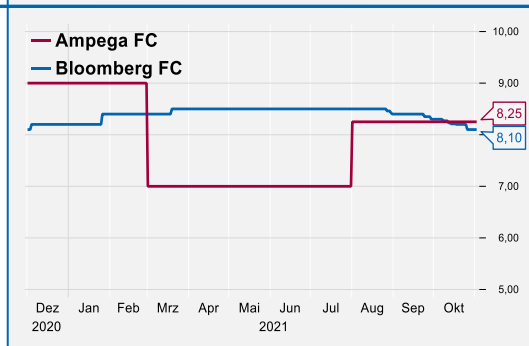
2021



2021

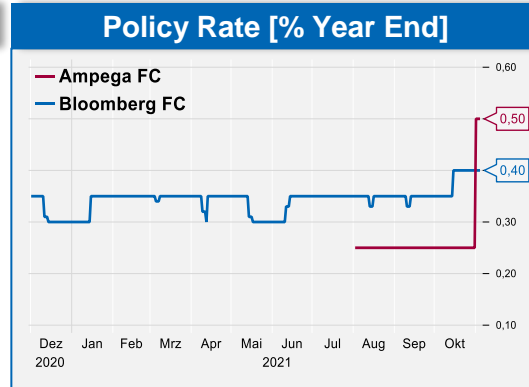
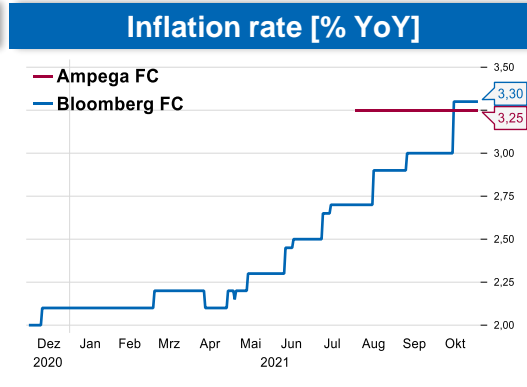
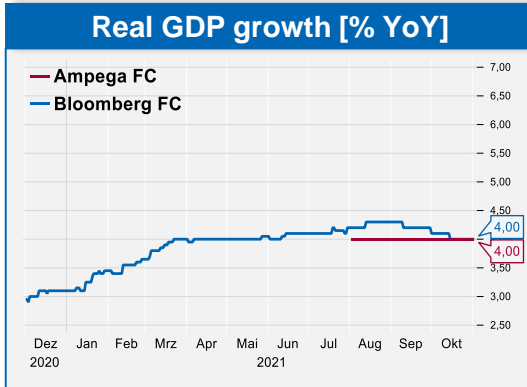


2021

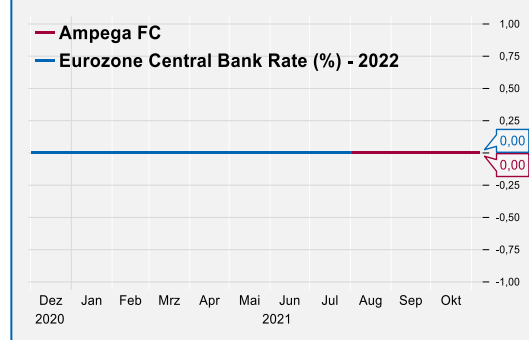
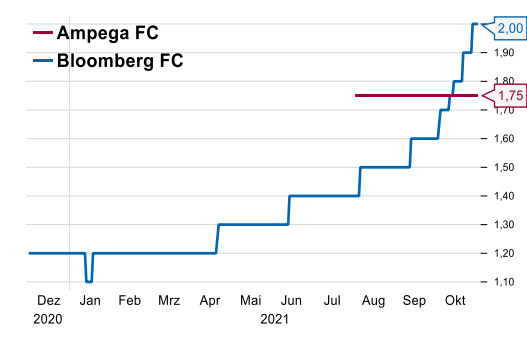
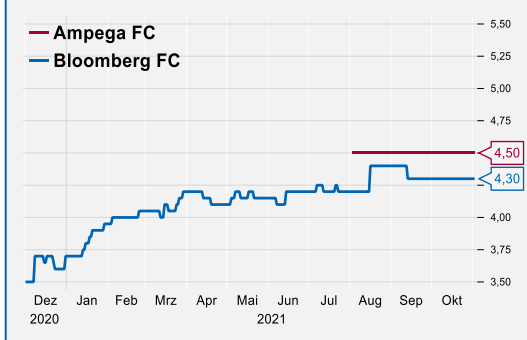




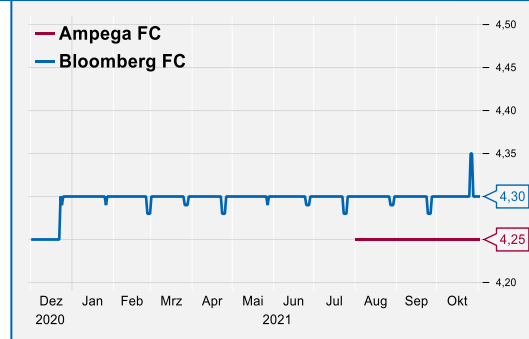
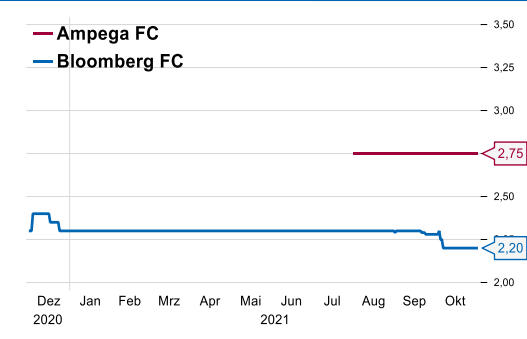
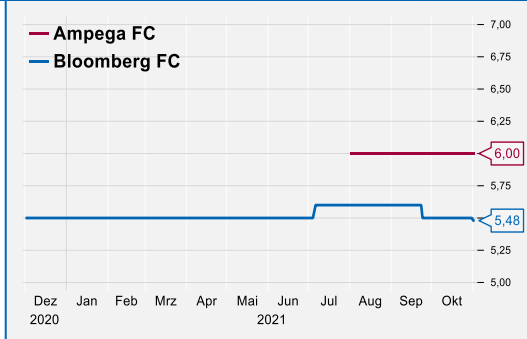
2022



2022



2022



MAKRO „Roaring '20s“

- Aus „Swoosh“ wird „**Roaring '20s**“
- Sukzessive **Auflösung** Covid-induzierter **Verhaltensänderungen**
- Kumuliert: **>10%** reales **BIP-Wachstum** 2021/2022:
 - **Konsumstau löst sich auf** – nach Wachstums-Peak weiter dynamisches Wachstum in H2/2021
 - Konsum & Fiskalstimuli stoßen **neuen Investitionszyklus** an
 - Mehr als ein Strohfeuer – **längerfristig höheres Potenzialwachstum**

THEMEN

- **Warten** auf Mittel aus **EU-Wiederaufbaufonds** & Einigung bei neuen US-Fiskalpaketen
- Zunehmende **Zweifel** an **Schuldentragfähigkeit**
- **Mutationen** und **neue Pandemie-Wellen**
- **Rückkehr** des **Multilateralismus** in internationale (Handels-)Beziehungen post-Trump
- **Geopolitische Konflikte** treten wieder stärker zu Tage, v.a. USA/China
- **Keine Entspannung** bei **Lieferkettenstörungen**
- **Preisexplosion** bei **Energie-Rohstoffen**

GELDPOLITIK Low for (much) longer

- **Fed** & viele andere Notenbanken **erhöhen Leitzins – EZB nicht**
- **Fed-Tapering** 2022 – **EZB beendet PEPP**, weitet APP-Anleihekäufe aus
- **Notenbanken** halten **Regierungen** den Rücken frei – **Hand in Hand** auch nach der Pandemie
- **Höhere Inflation als vor** der **Pandemie**
- Steigende **Rohstoffpreise**, **Lieferengpässe** & Co. treffen auf **ultraexpansives monetäres Umfeld**

MÄRKTE Assetpreisinflation

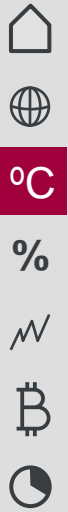
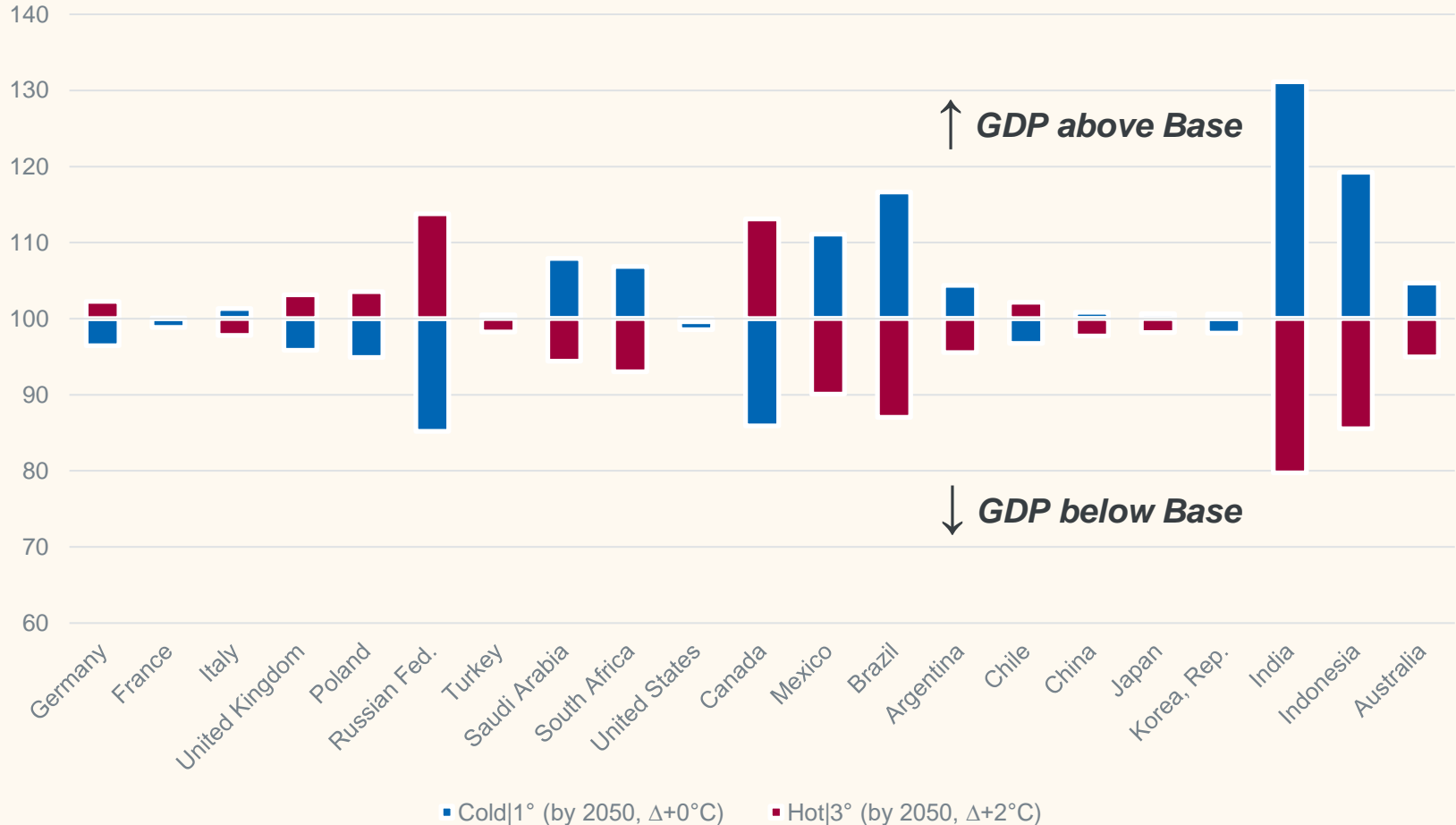
- Wir bestätigen unsere **konstruktive Einschätzung**
- **Makro-Stabilisierung**, **Fiskalstimulus** und **Geldpolitik** positive Treiber für 2021, Wirkung lässt aber langsam nach
- **Positive Gewinnentwicklung auch in H2**
- **Aktien übergewichten**
- Bestätigung **Ölpreisprognose: \$65/b** (Brent)
- **Keine Preisexplosion** (Covid-Winter) – **kein Absturz** (Konjunkturerholung & OPEC+)

