

### Aktueller Marktkommentar

Trotz zunehmender Risiken halten sich die Aktienmärkte stabil. Das Coronavirus breitet sich immer noch aus und die globale Wirtschaft dürfte sich nur langsam erholen. Ein Brexit-Deal erscheint aktuell schwierig, das Risiko eines „Kalten Kriegs“ zwischen den USA und China nimmt zu und die US-Präsidentenwahlen im November bringen zusätzlichen Zündstoff. Die Anleger scheinen jedoch bereits noch weiter in die Zukunft zu blicken und treiben die Bewertungen auf Niveaus, die man seit der Technologiekrise nicht mehr gesehen hat. Die Positionierung ist dabei äußerst konzentriert. Wachstums-, Technologie- und Pharmawerte sowie defensive Investments sind gefragt. Die Absicherungen (Put-Call-Ratios) der Anleger sind jüngst zurückgegangen. Der Markt ist somit bei negativen Überraschungen nun etwas anfälliger für einen Rücksetzer. Die Geld- und Fiskalpolitik sowie die nach wie vor geringe Aktienquote vieler Anleger wirken jedoch entgegen. Wir positionieren uns daher nahe der neutralen Aktienquote.

### Kurzfristiger Ausblick

Durch die Verschiebung vieler Vorwahlen der Demokraten für den US-Präsidentenwahlkandidat aufgrund des Coronavirus dürfte der 2. Juni ein zweiter „Super Tuesday“ werden – auch wenn Joe Biden der Sieg bei den Demokraten wohl nicht mehr zu nehmen ist. An diesem Tag planen die Demokraten in bis zu zwölf US-Staaten die Vorwahlen abzuhalten. Auf der anderen Seite des Atlantiks wird die EU-Kommission am 27. Mai ihren Vorschlag zum EU-Wiederaufbaufonds vorstellen und die EZB wird am 4. Juni bei der monatlichen Sitzung über weitere geldpolitische Maßnahmen beraten.

In den USA stehen am Dienstag das Verbrauchervertrauen und am Donnerstag der Auftragseingang langlebiger Güter sowie die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung an. Es folgen am Freitag der Chicago- und am 1. Juni der Markit- und der ISM-Einkaufsmanagerindex der Industrie. In der Eurozone werden am Donnerstag das Verbrauchervertrauen und am Freitag die Inflationsdaten veröffentlicht.

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

*US-Präsidentenwahlen rücken wieder in den Fokus.*

*Einkaufsmanagerindizes und Verbrauchervertrauen geben Einblick über wirtschaftliche Erholung.*

### Silber tritt aus dem Schatten von Gold



- Im Zuge der Corona-Krise kletterte die Gold/Silber-Ratio auf ein neues Allzeithoch. Während Gold von der Flucht in Sicherheit profitierte, litt Silber unter dem Einbruch der Aktivität in der Industrie, welche ca. 50% der Silbernachfrage ausmacht.
- Als Hybrid zwischen Industrie- und Edelmetall dürfte Silber in den nächsten Monaten sowohl von der Konjunkturerholung als auch von der Nachfrage nach Gold profitieren, denn langfristig sind beide Edelmetalle hochkorreliert. Silber erscheint zunehmend attraktiv.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2000 - 22.05.2020



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (24.04.20 - 22.05.20)	■ YTD (31.12.19 - 22.05.20)	22.05.19	22.05.18	22.05.17	22.05.16	22.05.15
			22.05.20	22.05.19	22.05.18	22.05.17	22.05.16
Brent	-48,1	36,2	-47,2	-3,2	45,0	-3,1	-38,6
Aktien Frontier Markets	-16,8	6,2	-9,6	0,2	5,6	12,6	-11,4
Globale Wandelanleihen		4,3	8,9	5,2	6,5	15,3	-8,5
Aktien Industrienationen	-8,7	0,9	2,3	6,9	8,6	18,3	-8,7
Aktien Emerging Markets	-15,7	2,1	-4,6	-5,4	10,9	30,6	-23,7
Industriemetalle	-12,8	0,6	-9,9	-11,8	17,5	24,3	-24,8
Globale Unternehmensanleihen		0,5	8,3	9,9	-3,4	2,9	1,1
Eonia	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2
Gold	-0,3	17,6	39,4	4,2	-2,3	0,6	1,9
Globale Staatsanleihen	-0,4	5,2	8,9	7,8	-3,1	-1,2	5,1
USD/EUR-Wechselkurs	-0,7	2,8	2,3	5,6	-4,6	-0,1	-1,9
REITs	-17,7	-0,8	-13,1	20,5	-7,3	0,0	1,9

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.

- Rohöl (Brent) war in den vergangenen vier Wochen dank drastischer Produktionskürzungen auf der Angebotsseite mit Abstand die beste Anlageklasse.
- Aktien entwickelten sich ebenfalls durch die Bank weg positiv.
- Sichere Häfen wie Staatsanleihen und Gold mussten hingegen zuletzt etwas nachgeben.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.05.2015 - 22.05.2020

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (24.04.20 - 22.05.20)	■ YTD (31.12.19 - 22.05.20)	22.05.19	22.05.18	22.05.17	22.05.16	22.05.15
			22.05.20	22.05.19	22.05.18	22.05.17	22.05.16
MSCI USA Small Caps	-15,9	9,3	-8,3	4,2	12,8	21,8	-9,8
MSCI EM Osteuropa	-24,5	7,7	-10,7	14,5	8,9	27,2	-19,1
DAX	-16,4	7,1	-9,0	-7,6	4,4	27,3	-16,1
Stoxx Europa Small 200	-16,5	6,0	-5,6	-5,1	9,4	19,1	-9,9
Stoxx Europa Zyklisch	-23,5	6,0	-15,0	-8,2	8,2	26,6	-19,7
Euro Stoxx 50	-21,5	4,1	-12,5	-2,9	2,9	24,2	-17,4
S&P 500	-4,9	3,4	8,2	13,0	10,6	18,9	-2,9
Topix	-9,4	2,9	3,0	-7,0	12,6	18,3	-9,9
MSCI Großbritannien	-24,2	2,4	-17,4	-3,2	7,1	13,3	-16,7
Stoxx Europa Defensiv	-9,5	2,1	0,9	3,4	1,7	10,7	-12,5
Stoxx Europa 50	-15,3	1,9	-6,5	1,7	1,3	18,6	-17,1
MSCI EM Asien	-10,5	0,6	2,2	-7,7	13,3	33,7	-24,3

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; MSCI USA Small Caps: MSCI USA Small Caps TR; Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclical TR; Stoxx Europa Defensiv: Stoxx Europe Defensives TR; DAX: DAX TR; MSCI Großbritannien: MSCI UK TR; MSCI EM Asien: MSCI EM Asia TR; MSCI EM Osteuropa: MSCI EM Eastern Europe TR.

