

### Aktueller Marktkommentar

Risikoanlagen erholten sich über die letzten Wochen deutlich. Das lag vor allem an der vorsichtigen Positionierung und der bereits pessimistischen Stimmung der Anleger. Schlechte Nachrichten wie die Yuan-Schwäche oder die niedrigen Auftragsgänge weltweit im verarbeitenden Gewerbe wurden vom Markt weitestgehend ignoriert. Gute Nachrichten wie robuste US-Konjunkturdaten oder ein angekündigtes Handelstreffen zwischen China und den USA im Oktober wurden hingegen mit starken Preisaufschlägen belohnt. Für die weitere Richtung der Kapitalmärkte werden die Zentralbankentscheidungen in den nächsten beiden Wochen entscheidend sein. Der Markt erwartet (starke) Lockerungsmaßnahmen der Fed und der EZB. Das birgt Enttäuschungspotenzial. In den USA waren die jüngsten Konjunkturdaten überraschend solide, während in Europa die Mittel der EZB limitiert sind. Es bleibt also spannend, zumal der Ausgang des Brexits und des Handelskonflikt weiterhin offen sind. Vorsicht bleibt vorerst angebracht.

### Kurzfristiger Ausblick

Noch sind die politischen Risiken für die Kapitalmärkte nicht gebannt, aber die zuletzt gesunkene Wahrscheinlichkeit für einen harten Brexit und die erwartete Wiederaufnahme der Handelsgespräche zwischen den USA und China haben den Aktienmärkten Auftrieb gegeben. Dies gilt auch für die erwartete Lockerung der Geldpolitik im Kampf gegen die noch enttäuschenden Konjunkturdaten.

Morgen stehen Daten zur Industrieproduktion in Frankreich und Italien sowie Daten zum Arbeitsmarkt in Großbritannien im Fokus. Am Donnerstag richtet sich der Blick der Anleger auf die EZB-Sitzung und die Entscheidung hinsichtlich des Einlagenzinses und dem Ankauf von Anleihen. In den USA geben am Freitag die Einzelhandelsumsätze und das US-Verbrauchervertrauen Aufschluss, ob der für die USA so wichtige Konsum stabil bleibt. Nächste Woche stehen am Mittwoch (18.9.) das FOMC Meeting und die erwartete US-Zinssenkung im Mittelpunkt des Interesses, gefolgt von der Sitzung der Bank of England am Donnerstag (19.9.).

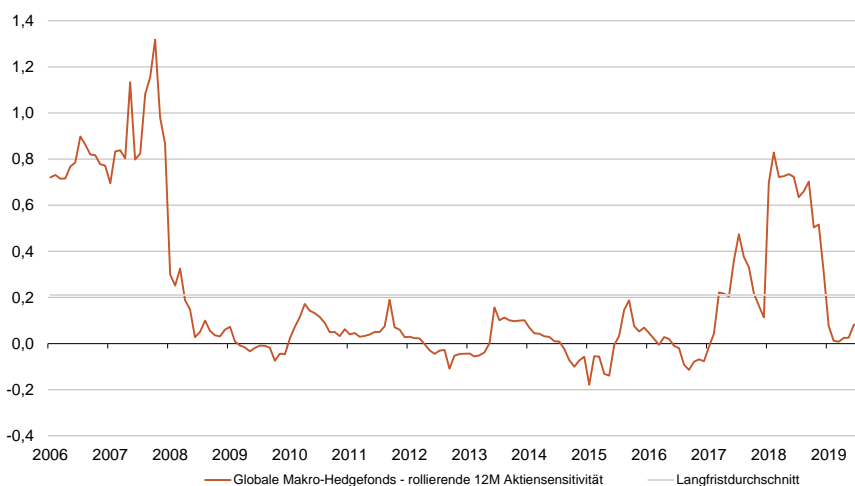
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Positive Signale bezüglich Handelskrieg und Brexit unterstützen zuletzt.*

*Die Geldpolitik steht in den nächsten zwei Wochen im Mittelpunkt des Interesses.*

### Makro-Hedgefonds sind nach wie vor vorsichtig positioniert



- Ein Großteil der internationalen Investoren ist angesichts der zahlreichen politischen und wirtschaftlichen Risiken defensiv aufgestellt, u.a. auch die globalen Makro-Hedgefonds, die letztes Jahr noch deutlich optimistischer waren.
- Diese einseitige Positionierung der Marktteilnehmer hat zur Folge, dass schlechte Nachrichten weniger negativ am Markt aufgenommen werden. Gute Nachrichten führen hingegen zu stärkeren positiven Marktreaktionen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2006 - 30.08.2019



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (09.08.19 - 06.09.19)	YTD (31.12.18 - 06.09.19)	06.09.18	06.09.17	06.09.16	06.09.15	06.09.14
Brent	7,6	24,1	-10,4	53,7	-2,7	-23,2	-49,6
Industriemetalle	6,2	13,3	9,7	-8,5	28,2	-2,5	-19,1
Aktien Emerging Markets	4,6	10,5	7,0	-1,3	13,1	19,0	-14,4
REITs	4,2	28,7	20,9	3,3	-9,7	22,1	5,7
Aktien Industrienationen	3,8	21,8	9,2	14,4	7,8	10,7	7,9
Gold	2,2	22,1	32,3	-7,8	-6,7	19,1	2,8
Globale Unternehmensanleihen	2,2	13,6	14,7	0,9	-3,2	6,8	12,0
Globale Staatsanleihen	1,9	10,7	13,8	0,3	-7,5	10,2	8,9
Globale Wandelanleihen	1,6	14,9	8,8	9,0	6,1	4,7	11,4
USD/EUR-Wechselkurs	1,5	4,0	5,4	2,5	-5,6	-0,9	16,2
Aktien Frontier Markets	0,1	16,5	13,6	-4,5	18,7	-3,8	-9,7
Eonia	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index; Globale Staatsanleihen: Bloomberg Barclays Global Agg Treasuries TR; Globale Unternehmensanleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate Credit TR; Globale Wandelanleihen: Bloomberg Barclays Global Convertibles Composite TR; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR; Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Eonia: Eonia Capitalization Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- Rohstoffe erholten sich über die letzten vier Wochen stark. Brentöl und Industriemetalle stiegen um mehr als 6% - u.a. beflügelte die Hoffnung auf eine Deeskalation im Handelskonflikt.
- Alle anderen Anlageklassen verzeichneten ebenfalls ein Plus. Die vorsichtige Positionierung und die pessimistische Stimmung unterstützten vor allem Risikoanlagen. Während schlechte Nachrichten kaum Auswirkungen hatten, wurden gute Nachrichten sofort in Kursgewinne umgemünzt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.09.2014 - 06.09.2019

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (08.08.19 - 05.09.19)	YTD (31.12.18 - 05.09.19)	05.09.18	05.09.17	05.09.16	05.09.15	05.09.14
MSCI EM Asien	5,1	9,7	2,1	2,8	15,1	19,4	-7,2
MSCI Großbritannien	3,5	11,9	3,2	5,7	2,0	3,5	-1,9
Stoxx Europa Defensiv	3,4	14,8	10,5	5,2	2,7	1,0	3,1
Stoxx Europa 50	3,3	18,5	9,9	1,8	7,4	0,3	0,6
Euro Stoxx 50	3,3	18,9	8,0	-0,5	14,0	-0,4	-0,4
Topix	3,2	11,4	1,1	9,4	7,7	9,3	16,8
S&P 500	3,0	24,9	10,7	22,7	8,0	15,8	13,5
Stoxx Europa Zyklisch	2,5	13,1	-2,3	2,0	18,1	-1,1	0,7
MSCI EM Osteuropa	2,5	21,6	25,7	2,2	18,6	10,9	-19,1
Stoxx Europa Small 200	2,4	16,7	0,9	7,3	13,6	3,2	10,2
DAX	2,4	14,8	0,7	-0,7	13,6	6,3	3,0
Russell 2000	0,2	17,3	-6,6	28,0	6,3	11,7	14,3

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

- Trotz starker negativer Gewinnrevisions behaupteten sich Schwellenländer-Aktien über die letzten vier Wochen gut. Asiatische Schwellenländer entwickelten sich sogar von allen hier betrachteten Regionen am besten.
- Britische Aktien gehörten in Euro gerechnet auch zu den relativen Gewinnern. Zuletzt ist die Hoffnung auf eine Vermeidung des harten Brexits wieder gestiegen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.09.2014 - 06.09.2019

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (09.08.19 - 06.09.19)	YTD (31.12.18 - 06.09.19)	06.09.18	06.09.17	06.09.16	06.09.15	06.09.14
Italienische Staatsanleihen	6,1	13,6	16,8	-3,5	-3,6	7,5	4,4
Britische Staatsanleihen	5,4	11,4	11,9	0,8	-10,8	1,2	17,9
USD Unternehmensanleihen	3,1	17,3	18,9	1,4	-4,0	7,8	16,9
USD Hochzinsanleihen	3,0	15,7	13,2	5,6	1,2	7,2	13,2
US-Staatsanleihen	2,7	12,2	16,1	0,8	-6,8	3,8	20,3
EUR Inflationsind. Anleihen	2,0	8,8	7,6	1,1	-0,7	5,5	-1,3
EM-Staatsanleihen (lokal)	1,4	9,4	17,2	-4,8	-1,6	14,0	-4,6
EUR Hochzinsanleihen	1,1	8,1	4,8	0,4	5,3	5,4	0,9
Deutsche Staatsanleihen	0,3	6,8	7,8	0,6	-2,9	6,7	3,4
EUR Finanzanleihen	0,2	6,8	6,0	-0,2	1,6	5,8	0,7
EUR Nicht-Finanzanleihen	0,0	7,5	6,8	-0,2	-0,5	7,3	0,3
EM-Staatsanleihen (hart)	-0,8	9,5	9,8	-6,6	2,1	13,0	-1,1