Südhalbkugel mit stärksten Wachstumseinbußen infolge Erderwärmung – Europa nahe am „Sweet Spot“

- **Modellierung** der **Wachstumseffekte unterschiedlicher** globaler **Temperaturpfade 2020-2050** mittels Oxford Economics (OXE) – 3 verschiedene **Temperatur-Anomalien 2050** (Temperatur-Anstieg gegenüber Vor-Industrialisierung)
 - **Base/2°: Anomalie 2°C** ($\Delta+1^{\circ}\text{C}$ vs. Status Quo)
 - **Hot/3°: Anomalie 3°C** ($\Delta+2^{\circ}\text{C}$ vs. Status Quo)
 - **Cold/1°: Anomalie 1°C** ($\Delta+0^{\circ}\text{C}$ vs. Status Quo)
- **Ergebnisse:**
 - **Größte Verlierer** des globalen Temperatur-Anstiegs auf der **Südhalbkugel** (**Brasilien, Indien** oder **Indonesien** mit **GDP-Verlusten** von **13-20%** im Szenario **Hot/3°** vs. **Base/2°**)
 - „**Gewinner**“ eines nicht zu starken Temperatur-Anstiegs sind insb. im **Norden** zu finden (**Russland** oder **Kanada** mit **GDP-Zuwächsen** von **13-14%** im Szenario **Hot/3°** vs. **Base/2°**)
 - **Westeuropa** liegt **nahe** am **Sweet Spot** und muss mit vergleichsweise **geringen Auswirkungen** rechnen
 - Im gewichteten **Durchschnitt schadet** das Szenario **Hot/3°** den **G20**, während das Szenario **Cold/1° nützt**
- **Future Research:**
 - Ableitung von **Finanzmarktreaktionen** in den Szenarien
 - **Modellierung** unterschiedlicher **Politik-Reaktionen**, um bestimmtes Szenario zu erreichen (**CO2-Steuer, De-Karbonisierung**, etc.)

„Kalte“ Länder profitieren von höheren, „heiße“ Länder von niedrigeren Temperaturen

GDP in 2050 (% of Base=100)



ZINSEN

„Whatever it takes“ ist gelungen. Eine neue Phase beginnt.

% EUR

- **Unterdrückung der Realzinsen bleibt die dominante geldpolitische Priorität.**
- Ein materieller Exit aus dem QE-Regime bleibt fragwürdig und deckelt Zinsen nach oben.
- Bunds bleiben im Korridor **-0,5% bis 0,0%**. Negativ verzinsten Staatsanleihen untergewichten.

% USD

- **Tapering abgeschlossen bis Mitte 2022.**
- Markttechnische Treiber sprechen für einen erneuten **Zinsanstieg bis Jahresende.** Steigende Inflationserwartungen hinterlassen leichte Spuren.
- **10J+ UST weiter untergewichtet** (vis-à-vis Corps) mit **1,4% bis 2,0% Zielkorridor.**

KREDIT

Hohe Schwellen für markttechnische Störfaktoren werden nicht überschritten.

% EUR

- **Q3 Earnings bestätigen den Erholungstory.** Die Bilanzgenesung bleibt generell robust und stärker als erwartet trotz Lieferkettenprobleme.
- **O/W IG Credit und Crossover:** Nettoangebot wird gut aufgefangen. Der Ratingausblick verbessert sich und der Ausfallzyklus liegt hinter uns.
- **Idiosynkratische Risiken/Chancen und Markttechnik sind im Vordergrund.** Selektive Portfoliobereinigungen und RV trades sind angesagt.
- **Unser Ausblick spricht für illiquides variabelverzinsliches Kreditrisiko.** CLOs und manche besicherte Loansegmente sind attraktiv.

% USD

- **Aufgestaute Nachfrage überschattet post-pandemische Angebotsengpässe.** Quartalsberichte bestätigen den Rückenwind durch starkes Nominalwachstum.
- Das markttechnische Umfeld bleibt ebenfalls zuträglich für niedrige Spreads. **O/W IG Credit.**
- **BB O/W, B neutral, CLO O/W.** Absolute Renditen sind überteuert, aber der Carry-Trade bietet adäquaten taktischen Schutz vor Zinsanstieg.
- **EM neutral** wg. der Straffung der globalen Geldpolitik und Wachstumsverlangsamung in China



USD					
in %	2020			YTD	
	0	5	10	15	
Leveraged Loans 3y avg.				3,2	4,9
High Yield 6y avg.				6,2	4,4
CLO (A) 6y avg.				4,6	3,1
EM Corporates 5y avg.				7,4	-0,2
Municipals 5-7y				9,1	-1,3
Financials Sub. 5-7y				10,7	-1,3
Non-financials 5-7y				9,0	-1,3
Corporates 5-7y				9,5	-1,4
Financials Sen. 5-7y				10,2	-1,5
Sub-sovereigns 5-7y				7,6	-2,5
Agencies 5-7y				9,2	-2,6
Treasuries 5-7y				8,5	-3,1

EUR					
in %	2020			YTD	
	0	5	10	-5	
Leveraged Loans 4y avg.				2,4	4,5
High Yield 4y avg.				2,8	3,1
Crossover (BB) 4y avg.				2,8	2,2
Financials Sub. 4y avg.				2,7	0,2
Non-financials 7-10y				4,1	-2,2
Corporates 7-10y				4,3	-2,3
Financials 7-10y				4,8	-2,4
Covered Bonds 7-10y				3,8	-3,6
Sub-sovereigns 7-10y				2,2	-4,2
Germany 7-10y				1,5	-4,3
Italy 7-10y				5,1	-5,7
Covered Bonds 10+y				6,5	-6,1

GBP					
in %	2020			YTD	
	0	5	10	-5	
High Yield 7y avg.				2,9	4,4
Covered Bonds 5-7y				5,4	-0,5
Financials Sub. 7y avg.				9,6	-0,7
Financials 5-7y				7,5	-2,1
Non-financials 5-7y				5,5	-2,1
Agencies 4y avg.				3,9	-2,7
Sub Sovereigns 5-7y				4,6	-4,1
Gilts 5-7y				3,9	-4,2

Source(s): Macrobond, iBoxx, JP Morgan, ICE

- Der zunehmende Inflationsdruck hat im Oktober die Performance aller FI-Assetklassen belastet.
- UST litten am stärksten aber abgesehen von den drei Spitzenreitern LL, HY und CLO weisen nun alle Assetklassen wieder eine negativer Jahresperformance auf.

- Auch im Euroraum drückte die Inflation auf die Zinsmärkte, hier gingen Staatsanleihen noch stärker als in den USA zurück.
- Lediglich LL mit einer positiven Monats-Performance und auch im Jahresvergleich weiter vor HY und Crossover.

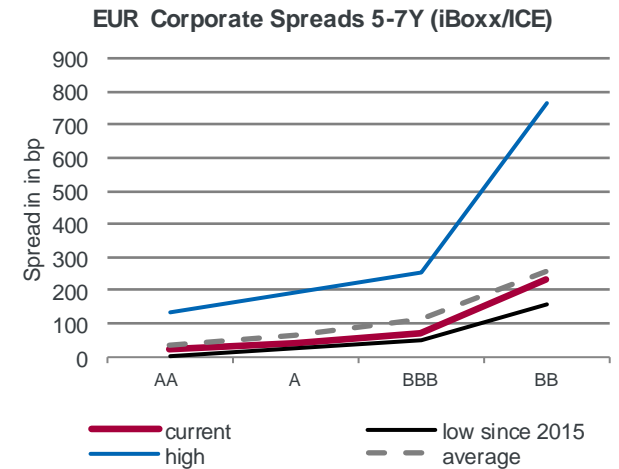
- Im Gegensatz zu USTs und Bunds verzeichneten Gilts im Oktober zwar Gewinne, nachdem die Regierung die für dieses Jahr geplanten Emissionen stärker als erwartet reduzierte, verbleiben aber im Assetklassen-Vergleich auf dem letzten Platz.
- Im Jahresvergleich nur noch HY im Plus.