- Alle hier dargestellten Aktienindizes konnten in den letzten vier Wochen hinzugewinnen.
- Zyklisch ausgerichtete Aktienregionen wie amerikanische Small Caps oder der Dax gehörten zu den relativen Gewinnern.
- Das schwer vom Coronavirus getroffene Großbritannien entwickelte sich auch wegen zusätzlicher Brexit-Sorgen unterdurchschnittlich.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.05.2015 - 22.05.2020

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (24.04.20 - 22.05.20)	■ YTD (31.12.19 - 22.05.20)	22.05.19	22.05.18	22.05.17	22.05.16	22.05.15
			22.05.20	22.05.19	22.05.18	22.05.17	22.05.16
EM-Staatsanleihen (hart)	-6,2	6,0	-2,1	3,7	-2,9	6,4	3,4
USD Hochzinsanleihen	-3,6	2,5	1,4	12,7	-2,6	12,6	-3,7
Italienische Staatsanleihen	-1,1	2,1	7,6	1,2	0,7	-1,1	4,1
EM-Staatsanleihen (lokal)	-1,8	1,6	6,4	5,6	-1,9	7,8	-6,0
EUR Inflationsind. Anleihen	-4,8	1,0	0,1	-0,2	3,1	0,5	0,8
EUR Hochzinsanleihen	-9,4	1,0	-5,7	2,0	1,9	7,7	-0,5
EUR Finanzanleihen	-3,4	0,5	-1,0	3,0	1,0	3,1	1,9
EUR Nicht-Finanzanleihen	-3,1	0,3	-0,7	3,3	0,8	2,3	1,8
USD Unternehmensanleihen		0,2	12,7	13,5	-5,4	3,9	1,9
Deutsche Staatsanleihen	-0,1	2,4	3,2	4,8	-0,2	-1,1	3,8
US-Staatsanleihen	-1,2	12,0	15,9	12,0	-6,3	-0,5	1,9
Britische Staatsanleihen	-1,7	4,4	12,6	5,6	-3,5	-3,7	-2,2

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.

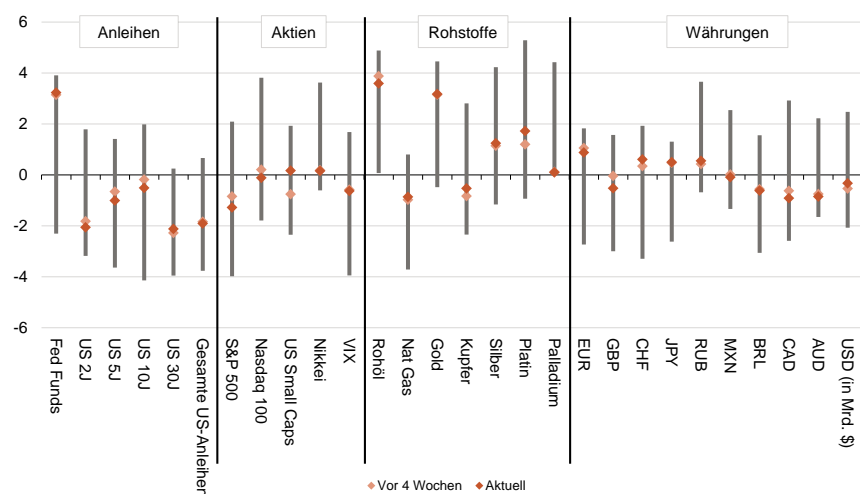
- An den Anleihemärkten wurde in den vergangenen vier Wochen wieder vermehrt Risiko nachgefragt. Schwellenländer-Anleihen und italienische Staatsanleihen standen dabei besonders hoch in der Gunst der Investoren. Aber auch Unternehmensanleihen entwickelten sich erfreulich.
- Sichere Staatsanleihen wie US-Treasuries hatten das Nachsehen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.05.2015 - 22.05.2020



Spekulative Positionierung

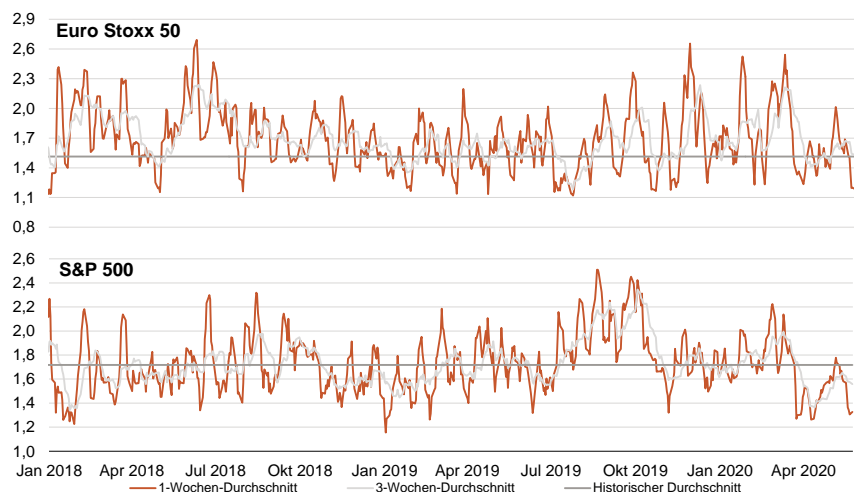


- Die spekulativen Investoren haben sich zuletzt etwas optimistischer positioniert.
- Positionen in risikobehafteten Anlagen wie US Small Caps, Kupfer oder dem russischen Rubel wurden leicht erhöht.
- Außerdem setzen die spekulativen Investoren mittel- bis langfristig auf steigende Zinsen.