Deutsche Staatsanleihen: Barclays Germany Govt All Bonds TR; Italienische Staatsanleihen: Barclays Italy Govt All Bonds TR; US-Staatsanleihen: Barclays US Treasury TR; Britische Staatsanl.: Barcl. UK Govt All Bonds TR; EUR Inflationsind. Anl.: Barcl. Euro Govt Inflation-Linked Bond All Maturities TR; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: IBOXX Euro Non-Fin. Overall TR; EUR Hochzinsanleihen: Markt iBoxx EUR Liquid HY TR; USD Unternehmensanl.: iBoxx USD Corporates TR; USD Hochzinsanl.: IBOXX USD Liquid HY TR; EM-Staatsanl. (hart): Barcl. EM Hard Currency Agg Govt Related TR; EM-Staatsanl. (lokal): Barcl. EM Local Currency Govt TR.

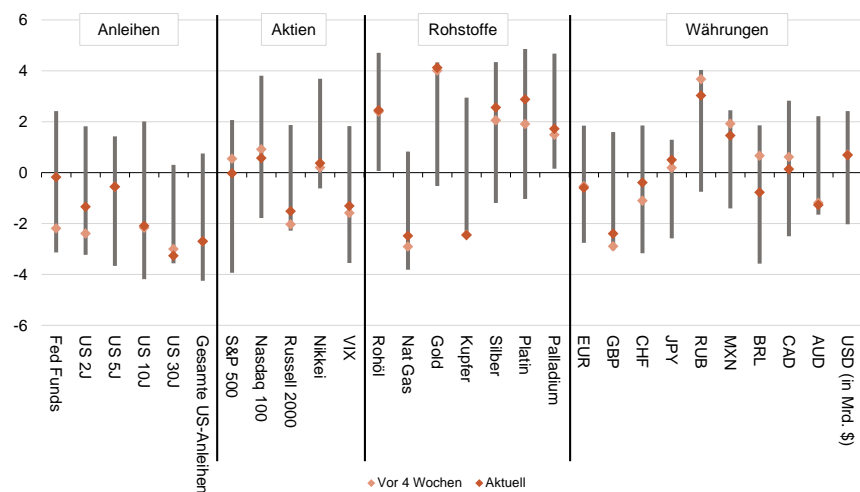
- Innerhalb der Anleihen waren italienische Staatsanleihen (Regierungsumbildung) und britische Anleihen (GBP-Aufwertung) die klaren Outperformer. Eine steigende Risikofreude unter den Investoren unterstützte dabei.
- Im EUR-Segment entwickelten sich entsprechend Hochzinsanleihen überdurchschnittlich. Seit Jahresbeginn legten diese um mehr als 8% zu.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.09.2014 - 06.09.2019



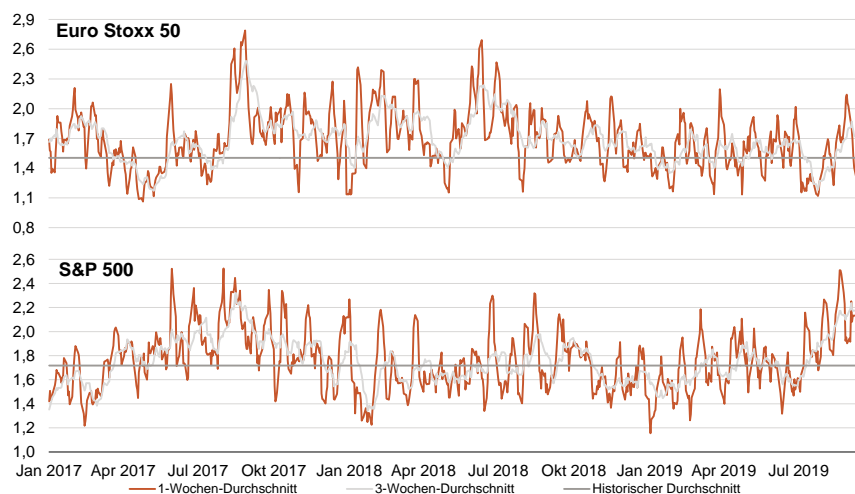
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Anleger haben zuletzt insbesondere ihre Positionen in Edelmetallen ausgebaut. Fallende Anleiherenditen und die anhaltend hohe politische Unsicherheit unterstützten.
- Die Positionierung bzgl. Aktien ist nach wie vor sehr moderat.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. Dabei wird zwischen den Positionen von „Non-Commercial“ und „Commercial Traders“ unterschieden. „Non-Commercial Traders“ gehen rein spekulative Positionen ein. „Commercial Traders“ sichern zugrundeliegende Geschäfte durch Futures oder Optionen ab. Der Chart zeigt die historische, normalisierte Verteilung in Standardabweichungen und konzentriert sich auf die Netto-Future-Position (Long-Positionen minus Short-Positionen) von „Non-Commercial Traders“ und gibt so an, wie sich spekulative Anleger positioniert haben. \*Gewichtet mit der Duration des jeweiligen Futures. Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 03.09.2009 - 03.09.2019

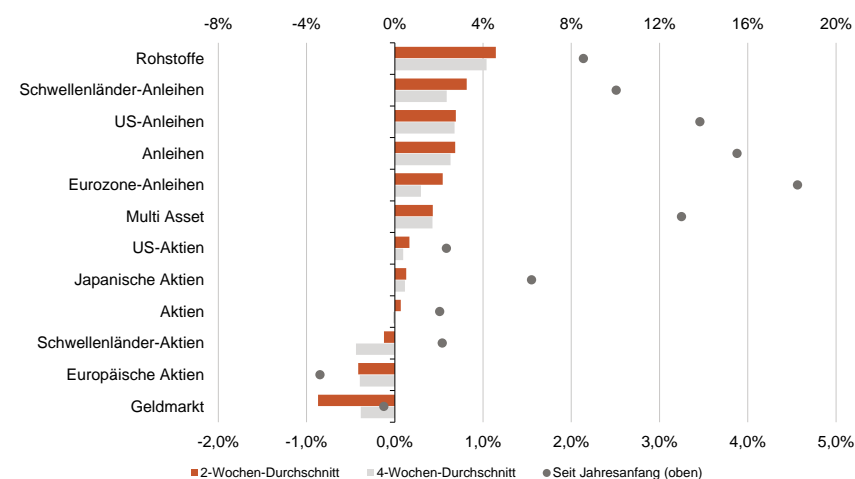
Put-Call-Ratio



- Ein Großteil der Anleger fährt momentan ein Untergewicht in Aktien. Mäßige Konjunkturdaten und fallende Gewinnerwartungen stimmen die Anleger skeptisch.
- Die 3-Wochen-Durchschnitte der Put-Call-Ratios bewegen sich entsprechend nach wie vor oberhalb ihrer historischen Durchschnitte.

Die Put-Call-Ratio gibt das Verhältnis von gehandelten Put-Optionen (Spekulation auf fallende Kurse) zu Call-Optionen (Spekulation auf steigende Kurse) über alle Laufzeiten an. Je höher (niedriger) das Ratio ist, desto vorsichtiger (optimistischer) sind die Marktteilnehmer. Die Daten sind für den S&P 500 seit 20.12.1993 und für den Euro Stoxx 50 seit 24.02.2006 verfügbar. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.12.1993 - 06.09.2019

ETF-Flüsse

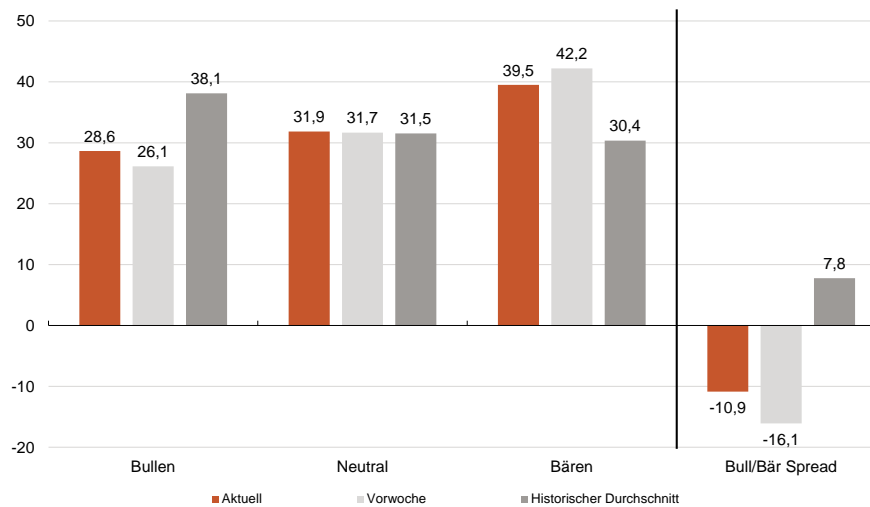


- Zuletzt waren insbesondere Rohstoff-ETFs gefragt. Insbesondere Edelmetall-ETFs verzeichneten große Zuflüsse, nachdem die Anleiherenditen weiter fielen und auch wichtige charttechnische Widerstände durchbrochen wurden.
- Anleihe-ETFs wurden ebenfalls weiter nachgefragt.
- Europäische und Schwellenländer-Aktien verzeichneten hingegen über die letzten vier Wochen weitere Abflüsse.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2018 - 06.09.2019