Spreads und Renditen im 5-jährigen Kontext

EUR

Yields (in%)	1 to 3 years	3 to 5 years	5 to 7 years	7 to 10 years	> 10 years
German govt bonds	-0,73	-0,70	-0,60	-0,45	-0,03
Italian govt bonds	-0,37	-0,10	0,19	0,53	1,36
Sub-sovereigns	-0,52	-0,40	-0,25	-0,03	0,60
Covered bonds	-0,42	-0,32	-0,21	-0,05	0,28
Financials	-0,13	0,19	0,39	0,70	1,03
Financials subordinated	0,84				
Industrials	-0,10	0,09	0,25	0,48	0,90

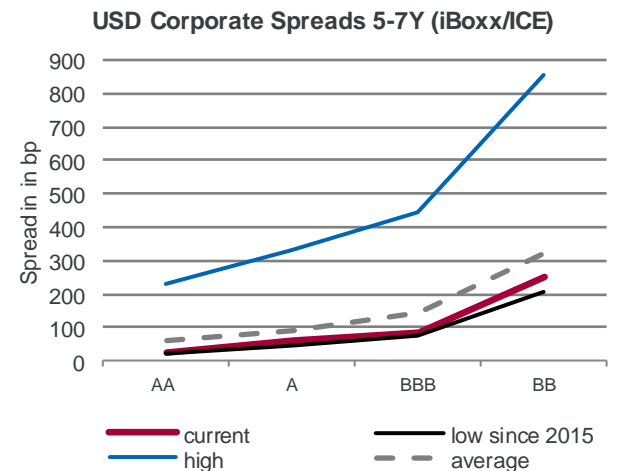
Spreads to Swap Curve (in bps)	1 to 3 years	3 to 5 years	5 to 7 years	7 to 10 years	> 10 years
Government bonds AAA	-27	-35	-38	-38	-34
Government bonds <AAA	8	25	43	61	111
Sub-sovereigns	-7	-4	-1	4	33
Covered bonds	3	3	3	3	7
Financials	32	55	63	79	87
Financials subordinated	108				
Industrials	36	46	51	59	72



USD

Yields (in %)	1 to 3 years	3 to 5 years	5 to 7 years	7 to 10 years	> 10 years
US Treasuries	0,26	0,66	0,99	1,24	1,86
US Agencies	0,31	0,70	1,10	1,40	2,16
Financials	0,65	1,24	1,72	2,16	2,91
Financials subordinated	2,56				
Industrials	0,57	1,13	1,58	2,08	3,04

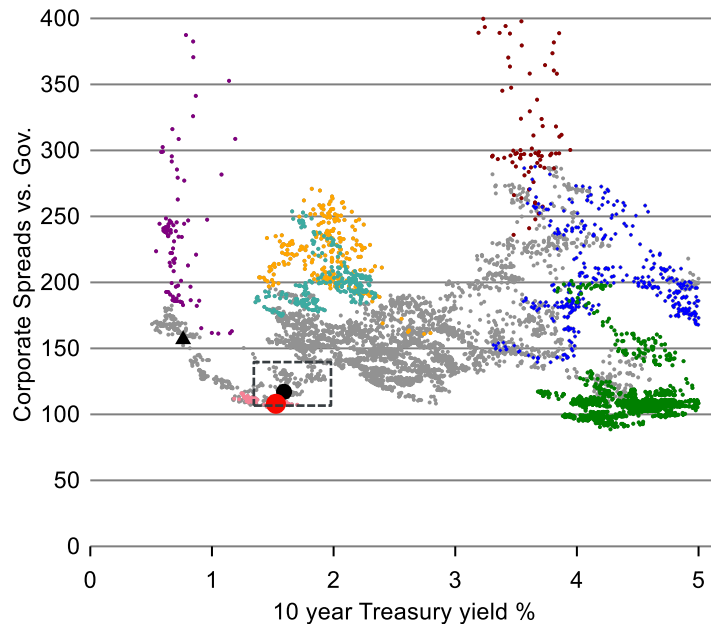
Spreads to Swap Curve (in bps)	1 to 3 years	3 to 5 years	5 to 7 years	7 to 10 years	> 10 years
US Treasuries	-11	-9	-6	-4	21
US Agencies	-4	-3	10	16	60
Financials	28	50	71	89	126
Financials subordinated	126				
Industrials	33	48	63	86	144



Sources: JP Morgan, Iboxx Indices, own computations;
Data as of: 03.11.2021



USD Treasury Yields and IG Corporate Spreads, 2000-present

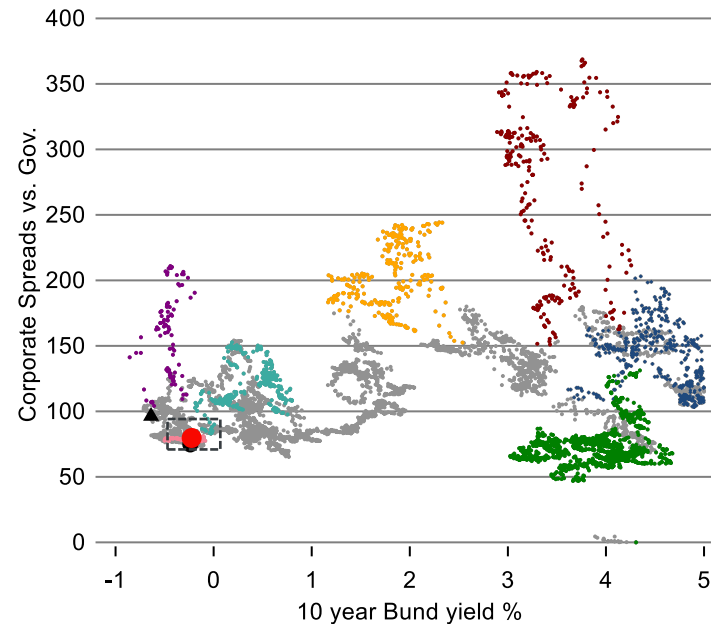


● Current level ▲ 1 year ago ● 6 months ago · last 3 months

□ 6-Monate Zielbereich

Source(s): Macrobond, JP Morgan
Data as of 05-Nov-2021

EUR Bund Yields and IG Corporate Spreads, 2000-present



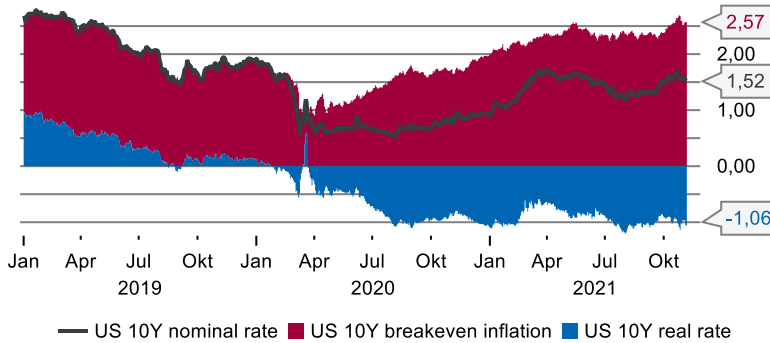
● Current level ▲ 1 year ago ● 6 months ago · last 3 months

Source(s): Macrobond, JP Morgan
Data as of 05-Nov-2021

- **IG Spreads bleiben nahe Tiefstständen, Zinsen steigen wieder.** Credit bleibt im Risk-On-Modus mit Rückenwind durch starke Earnings; mittelfristige Wachstumsbedenken bremsen den Zinsanstieg.
- **Erwartung für die Zinsseite:** Die Erholung ist intakt und spricht für eine Wiederaufnahme der Zinsnormalisierung, Notenbanken signalisieren einen langsamen und bedingten Richtungswechsel. **Short duration in USD.**
- **Erwartung für die Spreadseite:** Das positive markttechnische Umfeld sowie starkes Nominalwachstum deckeln Spreads nach oben. Mangels frischer Impulse nehmen wir in der Seitwärtsbewegung den Carry mit. **Long bias.**

US Inflationserwartungen steigen...

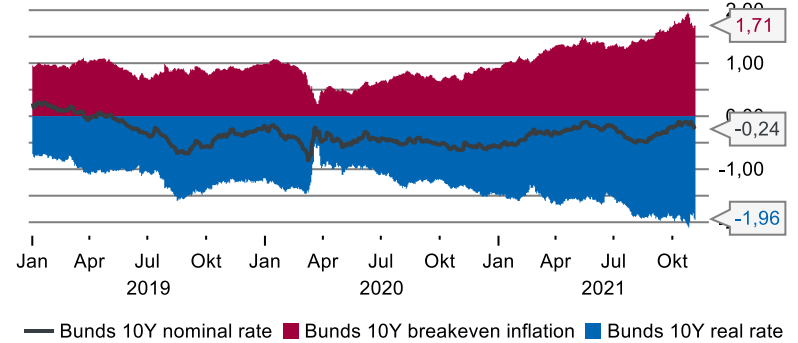
US 10Y rate decomposition



Source(s): Bloomberg, Macrobond, Ampega.
Data as of 05-Nov-2021

Bunds: Toleranz für negative Realzinsen intakt

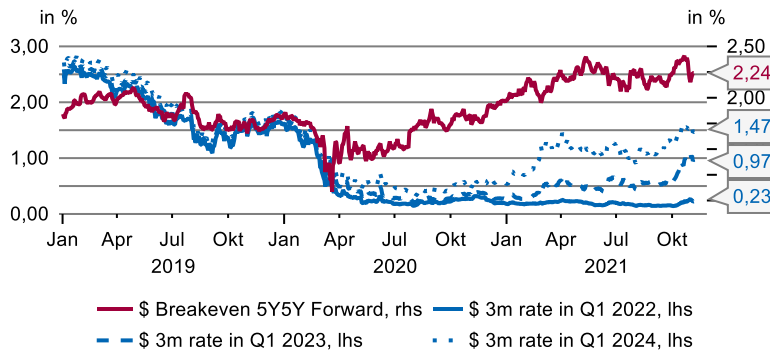
Germany 10Y rate decomposition



Source(s): Bloomberg, Macrobond, Ampega.
Data as of 05-Nov-2021

...zunehmend bei Zinserwartungen zu erkennen

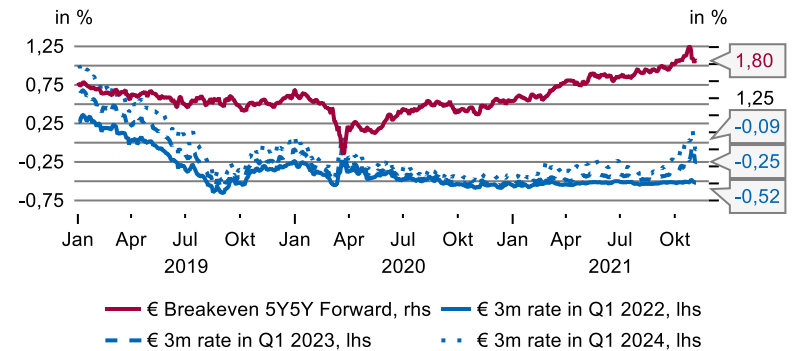
US forward inflation and forward rates



Source(s): Bloomberg, Macrobond, Ampega.
Data as of 05-Nov-2021

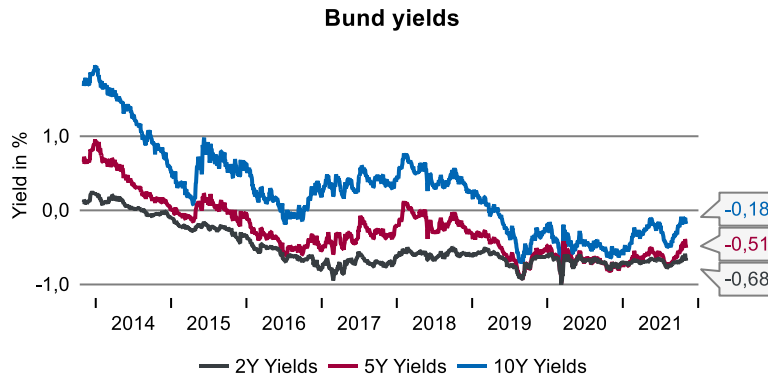
Märkte sehen das EZB-Inflationsziel nicht