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: 19.05.2010 - 19.05.2020

Put-Call-Ratio

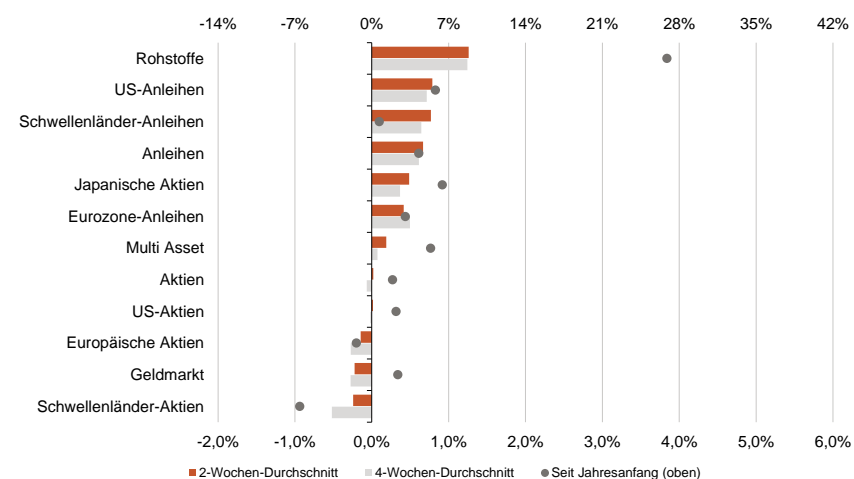


- Das Sicherungsbedürfnis der Anleger ist zuletzt wieder deutlich gesunken.
- Vor allem für US-Aktien liegt die Put-Call-Ratio weit unter dem historischen Durchschnitt. Die „Fear-of-Missing-Out“ (FOMO) unter den Anlegern scheint zuzunehmen. Dies könnte den Markt bei negativen Nachrichten anfällig für einen Rücksetzer machen.

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 - 22.05.2020

ETF-Flüsse

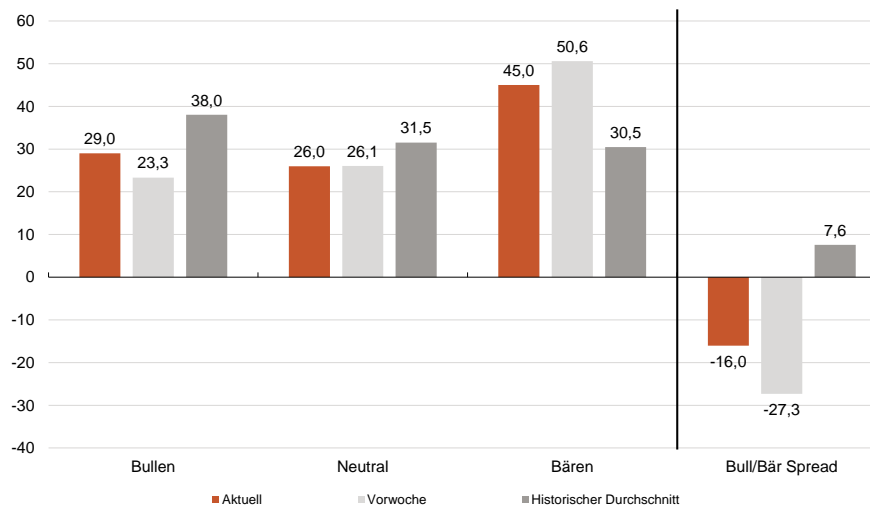


- Rohstoff-ETFs erfuhren sowohl seit Jahresbeginn als auch in den letzten zwei beziehungsweise vier Wochen die größte Nachfrage. Vor allem bei Gold klettern die Bestände wöchentlich auf neue Höchststände. Aber auch Silber wird zunehmend gefragt.
- Aktien-ETFs verzeichneten weiter Abflüsse. Einzig japanische Aktien standen hoch in der Gunst der Investoren – auch dank der japanischen Zentralbank, die Aktien-ETFs kauft.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2019 - 22.05.2020



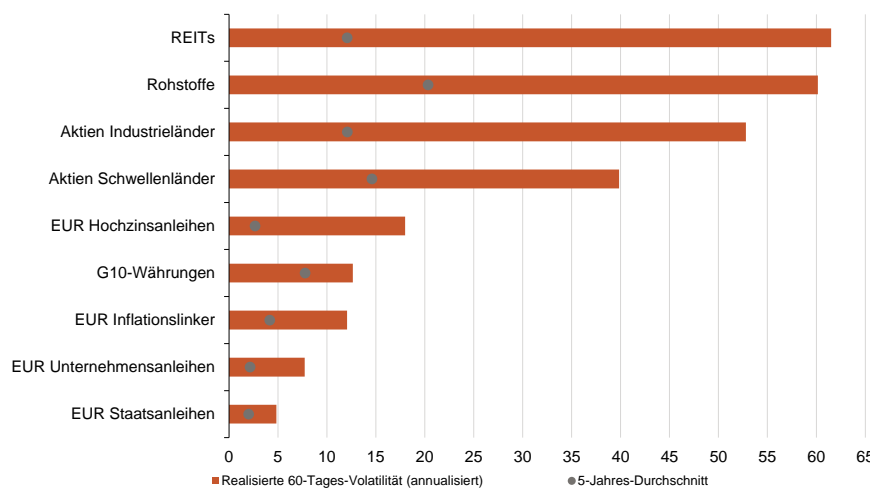
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich gegenüber der Vorwoche unter anderem getrieben durch Hoffnungen auf eine baldige Verfügbarkeit eines Impfstoffes gegen Covid-19 etwas aufgehellt.
- Im historischen Vergleich bleibt der Bull/Bär-Spread mit -16Pp allerdings immer noch sehr negativ.

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 - 21.05.2020

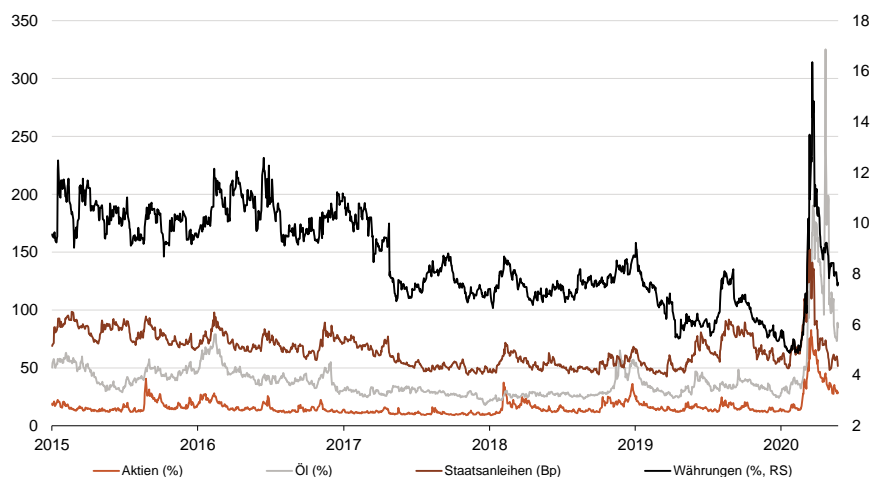
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten 60-Tages-Volatilitäten bei Rohstoffen und REITs sind im Vergleich zu vor zwei Wochen noch einmal leicht angestiegen.
- In den anderen Anlageklassen bleibt das Bild extrem, jedoch nahezu unverändert
- Die realisierte Volatilität bei europäischen Hochzinsanleihen war mit knapp 18% in den letzten 60 Tagen fast siebenmal höher als im Durchschnitt der vergangenen 5 Jahre.