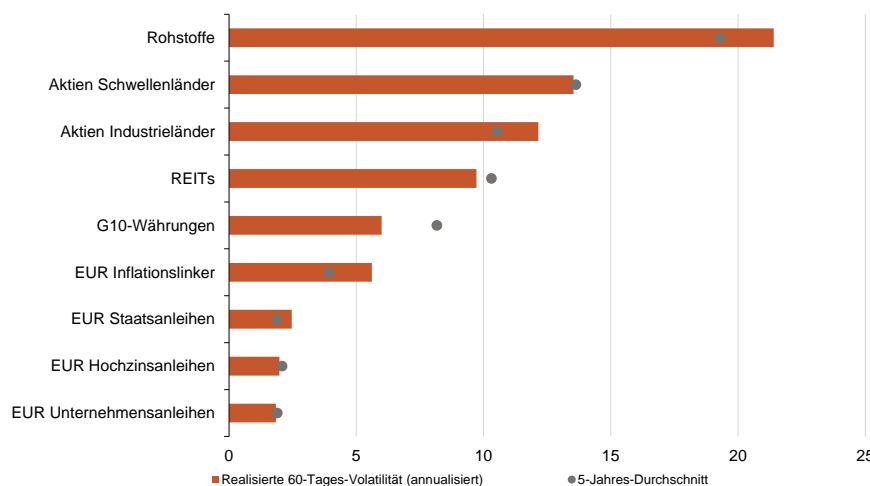
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Zwar hat sich das Stimmungsbild der US-Privatanleger jüngst verbessert, allerdings überwiegen die Bären noch immer die Bullen mit nun knapp 11%.
- Die bereits vorherrschende Skepsis bei den Investoren gibt zumindest kurzfristig zusätzliches Kurspotenzial bei Aktien im Falle von positiven Überraschungen in der Wirtschaft oder Politik.

Die von der American Association of Individual Investors durchgeführte Sentiment-Umfrage ermittelt den prozentualen Anteil der jeweiligen Privatanleger, die auf Sicht von sechs Monaten optimistisch, pessimistisch oder neutral für den US-Aktienmarkt gestimmt sind. Sie wird seit 1987 durchgeführt. Die Umfrage wird von Donnerstag bis Mittwoch durchgeführt, und die Ergebnisse werden jeden Donnerstag veröffentlicht. Für den Aktienmarkt ist es tendenziell unterstützend, wenn es einen hohen Anteil an Bären und einen geringen Anteil an Bullen gibt. Tendenzuell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.  
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 05.09.2019

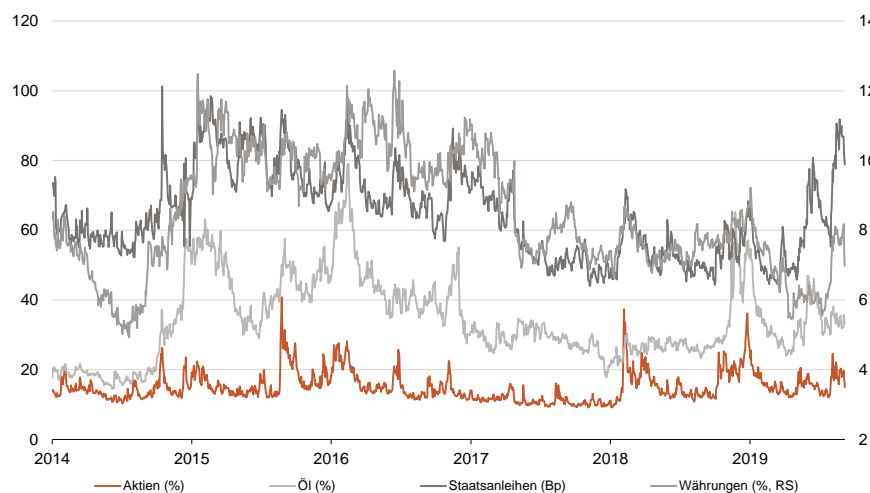
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten 60-Tages Volatilitäten sind gegenüber von vor zwei Wochen nahezu unverändert.
- Rohstoffe, Aktien der Industrieländer und europäische Staatsanleihen weisen weiterhin eine überdurchschnittlich hohe Volatilität auf.
- Die globale Konjunkturabschwächung ging auch nicht spurlos an den Schwellenländern vorbei, sodass sich hier die Volatilität in Aktien zuletzt ihrem 5-Jahresdurchschnitt annäherte.

Die realisierte Volatilität (in Prozent) misst die Schwankungsbreite einer Zeitreihe und ist hier definiert als die Standardabweichung der täglichen Rendite über die letzten 60 Handelstage. Die Volatilität dient häufig als Risikomaß.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 06.09.2014 - 06.09.2019

**Implizite Volatilitäten**

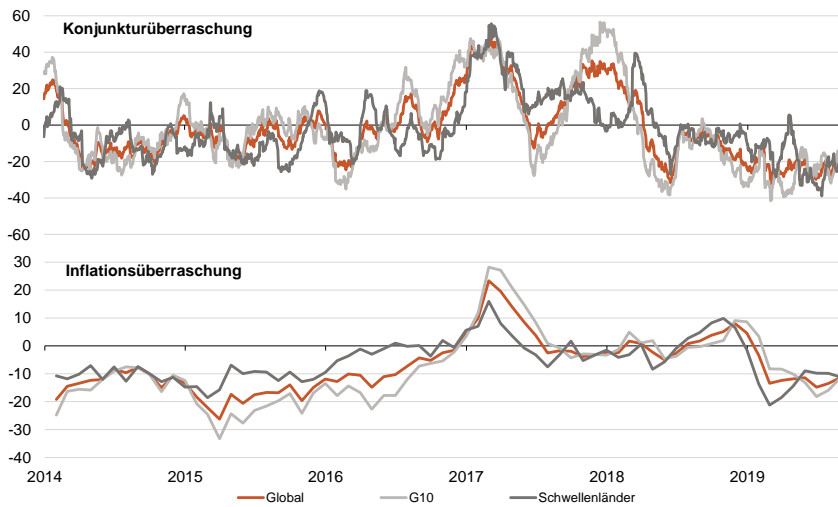


- Nach turbulenten Wochen blicken Anleger wieder etwas entspannter in die Zukunft. Die impliziten Volatilitäten sind in fast allen Anlageklassen über die letzten zwei Wochen gefallen.
- „No News“ im Handelskrieg und eine Beschneidung der Macht von Boris Johnson zeigen eine beruhigende Wirkung.

Der Preis von Optionen hängt von der Schwankungsbreite, d.h. der Volatilität des Basisinstruments ab. Die implizite Volatilität lässt sich entsprechend als Maß für die aktuell am Markt erwartete Schwankungsbreite des Basiswertes über die Restlaufzeit der Option interpretieren. Sie ist ein Maß für die vorherrschende Unsicherheit an den Finanzmärkten. Aktien = VIX Index, Öl = OVX Index, Staatsanleihen = MOVE Index, Währungen = CVIX Index  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 06.09.2019



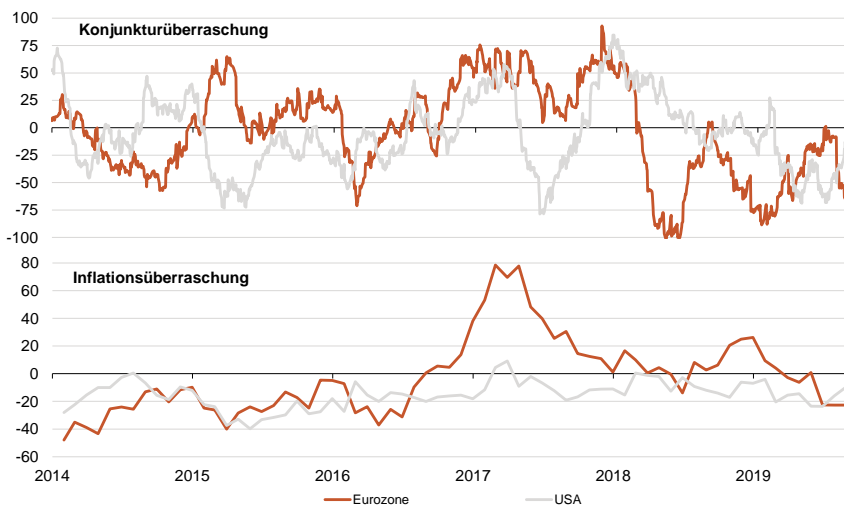
## Global



- Im Durchschnitt verharrten die globalen Konjunkturüberraschungen weiter im negativen Bereich. Jedoch haben sich sowohl die G10 als auch die Schwellenländer im Drei-Monats-Schnitt verbessert. Bei den Schwellenländern haben in China der Caixin-Service-PMI mit 52,1 Punkten und die Industriegewinne positiv überrascht. In Südkorea sind die Exporte im August um 13,6% YoY gefallen und in Indien ist das Q2-BIP lediglich um 5,0% gestiegen (erw. 5,6%).