Eurozone forward inflation and forward rates

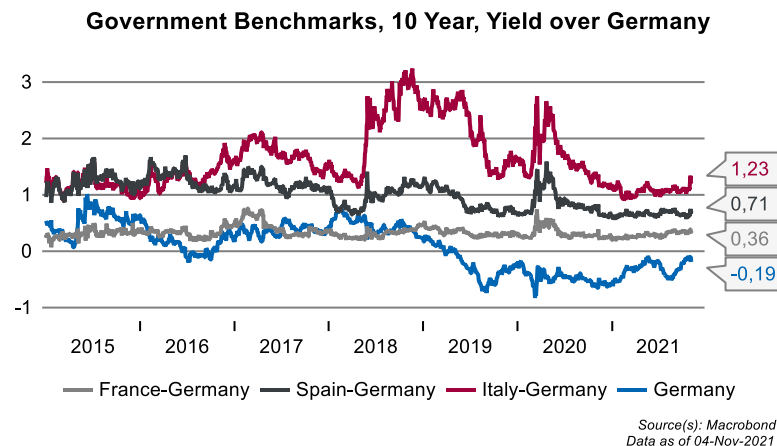


Source(s): Bloomberg, Macrobond, Ampega.
Data as of 05-Nov-2021

Steigende Bund-Renditen durch Inflation



EZB unterstützt Carry-Trades weiter



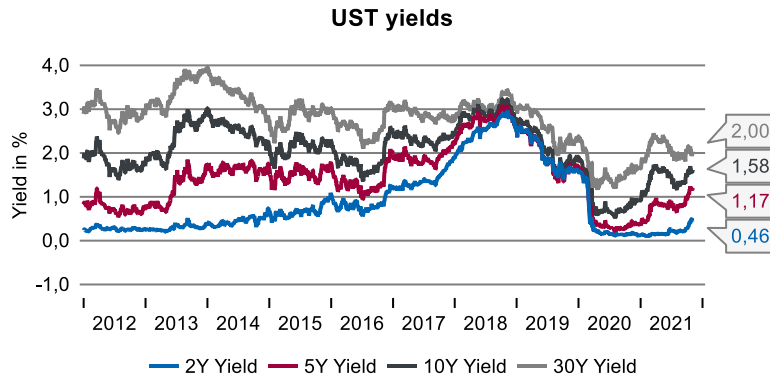
Markttreiber:

- Aktuellen Marktbewegungen/ Markterwartungen nicht im Einklang mit der Forward Guidance der EZB. Weiterhin die Rede von „transitorischer“ Inflation.
- EZB bleibt Ihren geldpolitischen Instrumenten treu, stellt reduzierte PEPP-Käufe in den Raum und bekräftigt auslaufen des PEPP im März 2022.
- Ratstreffen im Dezember wird vermutlich mehr Klarheit über mögliche Nachfolgeoptionen des PEPP bringen.
- EZB-Präsidentin Christine Lagarde bekräftigt, Zinserhöhungen seien im nächsten Jahr „sehr unwahrscheinlich“.
- Dennoch sorgen die weiter steigenden Inflationsdaten auch in Europa für einen Anstieg der Renditen und einer erhöhten Volatilität am kurzen Ende

Fazit

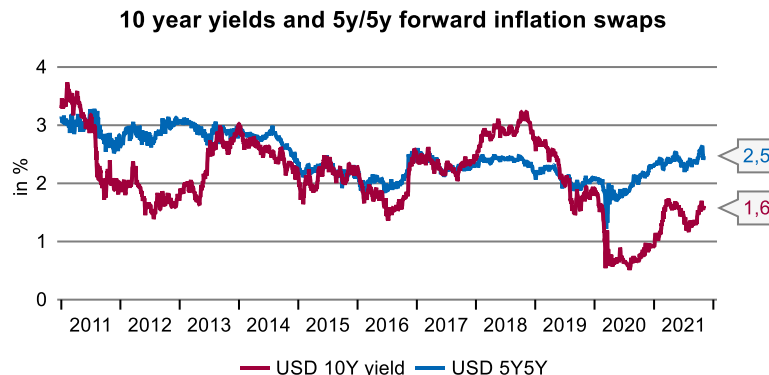
- Wir erwarten erneute (moderate) Zinsnormalisierung und halten unser **Untergewicht in Bunds** zu Gunsten IG Credit aufrecht.
- Neutrale Einstufung gegenüber Peripherie.

USD Kurve: zurück zur 2015-2018 Bandbreite?



Source(s): Macrobond
Data as of 04-Nov-2021

Inflationserwartungen zunehmend eingepreist



Source(s): Macrobond
Data as of 04-Nov-2021

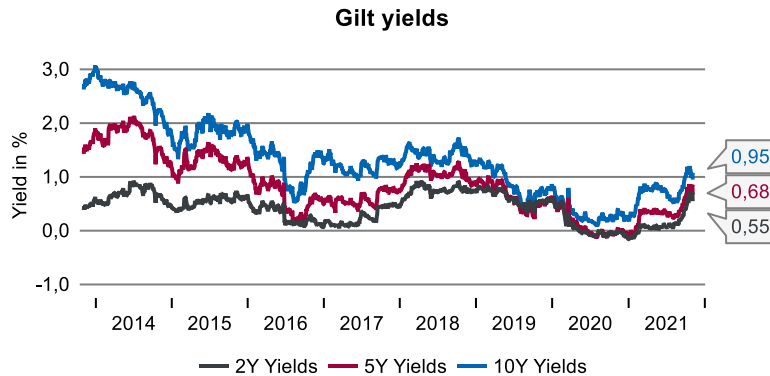
Markttreiber:

- Fed beschließt erwartungsgemäß den Beginn des Taperings. Reduzierung der Nettokäufe um 15 Mrd. USD für die Monate November und Dezember.
- Danach gleiches Tempo, sofern sich die wirtschaftliche Situation nicht gravierend ändern wird.
- Märkte richten Ihre Aufmerksamkeit nun verstärkt auf mögliche erste Zinsschritte der Fed.
- Insbesondere verdeutlicht Powell, dass ein Tapering kein direktes Signal für eine Zinserhöhung darstellt.
- Marktseitig aktuell keine klare Tendenz zu beobachten. Renditen verharren im Korridor ohne große Korrekturen.
- Inflation rückt in den Fokus der Fed, weiterhin von „transitorisch“ auszugehen.

Fazit

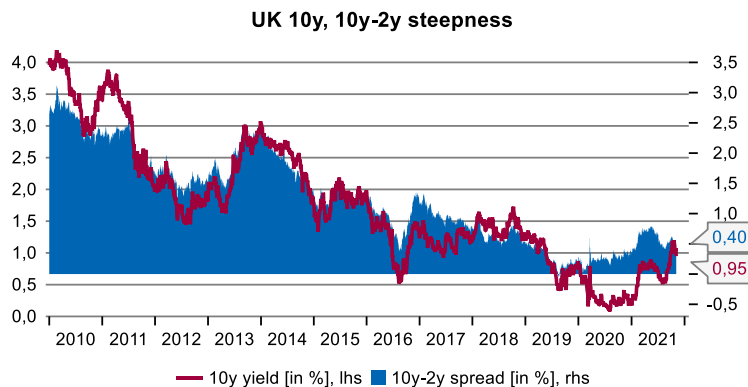
- Wir erwarten dank **Tapering und Markttechnik** eine Rückkehr zur **1,4-2%** Bandbreite in **10J UST-Renditen**.
- **Wir bleiben bei Short Duration Positionierung** in USTs zu Gunsten von Corporates.

Inflationsanstieg treibt Renditen weiter



Source(s): Macrobond
Data as of 04-Nov-2021

Kurve verflacht nach BoE-Meeting



Source(s): Macrobond
Data as of 04-Nov-2021

Markttreiber:

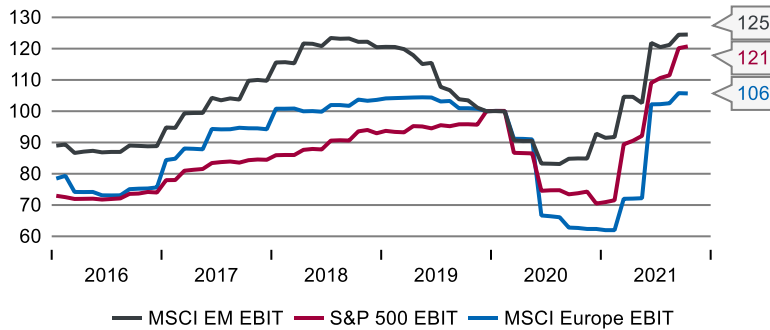
- Entgegen der Erwartung vieler Marktteilnehmer hebt die BoE die Leitzinsen im November noch nicht an, signalisiert aber eine baldige Zinserhöhung. Zudem sei die BoE anderen ZB bei der Rücknahme von Konjunkturmaßnahmen zur Eindämmung der Inflation voraus.
- Obwohl die politischen Entscheidungsträger ihre Inflationsprognose auf einen Höchststand von 5% im April (Sep 21: 3,1%) anhaben, gewichteten sie die unmittelbaren Sorgen über eine Verlangsamung des Wachstums höher und stimmten mit 7:2 dafür, den Leitzins bei 0,1% zu belassen, bzw. mit 6:3 Stimmen für die Beibehaltung des Anleihekauf-Ziels.
- Als Reaktion fallen das Pfund und die 10J-Giltrenditen unter die psychologische Marke von 1%. Marktteilnehmer erwarten bis Ende 2022 einen Leitzins von 1,25%.

Fazit

- Wir rechnen mit dem ersten **Zinserhöhung der BoE** bei der nächsten Sitzung **im Dezember**.
- Für 2022 rechnen wir mit weiter **steigende Renditen**.

Q3 Earnings bestätigen die Erholung...