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: 22.05.2015 - 22.05.2020

**Implizite Volatilitäten**

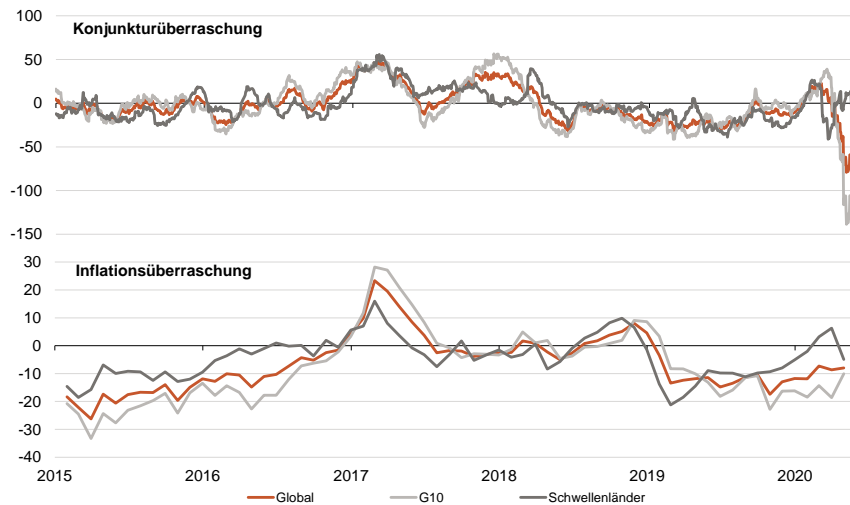


- Die implizite Volatilität bei Öl ist dank strenger Förderkürzungen weiter stark gesunken und steht seit dem Höhepunkt am 21 April mittlerweile knapp 80% niedriger.
- Der VIX sprang in den letzten zwei Wochen noch einmal auf bis zu 38 an, konnte sich zuletzt jedoch wieder unter der Marke von 30 einpendeln.

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: 01.01.2015 - 22.05.2020



## Global

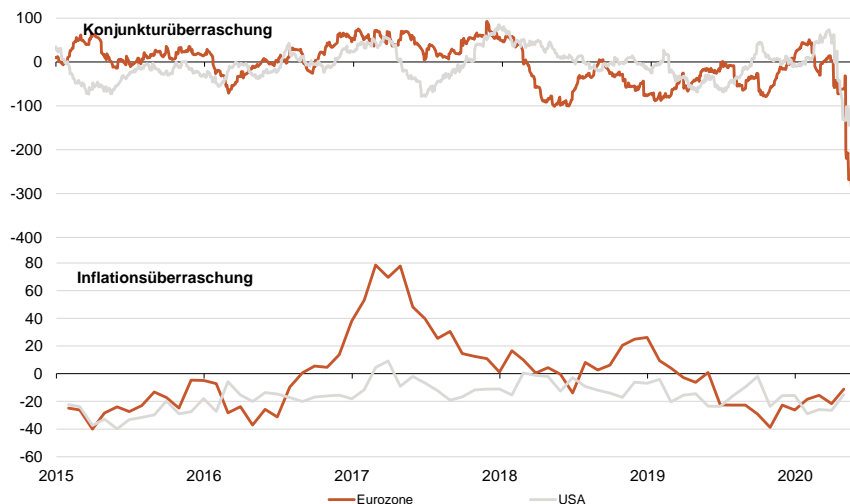


- Die Konjunkturüberraschungs-Indizes haben sich etwas stabilisiert. Die Konjunkturdaten haben in jüngster Zeit nicht mehr in so massivem Ausmaß enttäuscht. Während der Index in den Industrienationen (G10) noch tief im negativen Bereich verweilt, konnte er sich bei den Schwellenländern im positiven Bereich halten. In China ist die Industrieproduktion im April um +3,9% (erw. +1,5%, YoY) gestiegen, während der Einzelhandelsumsatz mit -7,5% im April unter den Erwartungen lag.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 22.05.2020

## Eurozone & USA

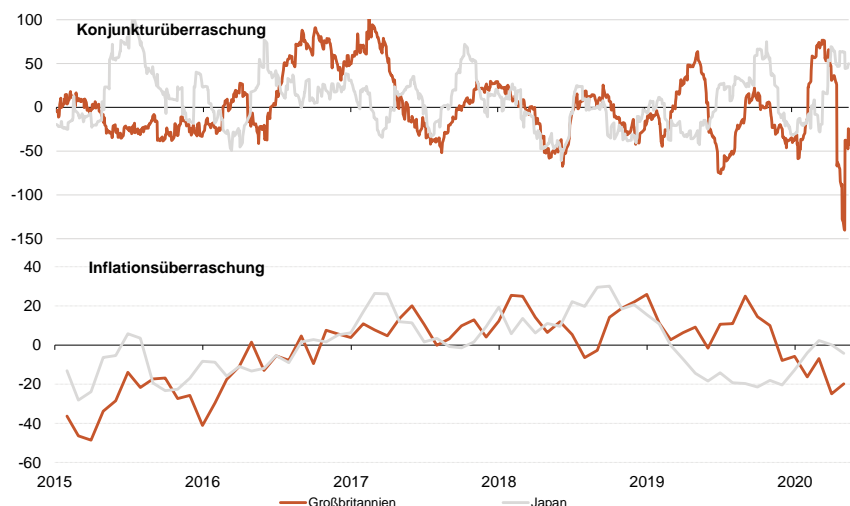


- Auch in der Eurozone hat sich der Indikator oberhalb von -300 stabilisiert. Der ZEW-Konjunkturindex sowie der Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie im Mai für Deutschland lagen unter den Erwartungen, während die ZEW-Komponente für die zukünftigen Erwartungen positiv überrascht hat.
- In den USA haben das Konsumentenvertrauen (Mai), die Industrieproduktion (April) und der Empire Manufacturing Index (Mai) positiv überrascht, während die Einzelhandelsumsätze (April) und der vorläufige Markt-PMI der Industrie (Mai) enttäuscht haben.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 22.05.2020