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 06.09.2019

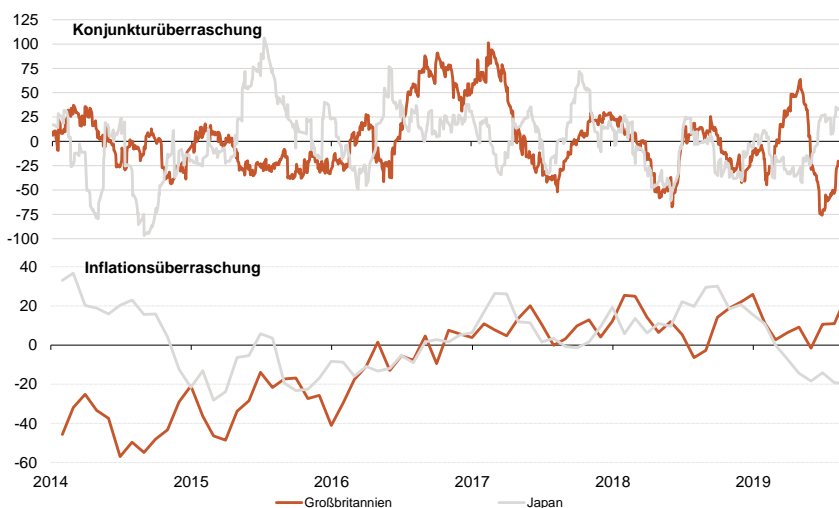
## Eurozone & USA



- Trotz des schwachen ISM-Einkaufsmanagerindex der Industrie im August, welcher zum ersten Mal seit 2016 unter 50 Punkte gefallen ist, haben sich die Konjunkturüberraschungen in den USA in das positive Territorium vorgekämpft. Neben den Arbeitsmarktzahlen und dem Konsumentenvertrauen hält sich auch der Sektorservice (August-ISM: 56,4) erstaunlich gut.
- In Deutschland hat der Ifo-Geschäftsklima-Index im August mit 94,3 Punkten enttäuscht und auch die Eurozone befindet sich konjunkturell noch im negativen Bereich.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 06.09.2019

## Großbritannien & Japan

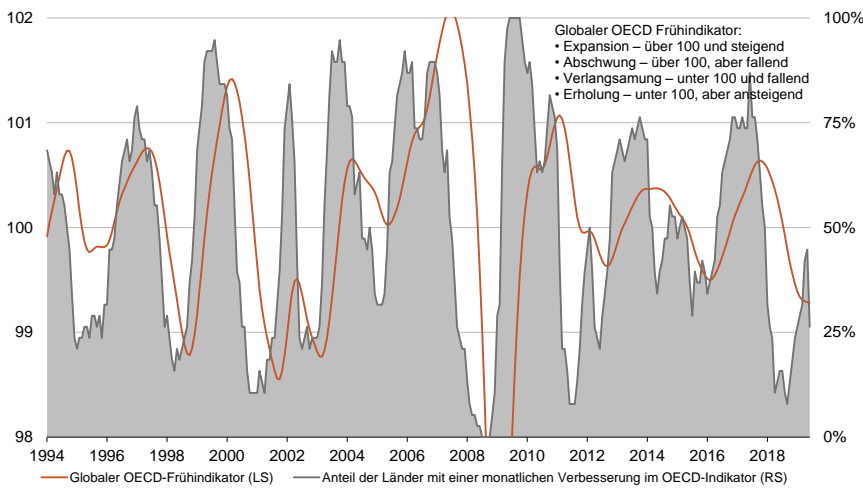


- In Großbritannien enttäuschten im August sowohl die Einzelhandelsumsätze mit -0,5% als auch der Industrie-PMI mit 47,4 Punkten.
- In Japan ist im Juli die Industrieproduktion gestiegen und die Arbeitslosenquote auf 2,2% gesunken.

Die Citigroup Economic Surprise Indices sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Index deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertroffen haben. Die Indizes werden täglich in einem rollierenden Dreimonatsfenster berechnet. Die Indizes verwenden eine Zeiterfallsfunktion, um das begrenzte Gedächtnis der Märkte zu replizieren, d.h. das Gewicht einer Datenüberraschung verringert sich über die Zeit.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 06.09.2019



## OECD Frühindikator

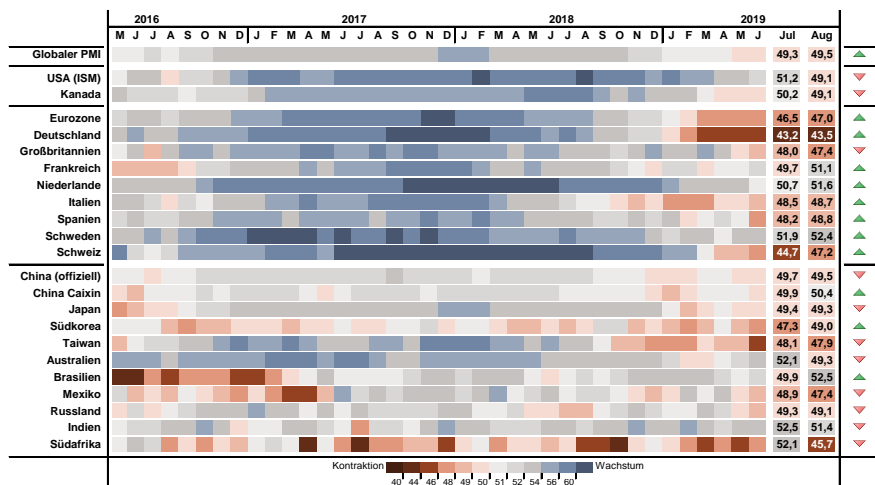


- Der OECD-Frühindikator zeigt schon seit Monaten eine globale Wirtschaftsverlangsamung an. Während das verarbeitende Gewerbe global bereits mit einer Rezession kämpft, halten sich der Dienstleistungssektor und der private Verbraucher jedoch noch relativ gut. Sollten beide unter Druck kommen, ist eine Rezession nicht mehr auszuschließen.

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 - 30.06.2019

## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie

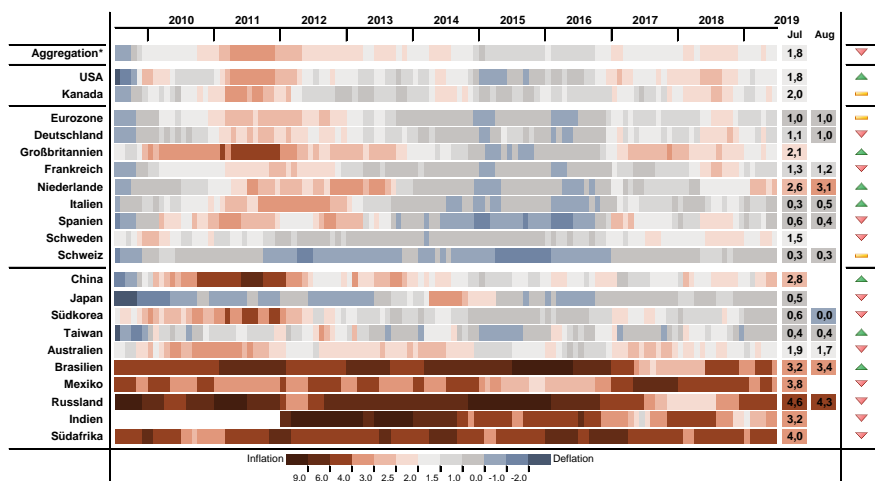


- Der globale PMI ist das vierte Mal in Folge unter 50 Punkten, auch wenn er sich im August leicht verbessert hat.
- Im August ist der Einkaufsmanagerindex für die USA das erste Mal seit 2016 unter 50 Punkte gefallen. Somit schließt sich die USA dem globalen Industrieabschwung an.