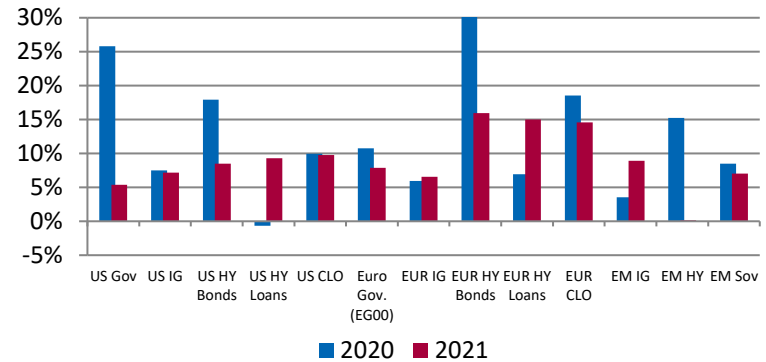
Equity index EBIT per share, Dec 2019 = 100



Source(s): Macrobond, Bloomberg
Data as of 05-Nov-2021

2021 Nettoangebot: 2 Bio. USD / 750 Mrd. EUR

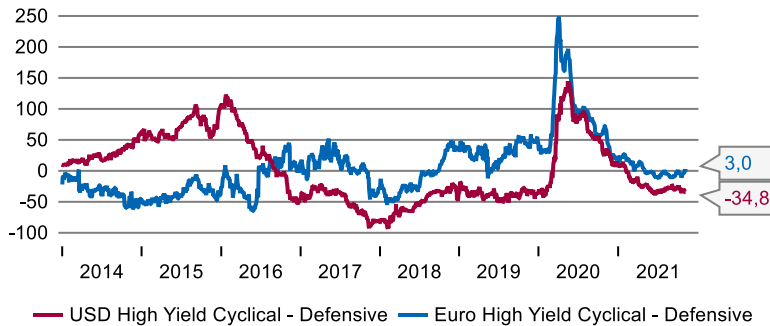
Net % change in outstanding index volume



Source: BAML, SIFMA 30.10.2021

...und verankern niedrige Risikoprämien

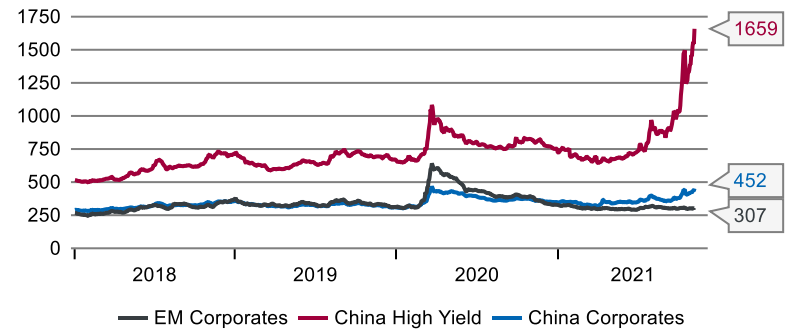
High Yield Cyclical minus Defensive Subindex Spreads



Source(s): Macrobond, JP Morgan
Data as of 05-Nov-2021

USD HY China Property Bonds kollabieren

JP Morgan CEMBI BD Corporate Spreads



Source(s): Macrobond
Data as of 05-Nov-2021

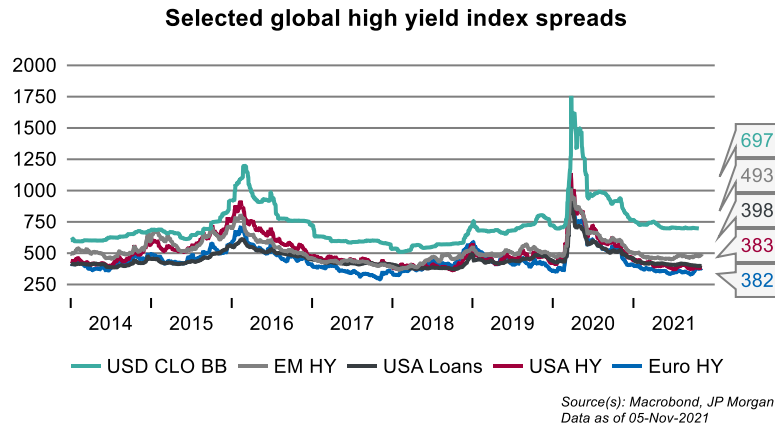
Russell 3000 (USA)	Reported		Sales y/y %	% w/ pos. sales growth	Sales surprise %	% w/ pos. sales surprise	Earnings y/y %	% w/ pos. earnings growth	Earnings surprise %	% w/ pos. earnings surprise
All Securities	1635/3000	55%	↑ 19%	79%	✓ 2%	64%	↑ 42%	71%	✓ 11%	72%
Energy	86/120	72%	↑ 72%	81%	✓ 9%	61%	N.M.	80%	✓ 14%	55%
Materials	89/128	70%	↑ 39%	86%	✗ -3%	70%	↑ 172%	75%	✓ 3%	65%
Industrials	257/411	63%	↑ 17%	86%	✓ 1%	55%	↑ 73%	74%	✓ 8%	69%
Consumer Discretionary	164/359	46%	↑ 14%	87%	✓ 1%	54%	↑ 10%	70%	✓ 8%	66%
Consumer Staples	49/117	42%	↑ 11%	80%	✓ 3%	67%	↑ 5%	57%	✓ 5%	73%
Health Care	199/644	31%	↑ 14%	77%	✓ 3%	65%	↑ 18%	59%	✓ 14%	65%
Financials	397/473	84%	↑ 11%	65%	✓ 5%	70%	↑ 36%	75%	✓ 18%	82%
Information Technology	182/394	46%	↑ 19%	87%	✓ 1%	64%	↑ 40%	74%	✓ 8%	76%
Communication Services	48/110	44%	↑ 15%	87%	✓ 0%	47%	↑ 34%	67%	✓ 10%	80%
Utilities	40/69	58%	↑ 3%	80%	✗ 0%	67%	↑ 4%	53%	✓ 2%	56%
Real Estate	124/179	69%	↑ 23%	83%	✓ 3%	79%	↑ 27%	74%	✓ 5%	72%

- Mittlerweile haben rund **55%** der Unternehmen im **Russell 3000** Q3-Zahlen berichtet. Rund drei Viertel der Unternehmen konnten ein positives Umsatz- und Gewinnwachstum gegenüber dem Vorjahresquartal verzeichnen. Die Erholung setzt sich fort, aber mit angezogener Handbremse.
- Das Wachstum erstreckt sich dabei über alle Branchen, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. **Zyklische Sektoren** verzeichneten besonders starke Wachstumsraten und **Energy** profitiert von steigenden Öl-/Gaspreisen. Trotz des herausfordernden Marktumfelds fallen keine Sektoren wirklich negativ ins Auge.
- Die **Erwartungen** konnten die Unternehmen in fast allen Sektoren **deutlich übertreffen** – dank einer anhaltend hohen **Nachfrage** sowie strikter **Kosten- und Investitionsdisziplin**.

SE600 (Europe)	Reported		Sales y/y %	% w/ pos. sales growth	Sales surprise %	% w/ pos. sales surprise	Earnings y/y %	% w/ pos. earnings growth	Earnings surprise %	% w/ pos. earnings surprise
All Securities	309/442	70%	↑ 14%	86%	✓ 2%	63%	↑ >100%	68%	✓ >100%	57%
Energy	14/15	93%	↑ 46%	86%	✓ 3%	64%	↑ >100%	93%	✓ 10%	69%
Materials	28/38	74%	↑ 22%	100%	✓ 4%	71%	↑ >100%	70%	✓ >100%	63%
Industrials	61/88	69%	↑ 17%	90%	✓ 2%	45%	↑ >100%	80%	✓ 0%	42%
Consumer Discretionary	34/46	74%	↑ 4%	81%	✗ -3%	62%	↑ 14%	80%	✗ -9%	40%
Consumer Staples	23/34	68%	↑ 7%	95%	✓ 3%	76%	↑ 38%	60%	✓ 5%	56%
Health Care	29/42	69%	↑ 8%	89%	✓ 2%	66%	↑ 7%	55%	✓ 6%	67%
Financials	45/65	69%	↑ 6%	93%	✓ 4%	85%	↑ 11%	69%	✓ 20%	82%
Information Technology	25/33	76%	↑ 11%	96%	✓ 2%	64%	↑ 23%	72%	✓ 15%	67%
Communication Services	23/32	72%	↓ -4%	52%	✓ 2%	50%	↓ -15%	41%	✓ 2%	44%
Utilities	11/25	44%	↑ 25%	55%	✓ 12%	64%	↓ -34%	40%	✓ 0%	40%
Real Estate	16/24	67%	↓ -3%	81%	✓ 15%	40%	→ 2%	67%	✗ -2%	33%

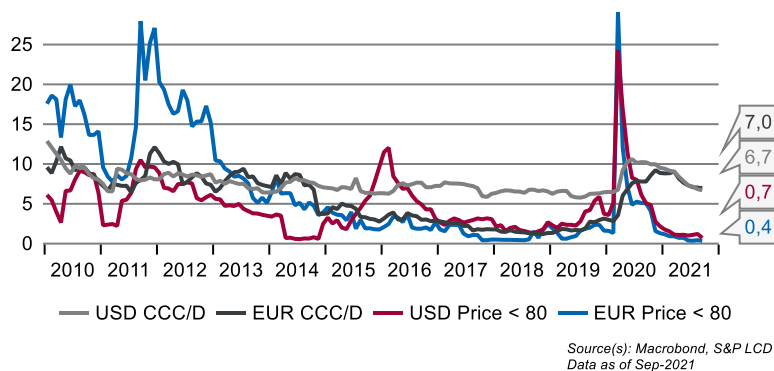
- Bislang haben rund **70%** der zu berichtenden Unternehmen im **STOXX Europe 600** Q3-Zahlen vorgelegt. Das Umsatz- und Ergebniswachstum fiel in den meisten Branchen positiv aus. Es zeichnet sich (mal wieder) ein insgesamt schwächeres Bild ab als in den USA.
- Besonders positive Wachstumsraten wurden wie in den USA in den Branchen **Energy**, **Materials** und **Industrials** erzielt. Umsatz- und Ergebnisrückgänge in den Bereichen **Communication Services** und **Real Estate** beschränken sich auf wenige Unternehmen.
- Die **Gewinnerwartungen** wurden von nahezu **60%** der Unternehmen **übertroffen**. Besonders positive Überraschungen ergaben sich bei stark wachsenden Zyklikern sowie in den Sektoren IT und Financials.

Der HY-Komplex wartet auf neue Impulse



Ratings konvergieren langsam zum Marktblick

Europe (ELLI) and US (LSTA) loan index, % CCC and distressed



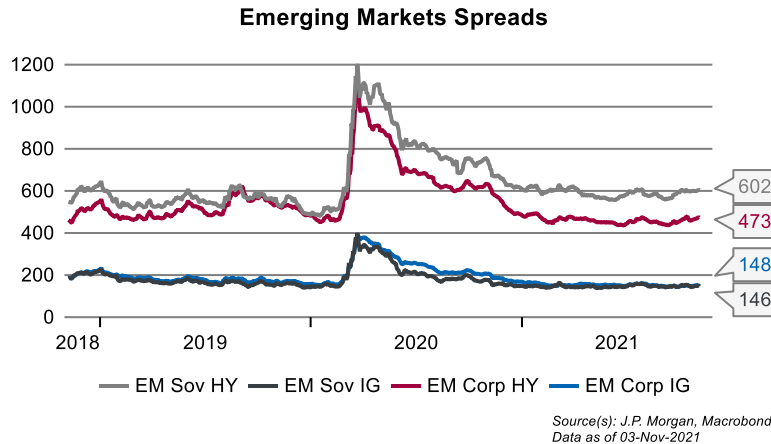
Das High Yield Segment ist noch in „win-win“ Modus

- Starkes Nominalwachstum ist zuträglich für Deleveraging und erhöht gleichzeitig den Mehrwert von Investments mit hohen bzw. variablen Kupons im Falle eines stärkeren Zinsanstiegs.
- Bisher meldeten rd. 2/3 der US High Yield Bond Emittenten Margendruck durch Lieferkettenstörungen und Lohnkosten in der Q3 Berichtssaison.
- Letztendlich scheinen Märkte diese Herausforderungen aus einer mittelfristigen systemischen Sicht als nicht materiell zu erachten, da aufgestaute Nachfrage für weiterhin gesundes Umsatzwachstum sorgen sollte.
- CCC-Anteile im Loanuniversum sind noch auf erhöhten Niveaus, aber Ratingagenturen reagieren zunehmend auf passives Deleveraging durch die Erholung der operativen Ergebnisse.