## Großbritannien & Japan



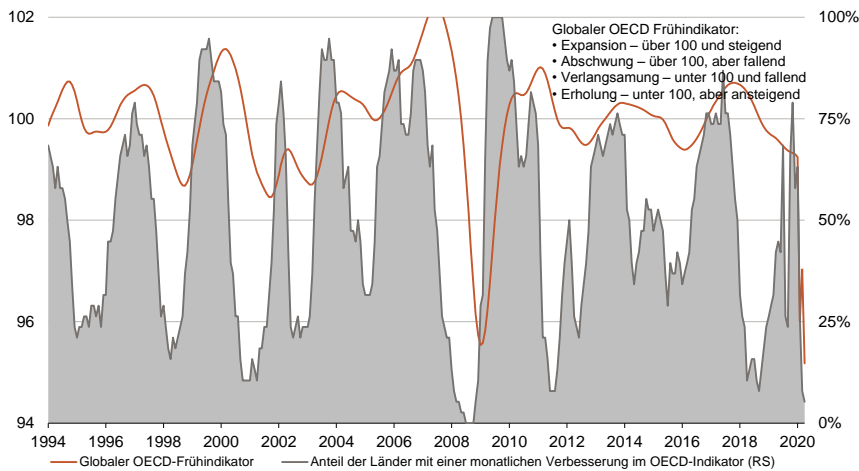
- In Großbritannien ist das Q1-BIP mit 1,6% (YoY) wie auch die Industrieproduktion im März mit -8,2% weniger als erwartet gefallen.
- In Japan sind sowohl das Q1-BIP mit -0,9% (QoQ) als auch die Maschinenbauaufträge im März mit -0,7% (YoY) weniger als erwartet gesunken.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 22.05.2020



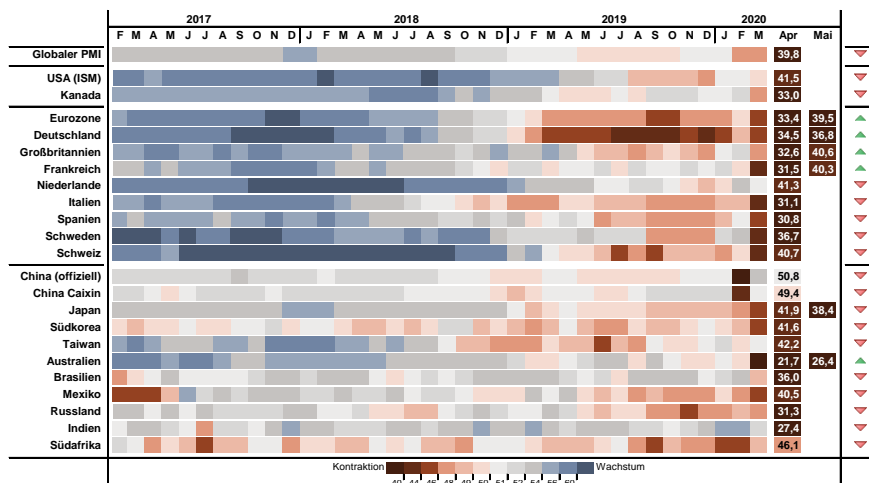
## OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator für April hat sich gegenüber März weiter verschlechtert. Der Frühindikator ist mit rund 95 Punkten unter den tiefsten Wert aus der Finanzmarktkrise gefallen.
- Gegenüber dem Vormonat hat sich der Indikator im April lediglich in 5% der Regionen verbessert. Namentlich sind das China und Mexiko.

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 - 30.04.2020

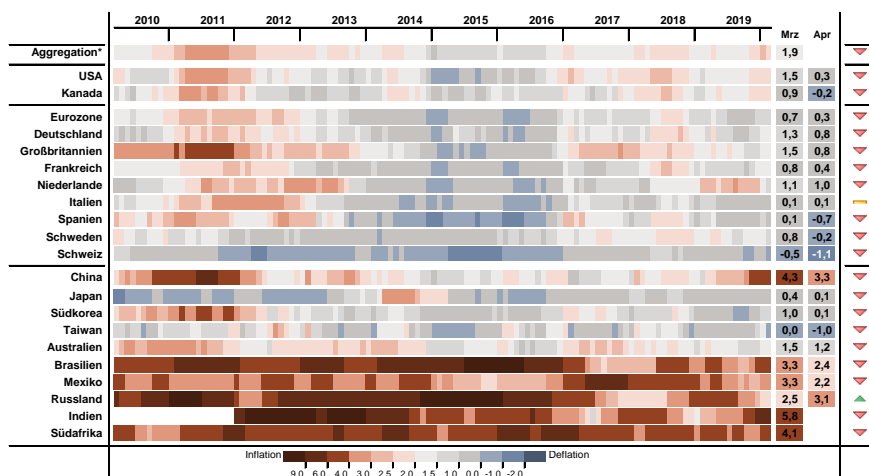
## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Auch wenn sich das Gros der vorläufigen PMIs im Mai gegenüber April verbessert hat, zeigen sie dennoch weiterhin eine wirtschaftliche Verlangsamung gegenüber dem Vormonat an. Die Lockerungsmaßnahmen konnten somit noch nicht die gewünschten wirtschaftlichen Erfolge bringen.

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: 28.02.2017 - 22.05.2020

## Gesamtinflation

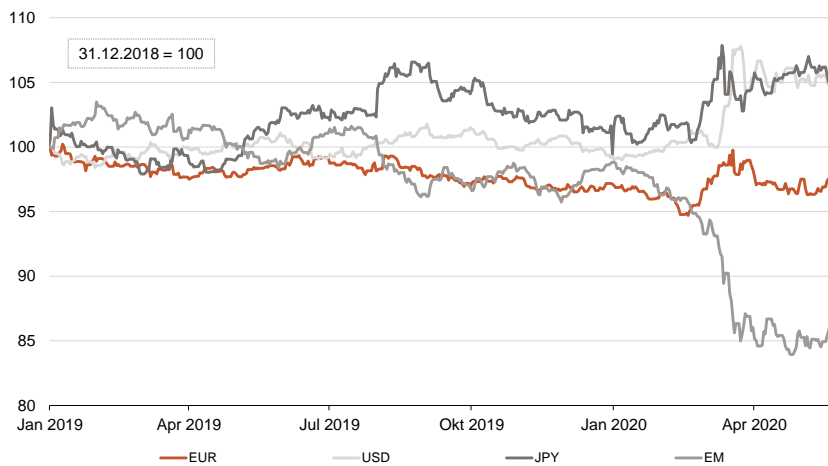


- In den USA ist die Inflation im April mit 0,3% auf nahe Null gefallen, während sie in Kanada bereits unter Null sank. Stark gesunkene Spritpreise haben in beiden Ländern dazu beigetragen.
- In China ist die Inflation auf 3,3% gefallen. Der Preisdruck aus dem Lebensmittelbereich hat jüngst nachgelassen.
- Russland verzeichnete im April, auch aufgrund von steigenden Lebensmittelpreisen, eine steigende Inflation.