Der PMI ist ein Gesamtindex, der einen allgemeinen Überblick über die konjunkturelle Lage in der Industrie ermöglicht. Der PMI leitet sich aus insgesamt elf Teilindizes ab, die die jeweilige Veränderung zum Vormonat wiedergeben. Ein Wert von 50 wird als neutral, ein Wert von über 50 Punkten als ein Indikator für eine steigende und ein Wert von unter 50 Punkten für eine rückläufige Aktivität in der Industrie im Vergleich zum Vormonat angesehen. Der Index hat im Durchschnitt einen Vorlauf vor der tatsächlichen Industrieproduktion von drei bis sechs Monaten. Basis des PMI ist die Befragung einer relevanten Auswahl von Einkaufsmanagern nach der Entwicklung von Kenngrößen wie Auftragseingängen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.05.2016 - 31.08.2019

## Gesamtinflation



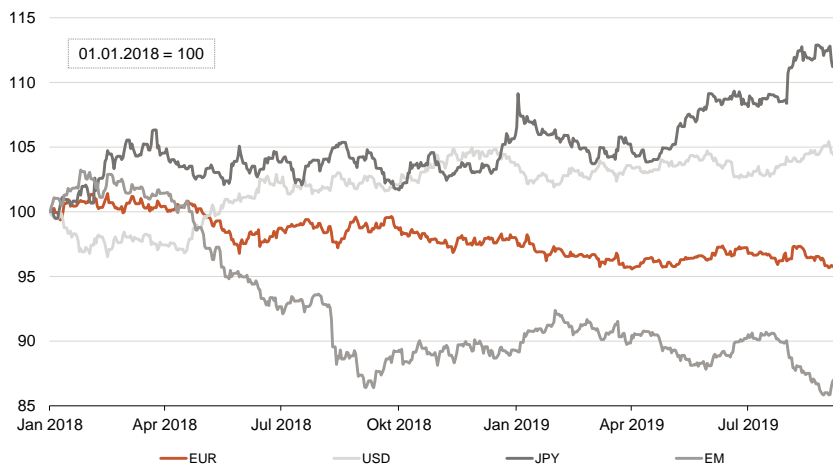
- Auch der August steht im Zeichen von niedriger Inflation. In der Eurozone blieb die Inflation mit 1,0% unverändert gegenüber dem Vormonat und in Deutschland ist sie sogar leicht gesunken. Lediglich die Niederlande verzeichnete eine steigende Inflation mit nun deutlich über dem 2% EZB-Ziel.
- In Südkorea lag die Inflation im August bei 0% und schürt somit die Angst vor einer Deflation.

Die Messung der Inflation (in %, ggü. Vorjahr) erfolgt anhand eines Verbraucherpreisindizes, auch Warenkorb genannt. In diesem Warenkorb sind anteilig alle Güter und Dienstleistungen enthalten, die ein Haushalt im Durchschnitt pro Jahr erwirbt. \* = Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.08.2008 - 31.08.2019



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

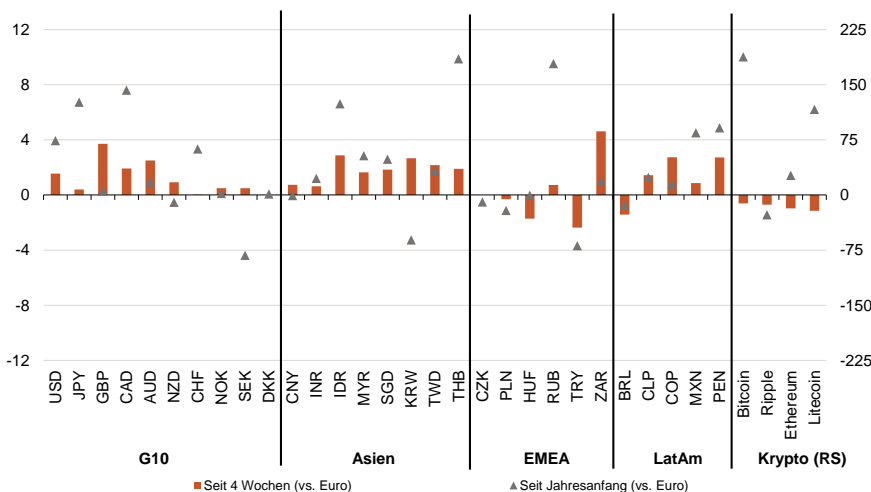


- In den letzten Tagen waren die sicheren Häfen US-Dollar und japanischer Yen im Gegensatz zum August nicht mehr gesucht und haben auf handelsgewichteter Basis abgewertet. Die Hoffnung auf eine Annäherung im Handelsstreit hat vielmehr den Schwellenländerwährungen Auftrieb gegeben.
- Der Euro hat in den letzten Wochen leicht abgegeben in Erwartung einer deutlich expansiveren Geldpolitik der EZB. Die EZB-Sitzung am 12.09. wird hier mehr Klarheit bringen.

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: 01.01.2018 - 06.09.2019

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

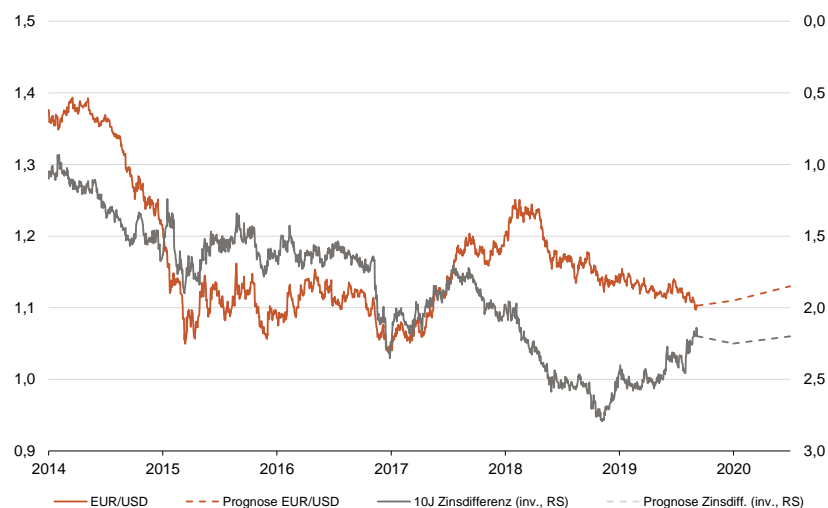


- Der Euro präsentierte sich in den letzten vier Wochen schwach. Die G10-Währungen und die asiatischen Währungen haben alle gegenüber dem Euro aufgewertet.
- Abhängig vom Ausmaß und Art der geldpolitischen Maßnahmen, die die EZB am 12.09. beschließt, dürfte der Euro zulegen oder nachgeben.
- Die Kryptowährungen kamen in den letzten Wochen unter Druck. Seit Jahresbeginn sind jedoch teilweise noch beträchtliche Zugewinne übrig.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 06.09.2019

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs fiel zeitweise unter 1,10 Dollar je Euro. Vergleichsweise schwache Konjunkturdaten und die erwartete Lockerung der Geldpolitik haben den Euro belastet.
- Die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen US-Treasuries und Bundesanleihen ist auf rund 2,1% gesunken. Unsere Ökonomen erwarten im nächsten Jahr einen etwas stärkeren Euro, wenn der Wachstumsvorsprung der USA sinkt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 30.06.2020



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (09.08.19 - 06.09.19)	YTD (31.12.18 - 06.09.19)	06.09.18	06.09.17	06.09.16	06.09.15	05.09.14
Grundstoffe	6,0	14,1	2,2	5,2	21,6	11,2	-12,3
Basiskonsumgüter	5,7	28,6	20,8	-0,9	0,1	18,1	9,5
Industrie	5,6	23,2	6,4	5,7	12,7	11,0	4,4
Zyklische Konsumgüter	5,2	23,4	9,3	1,9	10,3	-1,6	12,7
Versorger	4,9	21,0	23,1	-2,9	6,3	6,9	-8,5
Growth	4,9	25,8	13,1	4,8	6,7	5,7	9,3
Informationstechnologie	4,3	26,6	9,4	14,1	15,5	17,8	4,6
Telekommunikation	4,0	3,3	9,5	-12,9	-2,7	-9,6	17,7
Value	4,0	8,8	0,7	0,1	13,5	-2,0	-3,3
Gesundheit	3,5	22,0	17,6	2,0	1,3	-5,1	14,5
Finanzen	3,4	7,6	-5,3	-3,7	23,4	-12,8	3,0
Energie	2,5	2,8	-5,5	24,2	7,6	13,6	-24,7

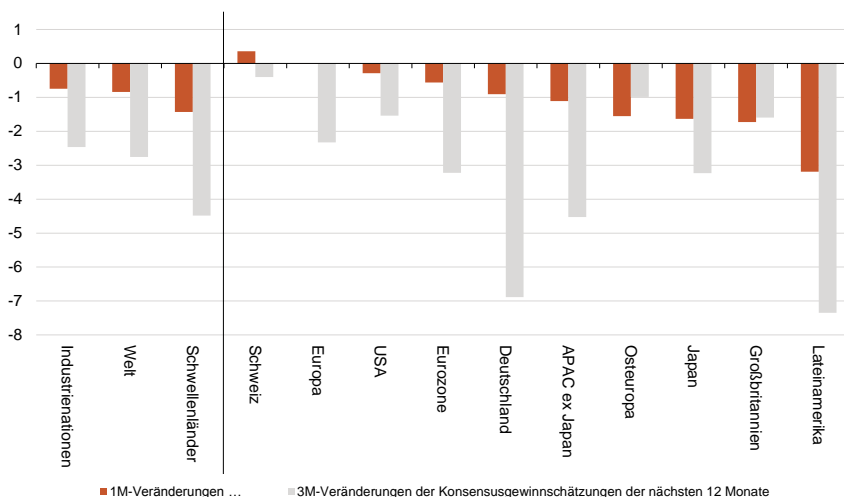
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Über die letzten vier Wochen legten alle europäischen Aktiensektoren zu. Grundstoffe und Basiskonsumgüter entwickelten sich am besten, während Energie und Finanzen hinterherhinkten.
- Über die letzten 12 Monate sieht das Bild ähnlich aus: Basiskonsumgüter gewannen kräftig hinzu, während Finanzunternehmen an Wert verloren.