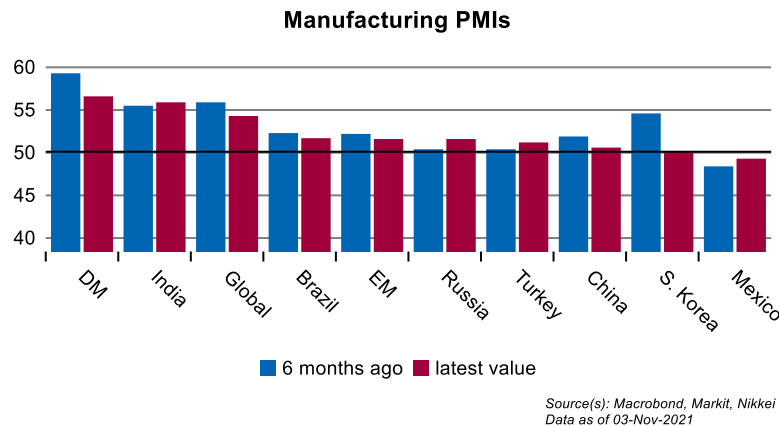
Fazit

- **High Yield U/W in Euro und neutral in USD:** eindeutig übersteuert mit taktischem Mehrwert bei höheren Zinsen
- **IG CLOs** bleiben der „sweet spot“ wegen variablen Kupons und strukturellem Schutz gegen Rückschläge.

HY Spreads steigen etwas



Ausblick für Weltwirtschaft leicht eingetrübt



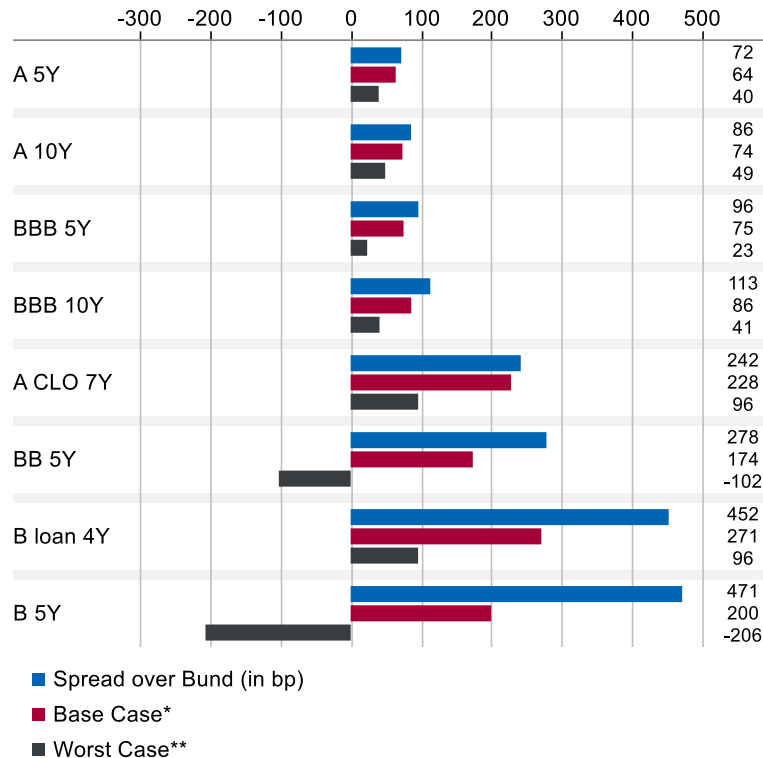
Nachlassende konjunkturelle Dynamik in China

- Die Risikoaufschläge für Schwellenländeranleihen mit einem Rating schlechter als BBB- haben sich in den vergangenen Wochen leicht ausgeweitet. Vor dem Hintergrund eines insgesamt eingetrübten globalen wirtschaftlichen Umfelds sind risikoreichere Titel aktuell etwas weniger gefragt.
- Gemessen an den Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe bleibt die Weltwirtschaft zwar auf Expansionskurs, die Dynamik lässt jedoch nach.
- Während in den entwickelten Ländern Probleme in den Lieferketten den Ausblick eintrüben, zeichnet sich eine nachlassende konjunkturelle Dynamik in China ab, die sich negativ auf die Schwellenländer in unmittelbarer Nachbarschaft zu China und darüber hinaus auswirken kann.

Fazit

- EM neutral.** Das Risiko deutlicher Spreadausweitungen ist weiterhin begrenzt.
- Fundamentale Schwächen in den riskanteren Segmenten bestehen weiterhin.

Senior Credit Spreads over Bund vs. Default-Risk-Adjusted Spreads by rating and maturity for EUR bonds

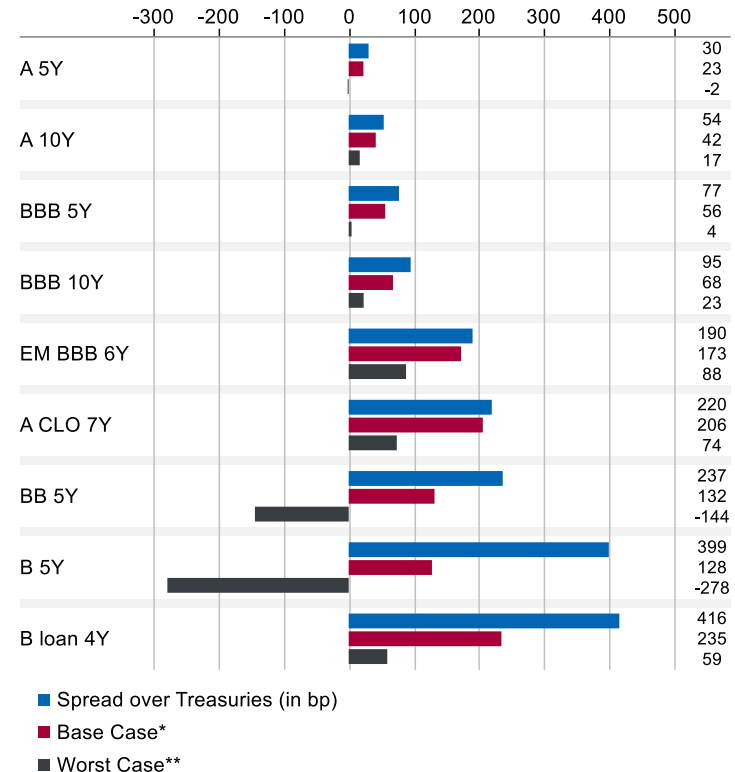


Source(s): Moody's (Global default rates 1970 - 2020), Markit, Macrobond, own calculations
Data as of 04-Nov-2021

*Default Risk-Adjusted Spread Base Case (spread over SWAP adjusted by expected loss assuming future default rate and recovery rate equal to historical average)

**Default Risk-Adjusted Spread Worst Case (spread over SWAP adjusted by expected loss assuming future default rate and recovery rate equal to historical worst case)

Senior Credit Spreads over US Treasuries vs. Default-Risk-Adjusted Spreads by rating and maturity for USD bonds



Source(s): Moody's (Global default rates 1970 - 2016), Markit, Macrobond, own calculations
Data as of 04-Nov-2021

*Default Risk-Adjusted Spread Base Case (spread over UST adjusted by expected loss assuming future default rate and recovery rate equal to historical average)

**Default Risk-Adjusted Spread Worst Case (spread over UST adjusted by expected loss assuming future default rate and recovery rate equal to historical worst case)

EUR Allocation Fixed Income Strategy						
Maturity band (years)	1-3	3-5	5-7	7-10	10+	Allocation
Government Bonds AAA	--	--	--	-	-	-
Government Bonds <AA	-	o	o	o	o	o
Supras /Agencies	-	-	o	o	o	o
Covered Bonds	-	-	o	o	o	o
Financial Senior	+	++	++	+	o	+
Financial Subordinated	++					++
Corporates (Non-Financials)	+	+	+	+	o	+
High Yield Bonds (BB)	+					+
High Yield Funds / Loan Funds (B)	-					-
CLO	++					++
Emerging Markets	-					-

strong UW
UW
neutral
OW
strong OW

- **Anpassung:** keine Änderung zum Vormonat.
- Die Zinsnormalisierung wird sich in 2022 hinein fortsetzen stellt eine größere Gefahr für Total>Returns als Kreditrisiken dar. Wir favorisieren daher Kreditklassen mit kürzeren Zinsdurationsen.
- Wir erwarten eine Seitwärtsbewegung in Spreads und setzen auf „Carry“ in illiquideren Marktsegmenten. Markttechnik und solide Bilanzen trumpfen isolierte fundamentale Restrisiken.
- Illiquidere B/CCC-lastige Assetklassen sind massiv überteuert. Crossover und CLOs bieten attraktivere Risiko-Ertrags-Verhältnisse.
- Illiquide auf EUR lautende EM Corporates bieten einen zu geringen Schutz gegen Headlinerisiken.