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: 30.04.2010 - 30.04.2020



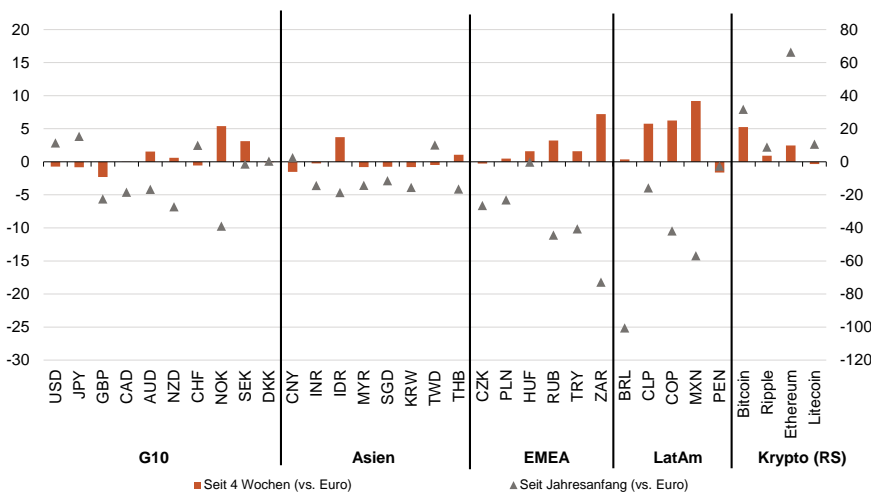
## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Am Währungsmarkt war in den letzten zwei Wochen ein „Risk-On“ zu beobachten.
- Schwellenländer-Währungen konnten auf handelsgewichteter Basis kräftig hinzugewinnen. Aber auch der Euro verzeichnete eine positive Performance.
- Der US-Dollar sowie der japanische Yen waren in ihrer Funktion als sichere Häfen weniger gefragt.

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: 01.01.2019 - 22.05.2020

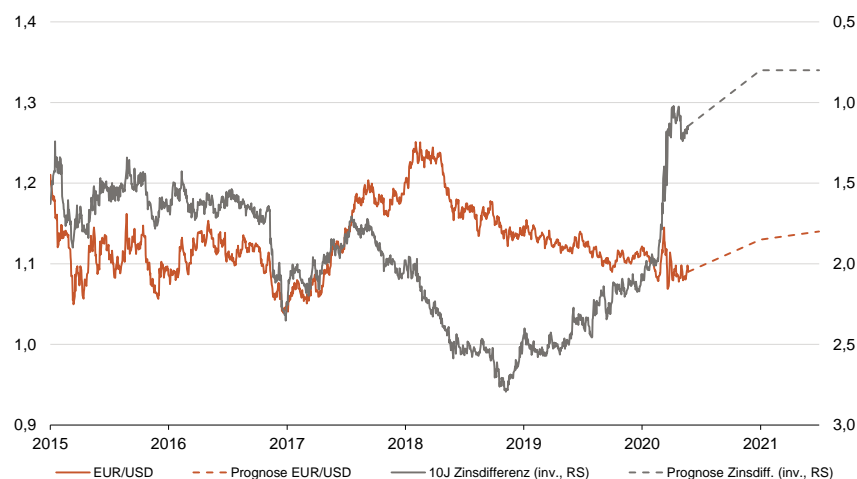
## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Unter den G10-Währungen konnten sich in den letzten vier Wochen vornehmlich Rohstoff-Währungen wie der australische Dollar oder die norwegische Krone gegenüber dem Euro behaupten.
- Währungen aus Lateinamerika und Osteuropa gewannen dank nachlassender Risikoaversion der Anleger am stärksten hinzu.
- Asiatische Währungen gaben in der Breite leicht nach.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 22.05.2020

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs schwankte zuletzt um die Marke von 1,09. Die implizite Volatilität des Währungspaars ist dabei in den vergangenen zwei Wochen weiter zurückgegangen.
- Die Zinsdifferenz zwischen Bundesanleihen und US-Treasuries hat sich jüngst leicht eingengt und notiert aktuell bei ca. 1,1%.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigen Bundesanleihen. Die Prognosen wurden von der Berenberg Volkswirtschaft erstellt.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 30.06.2021



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (24.04.20 - 22.05.20)	■ YTD (31.12.19 - 22.05.20)	22.05.19	22.05.18	22.05.17	22.05.16	22.05.15
			22.05.20	22.05.19	22.05.18	22.05.17	22.05.16
Industrie	-21,6	7,6	-10,3	-2,0	6,8	24,1	-9,1
Grundstoffe	-16,1	6,3	-7,2	-8,2	20,3	33,7	-23,0
Informationstechnologie	-5,9	5,7	4,5	5,4	14,5	31,0	-10,9
Zyklische Konsumgüter	-23,1	4,9	-11,8	-8,8	9,0	19,3	-18,2
Versorger	-10,2	3,9	4,2	9,3	2,8	9,2	-12,1
Growth	-8,2	3,9	2,7	3,5	3,9	16,4	-11,2
Telekommunikation	-21,1	3,5	-17,8	-3,2	-11,1	-0,5	-12,6
Finanzen	-34,1	2,9	-27,5	-11,3	3,8	27,2	-24,6
Value	-27,5	2,6	-21,2	-6,6	4,7	22,5	-19,8
Gesundheit	0,0	1,6	24,0	8,8	-6,8	12,5	-16,0
Energie	-36,7	0,0	-39,2	-3,9	26,7	21,8	-16,1
Basiskonsumgüter	-8,7	0,0	-4,1	12,9	-7,5	13,0	-0,3