Gesamtrendite europäischer Aktiensektoren und europäischer Style-Indies, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance. Der Unterschied zwischen Value und Growth liegt in der Bewertung. Ein Wachstumstitel ist hoch bewertet, weil von dem Unternehmen ein starkes Wachstum erwartet wird. Valuetitel haben in der Regel weniger Wachstumsphantasie und sind niedriger bewertet.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.09.2014 - 06.09.2019

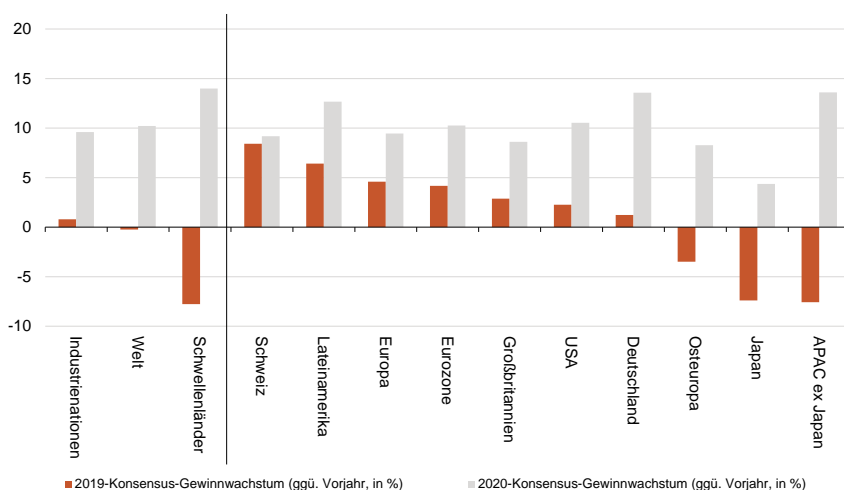
## Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen



- Die Analysten korrigieren die Gewinnsschätzungen weiter nach unten. Eine Ausnahme bildet die Schweiz, dessen Index vor allem defensive Unternehmen beinhaltet.
- Für die USA und Europa hat zuletzt die Dynamik der negativen Gewinnrevisioenen ebenfalls nachgelassen.
- Für Lateinamerika, Asien und Osteuropa gehen hingegen die negativen Gewinnrevisioenen weiter.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen für die nächsten 12 Monate, in Prozent. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan  
Quelle: FactSet, Stand: 06.09.2019

## Gewinnwachstum



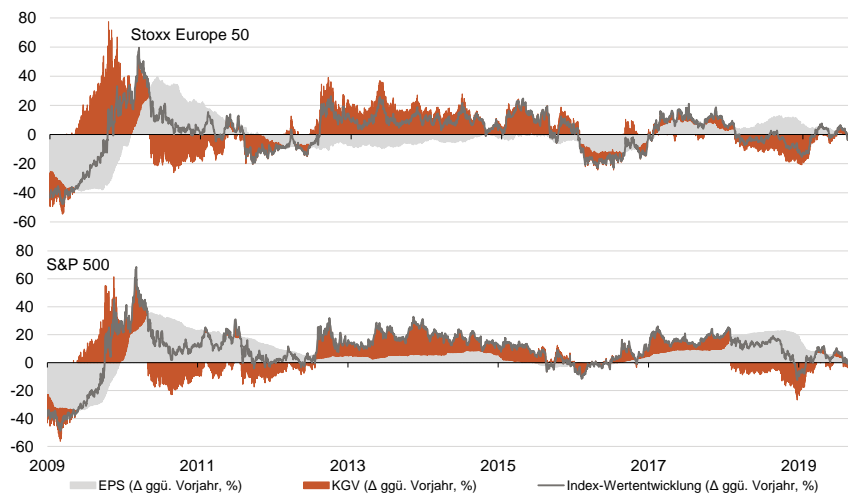
- Die Analysten rechnen schon für Asien Pazifik ex Japan, Japan und Osteuropa mit einer Gewinnrezession dieses Jahr. Deutschland und die USA sind davon nicht weit entfernt.
- Das größte Gewinnwachstum dieses Jahr wird für die Schweiz erwartet.
- Für nächstes Jahr wird für viele Regionen ein zweistelliges Gewinnwachstum erwartet. Das erscheint zu optimistisch.

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“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan  
Quelle: FactSet, Stand: 06.09.2019





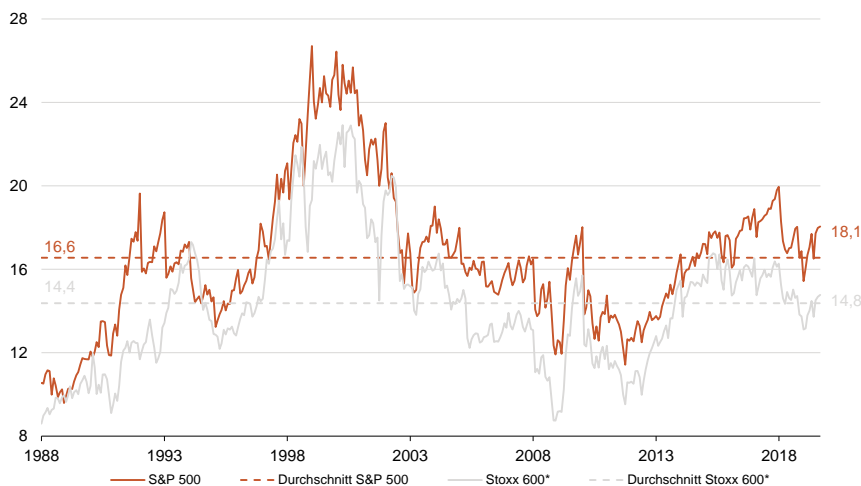
Kontributionsanalyse



- Über das letzte Jahr sind weder europäische noch US-Aktien stark gestiegen. Der Markt lief mehr oder weniger volatil seitwärts, was auch an der schwachen Entwicklung der Unternehmensgewinne lag.
- Die Bewertungen haben sich im Vergleich zum Vorjahr auf Indexebene auch kaum geändert.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinnschätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2009 - 06.09.2019

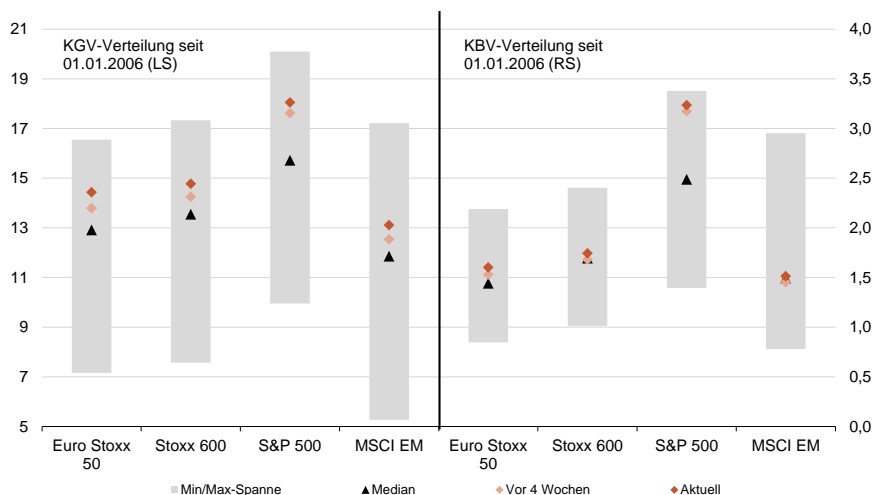
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- In den letzten Wochen sind die KGV-Bewertungen leicht nach oben geklettert. Während die Gewinnerwartungen nach unten reduziert worden sind, haben sich die Aktienmärkte erholt.
- US- und europäische Aktien sind nun leicht teurer als im historischen Durchschnitt 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, Zeitraum: 31.12.1987 - 06.09.2019

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

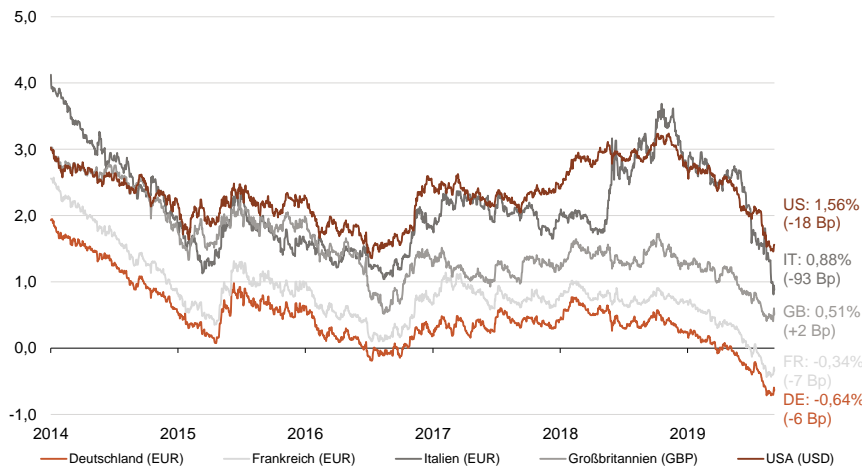


- Im Vergleich zu vor vier Wochen sind alle Aktienregionen teurer geworden – sowohl auf KGV- als auch auf KBV-Basis.
- Schwellenländer-Aktien sind insgesamt am günstigsten bewertet.