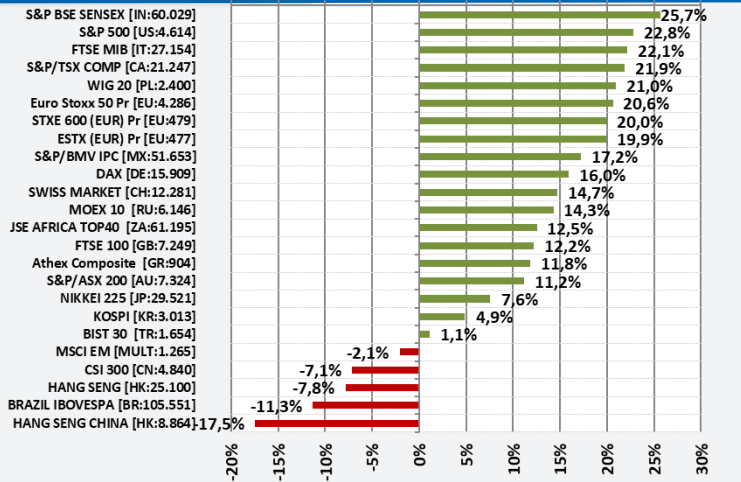
USD Allocation Fixed Income Strategy						
Maturity band (years)	1-3	3-5	5-7	7-10	10+	Allocation
Government Bonds AAA [US Treasuries]	-	-	o	-	-	-
Supras /Agencies	-	-	o	o	o	o
Municipals (AA)	-	-	o	o	o	o
Covered Bonds	-	-	o	o	o	o
Financial Senior	o	++	++	++	o	+
Financial Subordinated	o					o
Corporates (Non-Financials)	o	+	++	+	o	+
High Yield Bonds (BB)	+					+
High Yield Funds / Loan Funds (B)	o					o
CLO	+					+
Emerging Markets	o					o

strong UW
UW
neutral
OW
strong OW

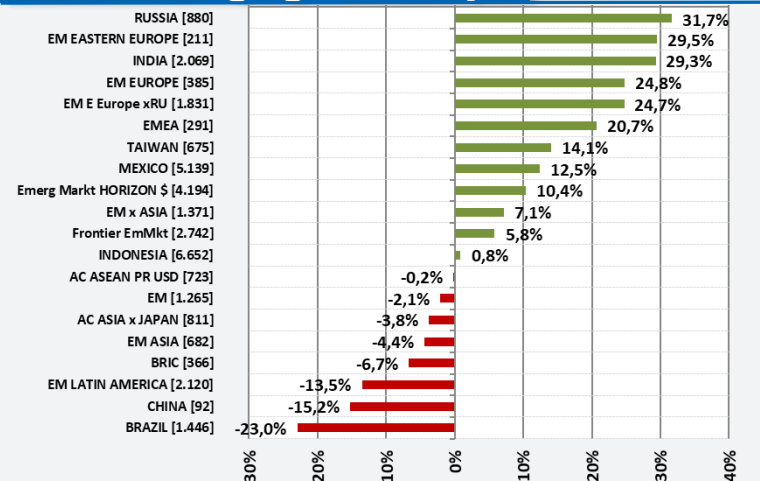
- **Anpassung:** keine Änderung zum Vormonat.
- Wir erwarten einen erneuten Anstieg der 10J Staatsanleihen zum oberen Ende der 1,4% bis 2,0% Bandbreite im Zusammenhang mit Taperingsignalen und steigenden Inflationserwartungen.
- Spreads bleiben in einer Seitwärtsrichtung mangels wesentlicher Störfaktoren. IG Kredit, BB High Yield Bonds und CLOs bieten adäquaten Schutz vor moderat steigenden Zinsen.
- EM neutral. Spreads ggü. US Corporates sind fair bewertet. Globale Wiedereröffnungsfantasie verbessert den Ausblick, aber die Folgen der Anpassungen im chinesischen Wachstumsmodell werden länger anhalten.



Aktien Global ytd

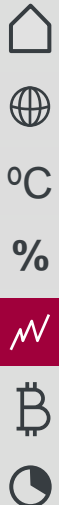


Aktien Emerging Markets ytd



Rück- und Ausblick

- **Konjunkturoptimismus**, hohes **Gewinnwachstum** und expansive **Geldpolitik** sind **Haupttreiber** der fulminanten **Aktienmarkttralle** in H1 2021
- In H2 rücken **Lieferkettenprobleme**, steigende **Inflationsraten** und langsam kontraktiver agierende **Zentralbanken** in den Fokus und **belasten Sentiment**, Märkte im Seitwärtsgang
- **Fundamentaldaten** weiterhin auf post-pandemischem **Erholungskurs**: Serie starker Gewinnsaisons setzt sich in Q3 fort
- **Positive Treiber wirken** weiter, **nutzen sich aber ab**:
 - Makroökonomisches **Wachstum** bleibt im Hauptszenario deutlich **über Potenzial**
 - **Geldpolitik uneinheitlich**: Weiter expansiv in Europa, vor dem langsamen Ausstieg (Tapering) in USA, andere bereits im Zinserhöhungszyklus (EM- und vereinzelte DM-Länder) – **noch keine Belastung**
- **Gewinnwachstum robust**, **Zuwachsraten** werden aber aufgrund von **Basiseffekten sinken**
- **Saisonalität** spricht **für Aktien** im Schlussquartal
- (Sehr) **hohe Bewertungen** bleiben **Risiko**
- **Jahresend-Prognosen bestätigt**



Was	Wie	USA	Eurozone	Delta letzter KMB
Globales Wachstum	Im Basisszenario „Roaring '20s“ Wachstum deutlich über Potenzial bis mindestens Ende 2022			➔
Geldpolitik	USA bereiten Einstieg in den Ausstieg vor (Tapering); Eurozone unverändert expansiv			➔
Fiskalpolitik	Fiskalprogramme entfalten im Zeitablauf ihre volle Wirkung			➔
Gewinne	Gewinnwachstum bleibt robust, Extreme Wachstumsraten (Basiseffekte) verschwinden; Fiskalprogramme und Investitionszyklus können (neuer) positiver Treiber werden			➔
Margen	Deutliche Erholung nach Corona-Einbruch, hohe Preissetzungsmacht (USA)			➔
Bewertungen	Durch hohes Gewinnwachstum leicht zurückgekommen; absolutes Niveau weiter hoch			➔
Markttechnik	Viele Indizes nahe oder im überkauften Bereich			➔
Indexstände	Globale Indizes nahe Allzeithochs			➔
Saisonalität	Q4 in der Regel gut für Aktienmärkte (Jahresendrallye)			➔

Endet die Liquiditätsschwemme?

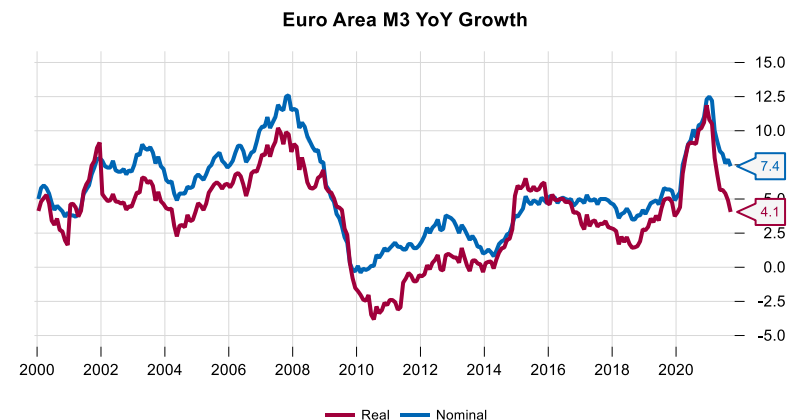
- Ultraexpansive **Zentralbankpolitik** wichtigster **Treiber** für Aktien in den letzten Jahren
- Sinkende / **niedrige Zinsen** führten zu **Umschichtung** in **risikobehaftete Assets** und **Kompression** von **Risikoprämien**
- **Tapering** führte 2014 **nur** im **Vorfeld** zu **negativen** Marktreaktionen; auch **dieses mal** sorgte die **Spekulation** für **nervöse Märkte**, **tatsächliche** Ankündigung wird **problemlos** verkraftet
- Wir erwarten, dass der **Hochpunkt** der **Liquiditätsbereitstellung überschritten** wurde (vgl. auch M3 Geldmengenwachstum)
- Dies ist aber **keine schlechte Nachricht**:
 - Das angekündigte US-Tapering ist nur eine **graduelle Reduktion** der verfügbaren Liquidität
 - Die **Unterstützung** für Aktienmärkte wird ebenfalls **nur graduell sinken**
 - Insgesamt bleibt (**noch**) **viel Geld im System**

S&P500 vs. Fed Balance Sheet – 1. Tapering 2014



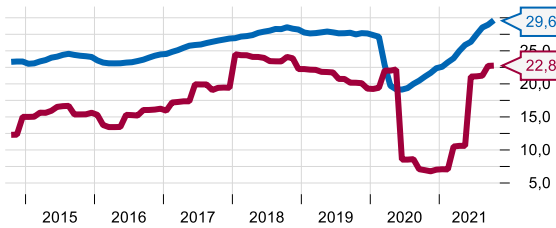
Source: Macrobond, AAM MS&TAA.

Abnehmendes Geldmengenwachstum



Source: Macrobond, Ampega TAA.

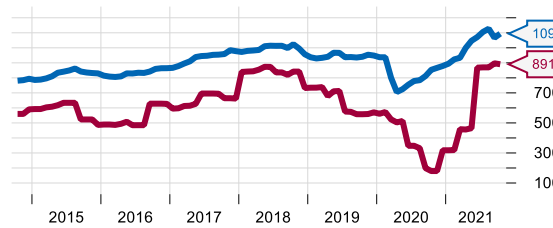
EuroStoxx



— EURO STOXX, Trailing 12M EPS — Rolling 12M EPS

Source: Macrobond, TAM TAA.

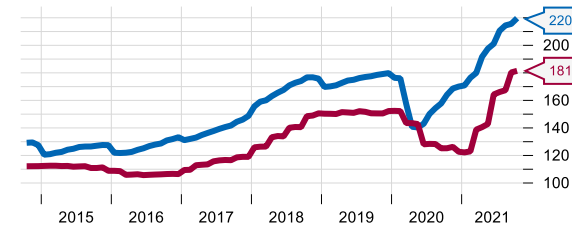
DAX



— DAX, Trailing 12M EPS — Rolling 12M EPS

Source: Macrobond, TAM TAA.

S&P 500



— S&P 500, Trailing 12M EPS — Rolling 12M EPS

Source: Macrobond, TAM TAA.

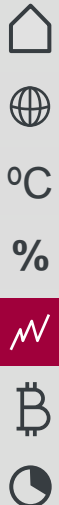
- Absolute **Gewinnniveaus** in Q3-Gewinnsaison mit weiterhin **hohen Wachstumsraten** und **positiven Überraschungen** wieder **nahe** (Europa) **oder über Vor-Corona Niveaus** (Deutschland, USA)
- **Wachstumsraten** der berichteten Gewinne mit fast +230% in Europa und knapp 400% in Deutschland durch **Basiseffekt** (niedrige Gewinne im Corona Jahr 2020) **optisch** weiterhin extrem **hoch**, in USA vermeintlich „kleines“ Plus von ~45% dem weniger ausgeprägten Wachstumseinbruch geschuldet
- Das **Tempo** des **Gewinnwachstums** wird in den kommenden Monaten **nachlassen**, wenn **Basiseffekte** „herauswachsen“
- **Konsensschätzungen** bleiben auch für die **kommenden Quartale optimistisch** und weisen wieder **Vor-Krisen** Niveaus aus (Europa) bzw. sogar deutlich höhere Niveaus (Deutschland, USA)

Fazit

Ist-Gewinne schütteln Pandemie endgültig ab; Q3-Gewinnsaison setzt Trend mit starken Wachstumswerten fort
Tempo der Gewinnerholung wird in den nächsten Monaten nachlassen, da Basiseffekte aus der Statistik schwinden

Bewertungen

Weiterhin auf (sehr) hohen Niveaus



P/B

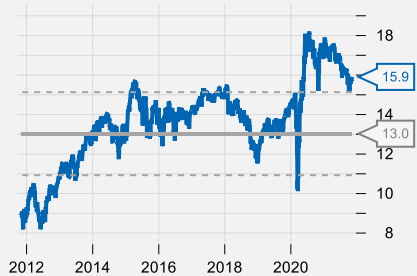
P / Earn. (12 Mth FC)

P / EBITDA (12 Mth FC)

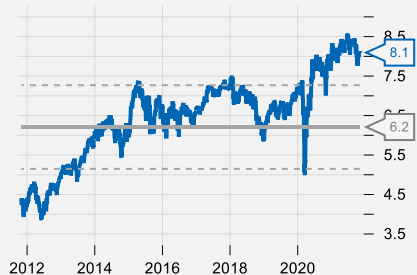
EuroStoxx



Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.