Historische Verteilung von Bewertungskennziffern für ausgewählte Aktienregionen seit 2006. Gezeigt werden neben dem aktuellen Wert, der Beobachtung vor vier Wochen und dem historischen Median das Maximum (obere Grenze des grauen Balkens) sowie Minimum (untere Grenze des grauen Balkens).  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2006 - 06.09.2019



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

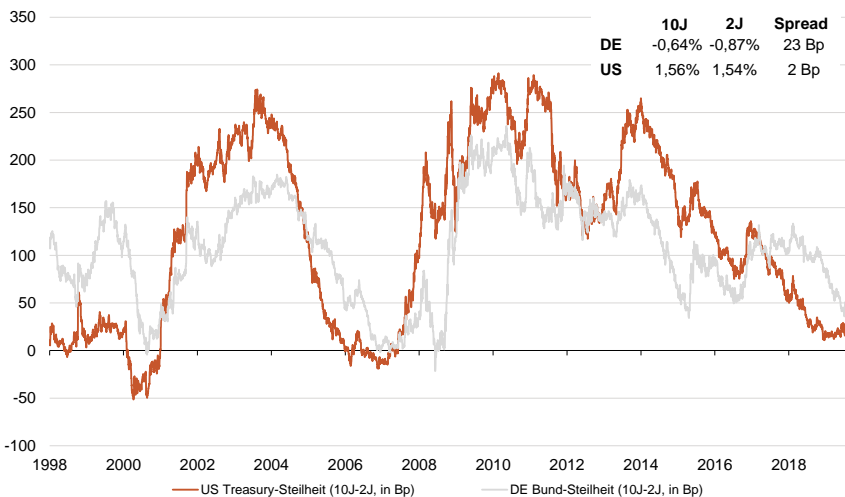


- Rezessionsängste sorgten zunächst für einen weiteren Renditeverfall an den Anleihemärkten. So notierten 30-jährige US-Treasuries erstmals in ihrer Geschichte unter der Marke von 2% und deutsche Bunds erreichten ein neues Rekordtief von -0,74%.
- Allerdings drehte sich das Bild zuletzt deutlich. Optimismus im Handelskrieg, gute US-Konjunkturdaten und steigende Substitution durch Emissionen von Investment-Grade Unternehmensanleihen sorgten teilweise für Renditesprünge von über 10 Basispunkten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 06.09.2019

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

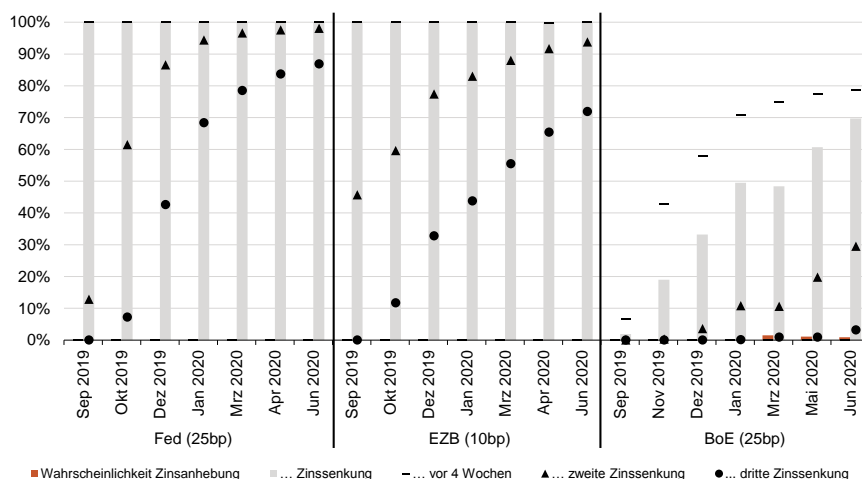


- Die Steilheit der US-Zinsstrukturkurve hat dank der jüngsten Zunahme der Risikofreude wieder zugenommen.
- Die Steilheit der deutschen Zinskurve erreichte zeitweise ein neues 10-Jahrestief, hält sich zuletzt allerdings stabil über den 20 Basispunkten.

Die Zinsstrukturkurve unterscheidet zwischen dem so genannten kurzen und dem langen Ende. Der Grund dafür liegt in der Art, welche Faktoren die Renditen beeinflussen. Zentralbanken steuern durch ihre Geldpolitik und die Leitzinsen das kurze Ende der Kurve. Dagegen wird das lange Ende weniger durch die Zentralbanken, sondern durch Inflationserwartungen, Angebot, Nachfrage und Risikoprämien beeinflusst.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.1998 - 06.09.2019

## Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



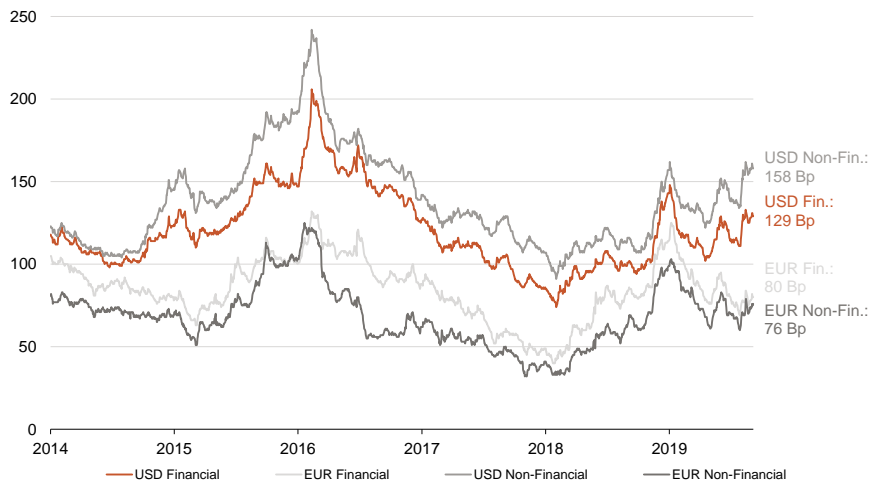
- Zinssenkungen im September auf Seiten der Fed und der EZB gelten mit einer Wahrscheinlichkeit von 100% mittlerweile als sicher. Spätestens im Dezember wird von beiden Zentralbanken schon die zweite Zinssenkung mit einer Wahrscheinlichkeit von ca. 80% erwartet.
- Einzig bei der Bank of England ist zumindest für dieses Jahr die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung im Vergleich mit vor zwei Wochen gesunken.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 09.08.2019 - 06.09.2019



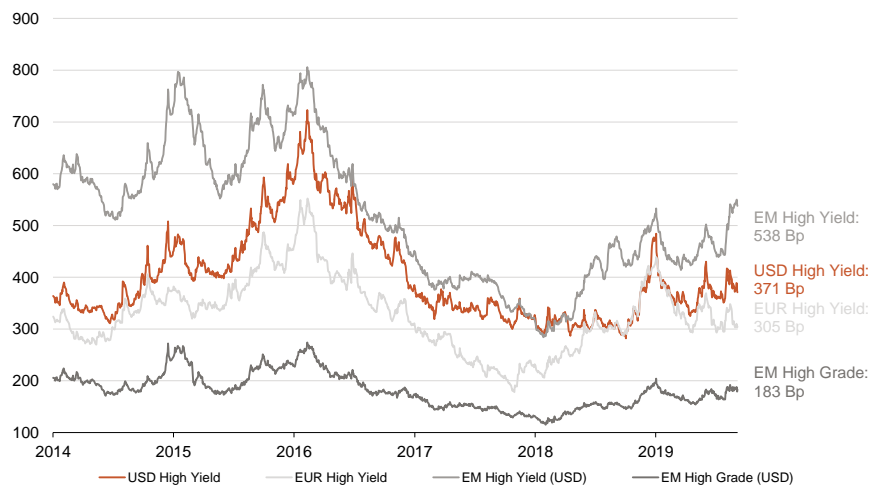
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge auf USD-Unternehmensanleihen sind die letzten zwei Wochen nur leicht gestiegen. Kaum Neuigkeiten im Handelskrieg und rekordverdächtige Neuemissionen ließen die Spreads seitwärts laufen.
- Für EUR-Unternehmensanleihen gilt ein ähnliches Bild, auch wenn die Risikoaufschläge mit rund fünf Basispunkten etwas stärker gestiegen sind.
- Nach der Aktienmarkterholung haben bei den Unternehmensanleihen die defensiven Sektoren wie Gesundheit und Konsumgüter die größten Spreadausweitungen erfahren.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
 Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 06.09.2019

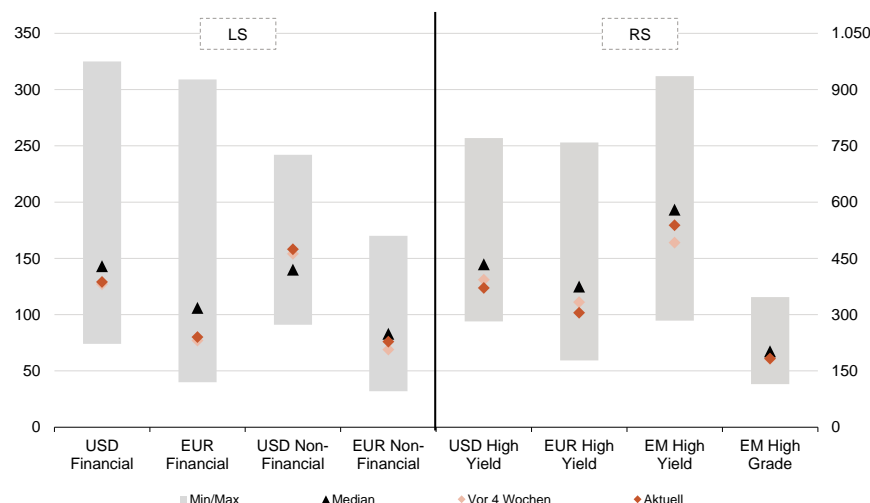
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Bei den Hochzinsanleihen konnten USD- und EUR-Anleihen von der jüngst aufgekommenen Risikofreude profitieren, während Schwellenländeranleihen weiter verkauft wurden. Schwellenländer-Hochzinsanleihen erlebten in den letzten zwei Wochen eine Spreadausweitung um fünf Basispunkte und USD-Hochzinsanleihen eine Spreadeinstengung um 17 Basispunkte. Verlierer bei USD-Hochzins war der Medien- und Transportsektor.

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: 01.01.2014 - 06.09.2019

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

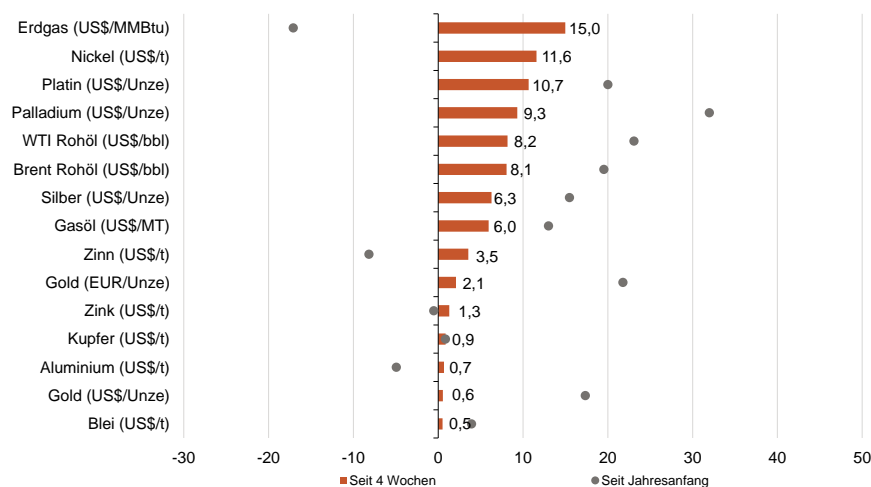


- Die größte Spreadausweitung in den letzten vier Wochen erlebten Schwellenländer-Hochzinsanleihen. Sie sind somit historisch nahezu fair gepreist.
- USD-Nicht-Finanzanleihen wirken historisch weiterhin teuer, während EUR-Finanzanleihen günstig erscheinen.

USD Financial = ICE BofAML US Financial; EUR Financial = ICE BofAML Euro Financial; USD Non-Financial = ICE BofAML US Non-Financial; EUR Non-Financial = ICE BofAML Euro Non-Financial; USD High Yield = ICE BofAML US High Yield; EM High Yield = ICE BofAML High Yield Emerging Markets Corporate Plus; EM High Grade = ICE BofAML High Grade Emerging Markets Corporate Plus. Die hier dargestellten EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.  
 Quelle: FactSet, Zeitraum: 06.09.2009 - 06.09.2019



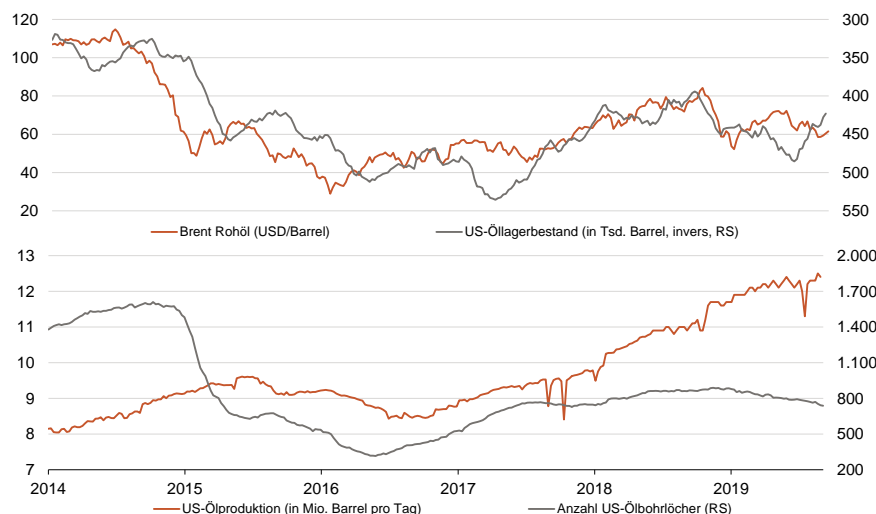
Performance Rohstoffe



- Nickel gewann zuletzt deutlich hinzu. Da Indonesien ab Anfang 2020 ein Exportverbot von Nickelerz verhängt hat, haben die Sorge vor einem Angebotsdefizit sowie spekulative Positionierungen den Preis getrieben.
- Edelmetalle profitierten von spekulativen Positionierungen und den sinkenden Anleiherenditen. Silber und Platin hatten Nachholpotenzial und entwickelten sich noch besser als Gold.
- Die nachlassenden Wachstumssorgen haben die Energierohstoffe und Industriemetalle zuletzt unterstützt.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 06.09.2019

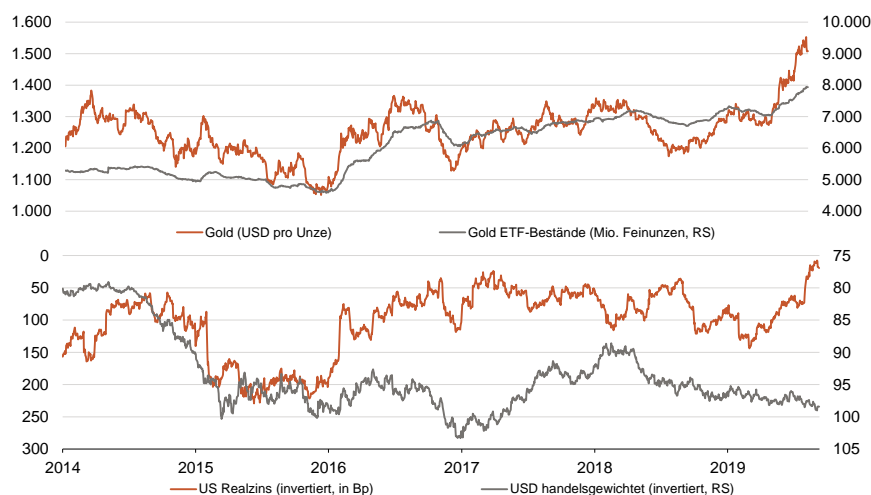
Rohöl



- Der Ölpreis der Sorte Brent ist zuletzt wieder über 60 US-Dollar je Barrel gestiegen. Die nachlassenden Wachstums- und damit Nachfragesorgen, die Drosselung der OPEC-Produktion und sinkende US-Öllagerbestände haben den Ölpreis unterstützt.
- Die US-Öllagerbestände steigen trotz wachsender US-Ölproduktion. Das wachsende Ölangebot der Nicht-OPEC-Länder könnte Anfang 2020 zu einem Überangebot an Öl führen, wenn die OPEC nicht gegensteuert.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 06.09.2019

Gold



- Der Goldpreis hat zuletzt leicht nachgegeben, hält sich jedoch über der Marke von 1.500 US-Dollar je Unze.
- Der starke Rückgang der US-Realzinsen, die verbreitet negativen Anleihezinsen und eine expansivere Geldpolitik machen Gold mittelfristig weiter attraktiv. Kurzfristig erscheint Gold jedoch überkauft und die Positionierung zu ausgeprägt.

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: 01.01.2014 - 06.09.2019



# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

## AUTOREN



**Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research**  
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation  
+49 69 91 30 90-501 | [ulrich.urbahn@berenberg.de](mailto:ulrich.urbahn@berenberg.de)



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



**Karsten Schneider, Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-502 | [karsten.schneider@berenberg.de](mailto:karsten.schneider@berenberg.de)

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell 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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 09. September 2019

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)