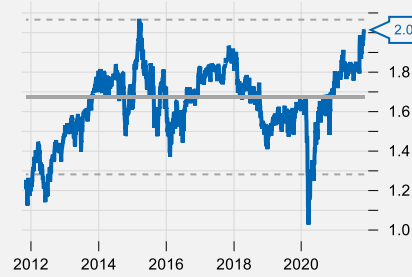


Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.

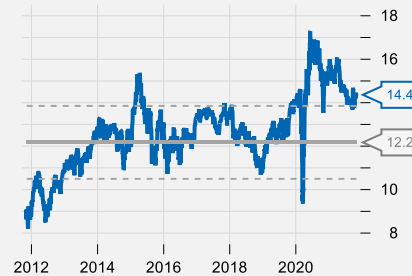


Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.

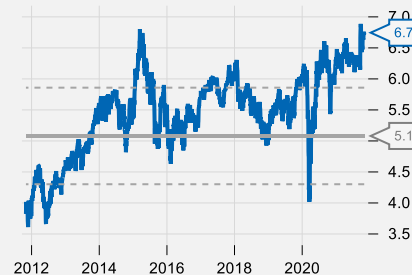
DAX



Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.



Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.

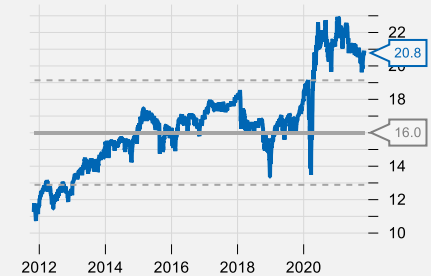


Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.

S&P 500



Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.



Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.



Source: Macrobond, TAM Tactical Asset Allocation.

EuroStoxx



Source: Macrobond, Ampega TAA.

DAX



Source: Macrobond, Ampega TAA.

S&P 500



Kapitalmarktbericht November 2021, Köln, 08.11.2021 Source: Macrobond, Ampega TAA.

Zusammenfassung

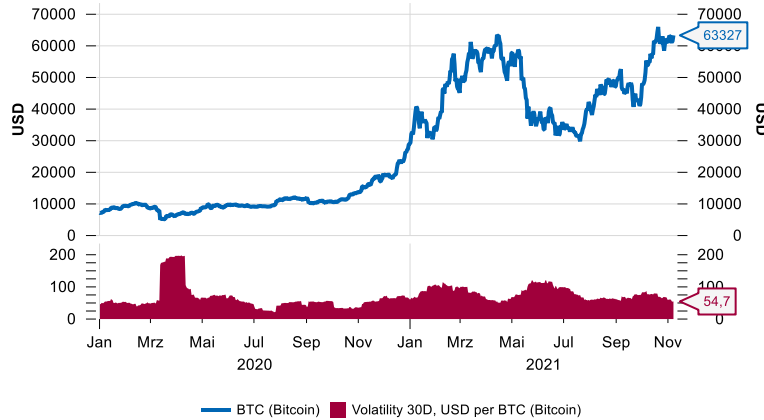
- **Aktienmärkte** in der **Post-Corona-Welt**, Gewinne erreichen wieder Vor-Krisenniveau
- Wir **erwarten** weiter **freundliches Aktienumfeld**, **aber** mit **abnehmender Unterstützung**:
 - Makroökonomisches **Wachstum** bis mindestens Ende 2022 **über Potenzial**
 - **Fiskalpolitischer Stimulus** entfaltet Wirkung
 - **Geldpolitik: Einstieg** in den **Ausstieg**
 - **Saisonalität**: Schlussquartale sind in der Regel gut für Aktien
- **Hohe Bewertungen**, hohe **Indexstände** und **überkaufte Indikatoren** bergen **Risiko** temporärer Kursrücksetzer
- **Kursziele** für Ende 2021 **bestätigt**:
DAX: 16.400, EuroStoxx: 490, S&P500: 4660

Fazit

- Wir erwarten für Aktien freundliches Schlussquartal
- Kursziele bestätigt

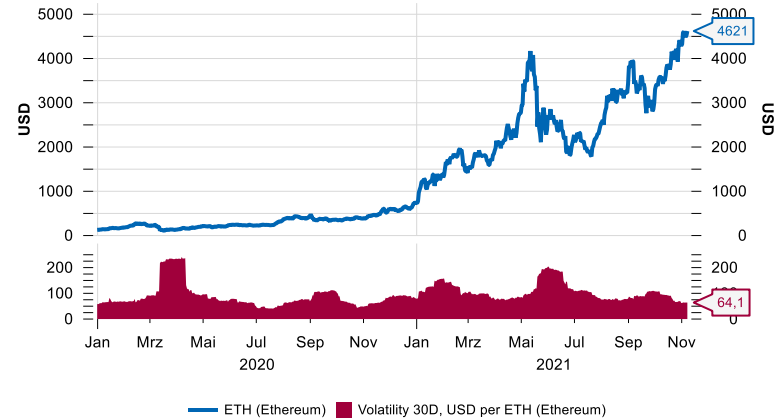


Bitcoin – Preis und Volatilität



Source: Macrobond, AAM TAA.

Ether – Preis und Volatilität



Source: Macrobond, AAM TAA.

Performance Monitor

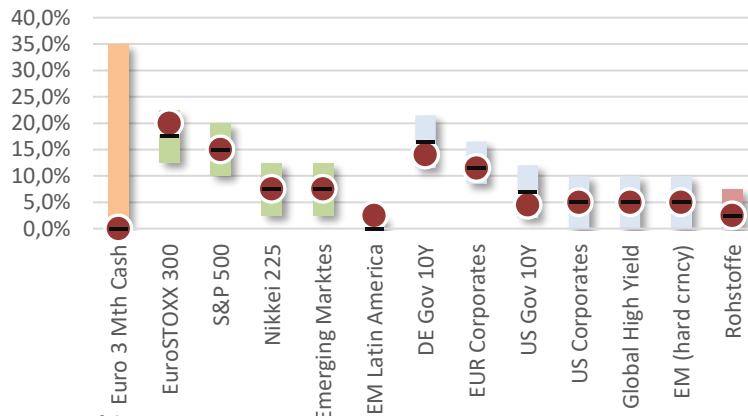
Name	Price in \$	%MTD	%YTD	30D Volatility
Bitcoin	66.120,5	8,4	128,0	52,0
Bitcoin Cash	619,0	3,3	80,4	52,5
Dash	204,0	6,5	105,5	65,7
EOS	4,7	1,4	80,2	63,5
Ethereum	4.725,3	10,7	539,4	50,3
Ethereum Classic	55,2	2,4	877,6	51,6
Litecoin	209,2	9,2	68,5	60,1
Monero	263,9	-3,2	68,0	56,8
Ripple	1,3	14,3	460,2	69,9
Zcash	166,3	-3,0	163,9	68,9

08.11.2021

Aktuelle Entwicklungen

- Börsenaufsicht SEC genehmigt den Handel mit Bitcoin Futures ETF; damit werden Krypto Produkte erstmals über traditionelle Börsen handelbar
- Union Investment plant, Kryptowährungen in ihre Fonds aufzunehmen, damit wird der deutsche Massenmarkt erreicht
- Bitcoin markiert neues Allzeithoch bei fast 67.000 USD

Positionierung relativ zur Benchmark



Letzte Portfolioanpassung: 18.03.21

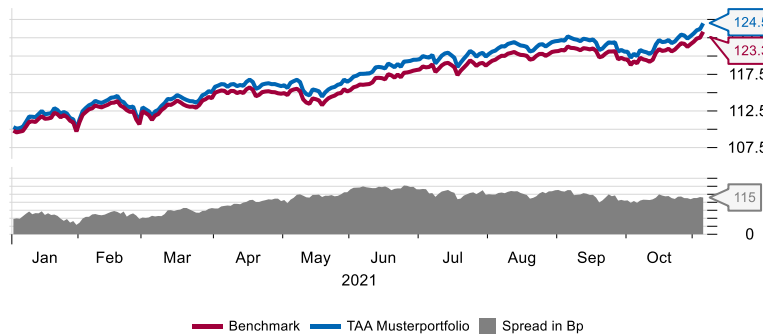
Erläuterung Positionierung

- Keine Änderung der Positionierung seit letztem KMB
- Aktien Europa und Emerging Markets (LatAm) übergewichtet
 - Europa: Comeback Value Aktien
 - LatAm: Comeback Value Aktien – Nachholpotenzial
- Staatsanleihen untergewichtet
- Outperformance 56 Basispunkte YTD, 115 Basispunkte seit Auflage 09.2019

Entwicklung relativ zur Benchmark

TAA Musterportfolio vs. Benchmark

Differenz in Basispunkten

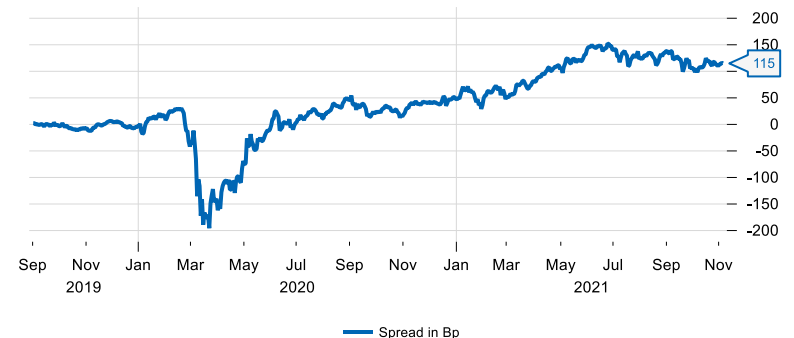


Source: Macrobond, Ampega TAA.

Outperformance relativ zur Benchmark

TAA Musterportfolio vs. Benchmark

Differenz in Basispunkten



Source: Macrobond, Ampega TAA.

Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Talanx. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Talanx hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Talanx übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch ein Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind, sind nicht für jeden Anleger passend. Anleger müssen eine eigenständige Anlageentscheidung anhand ihres Risikoprofils, Erfahrungen, Renditeerwartungen etc. treffen und sich gegebenenfalls diesbezüglich beraten lassen. Dieses Dokument ersetzt keine Anlageberatung.

Die Preise und die Verfügbarkeit von Finanzinstrumenten können sich ebenfalls jederzeit ändern. Sofern Finanzinstrumente in fremden Währungen angegeben sind, ist das Kursrisiko zu beachten; Wechselkurse können den Preis oder Wert eines Finanzinstruments beeinflussen.

Das Dokument wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Talanx; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch Talanx.