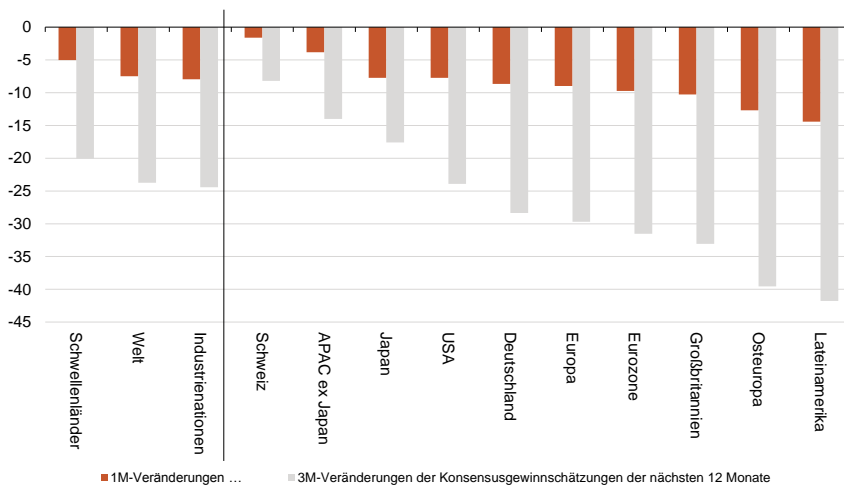
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- In den letzten vier Wochen feierten die Zykliker ein kleines Comeback. Der Industrie- und Grundstoffsektor führen die Performance-Tabelle an. Defensive Sektoren wie Gesundheit oder Basiskonsumgüter konnten am geringsten zulegen.
- Growth bleibt der Liebling der Anleger und liegt sowohl auf Vier-Wochen- als auch auf Jahressicht vor Value.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.05.2015 - 22.05.2020

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen

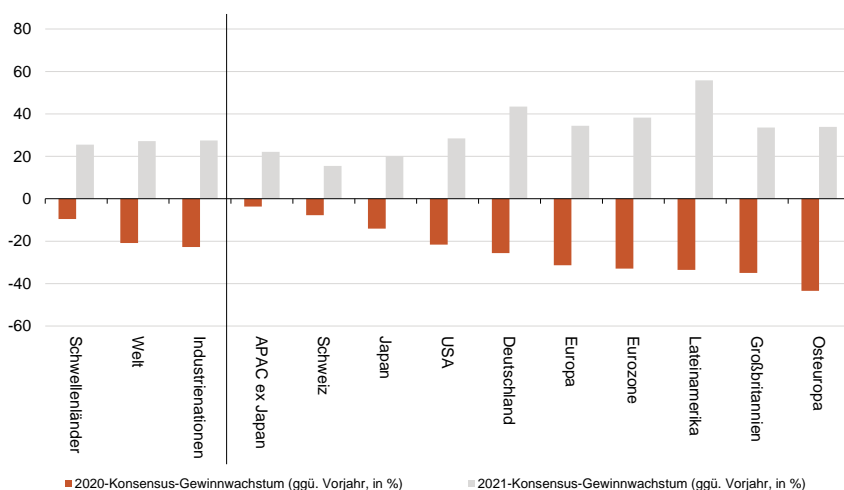


- Die negativen Gewinnrevisions setzten sich auch jüngst weiter fort, auch wenn sie etwas an Schärfe verloren haben. Lateinamerika verzeichnet dabei die stärksten negativen Gewinnrevisions, während die Schweiz als relativ defensiver Aktienmarkt die geringsten negativen Gewinnrevisions sah.
- Deutschland, welches vergleichsweise weniger stark unter dem Coronavirus litt, sah auf Monatssicht gegenüber dem Eurozonen-Durchschnitt eine geringere negative Gewinnrevision.

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: 22.05.2020

## Gewinnwachstum



- Für 2020 erwartet der Konsens einen globalen Gewinnrückgang von nahe 20%. Dabei ist der erwartete Gewinneinbruch in den Industrienationen mit über 22% überdurchschnittlich hoch, während er in den Schwellenländern mit 9% deutlich geringer erwartet wird.
- Für 2021 erwarten die Analysten dann wieder deutlich steigende Gewinne – insbesondere für Deutschland und Lateinamerika.

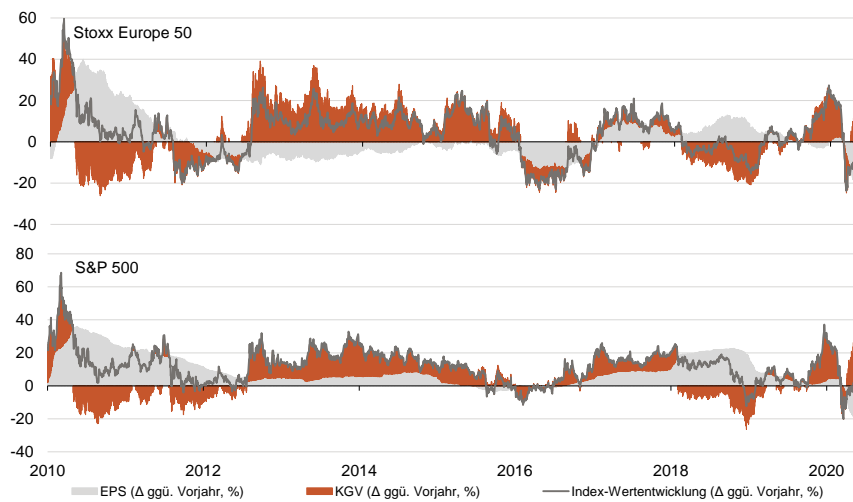
Vom Konsens erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan

Quelle: FactSet, Stand: 22.05.2020





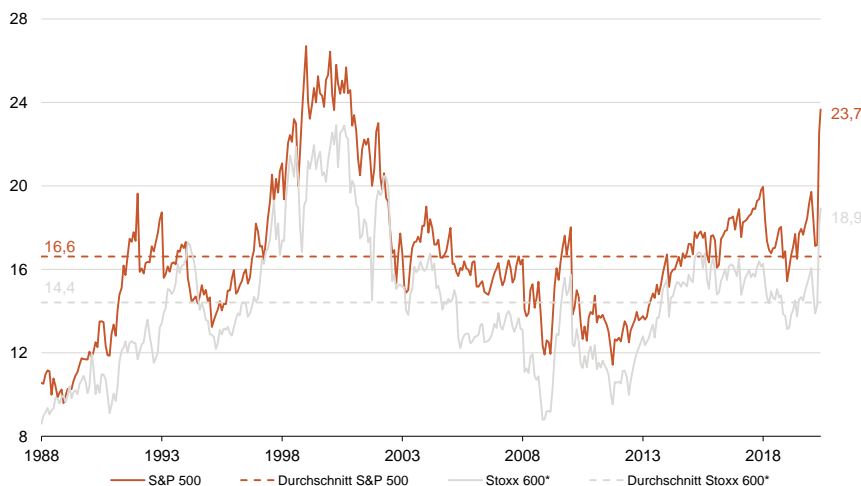
## Kontributionsanalyse



- Der S&P 500 verzeichnet auf Jahressicht nun wieder eine positive Entwicklung. Die steigenden Bewertungen können somit die sinkenden Gewinnerwartungen überkompensieren. Der Markt schaut bereits auf eine Zeit nach Covid-19.
- Der Trend in Europa ist ähnlich, auch wenn dort der positive Performancebereich auf Jahressicht noch nicht erreicht werden konnte.

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: 01.01.2010 - 22.05.2020

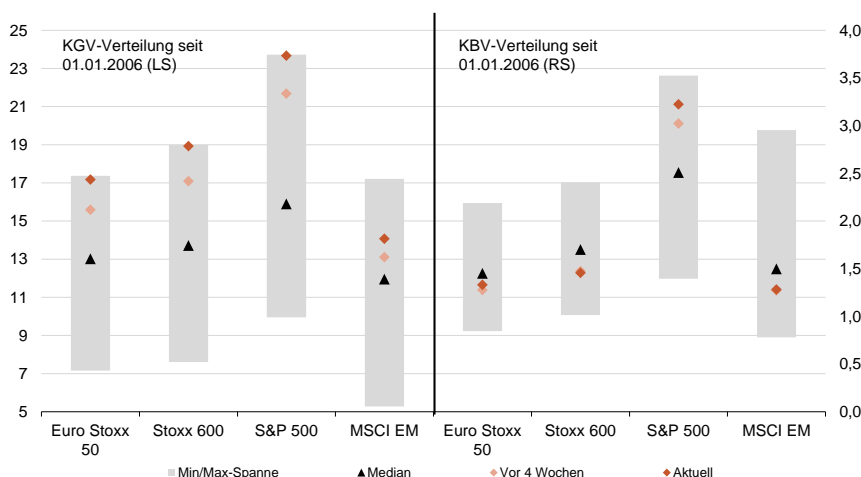
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Der Markt schaut weiterhin durch die Corona-Krise durch. Die Bewertungsniveaus sind jüngst sowohl in Europa als auch in den USA weiter gestiegen.
- Innerhalb der Indizes gibt es jedoch deutlich Unterschiede - insbesondere beim S&P 500. Negative KGVs wie im Energiesektor ziehen dort den Durchschnitt nach unten, während KGVs über 100 im Freizeitsektor ihn nach oben verzerren.

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, IBES, Zeitraum: 31.12.1987 - 22.05.2020

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

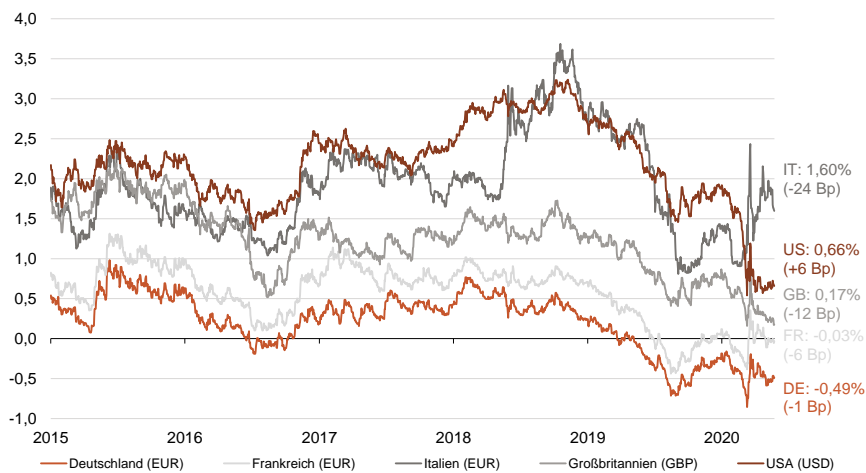


- Auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses erscheinen alle Regionen im Vergleich zum 10-Jahres-Median als teuer. Ein etwas anderes Bild ergibt das Preis-Buchwert-Verhältnis. Hier erscheinen europäische Aktien weiterhin günstig. US-Aktien sind hingegen auch nach diesem Maß teuer. Dies liegt jedoch auch an der weniger kapitalintensiven Sektorstruktur.

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 - 22.05.2020



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

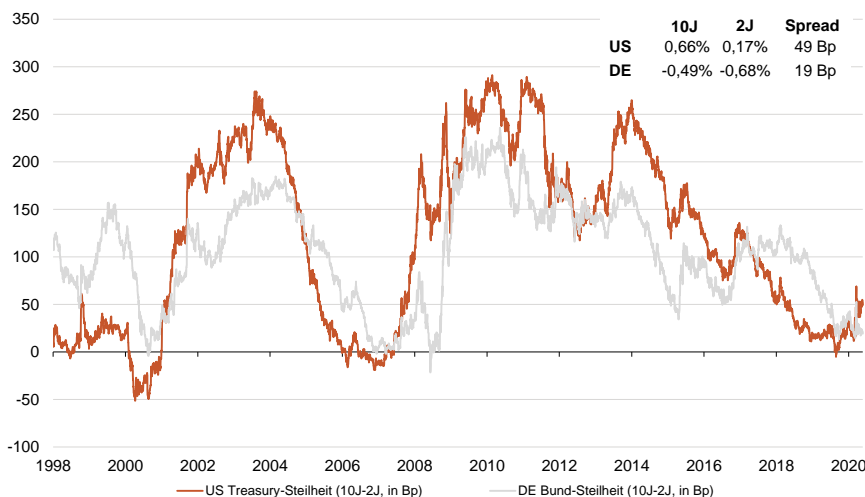


- Die Renditen auf sichere Staatsanleihen verharren weiterhin auf niedrigen Niveaus, da die Unsicherheiten im Markt bestehen bleiben.
- Die Idee eines EU-Wiederaufbaufonds sowie die Jagd nach Rendite hat die 10-jährige Rendite italienischer Staatsanleihen auf 1,6% sinken lassen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 22.05.2020

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

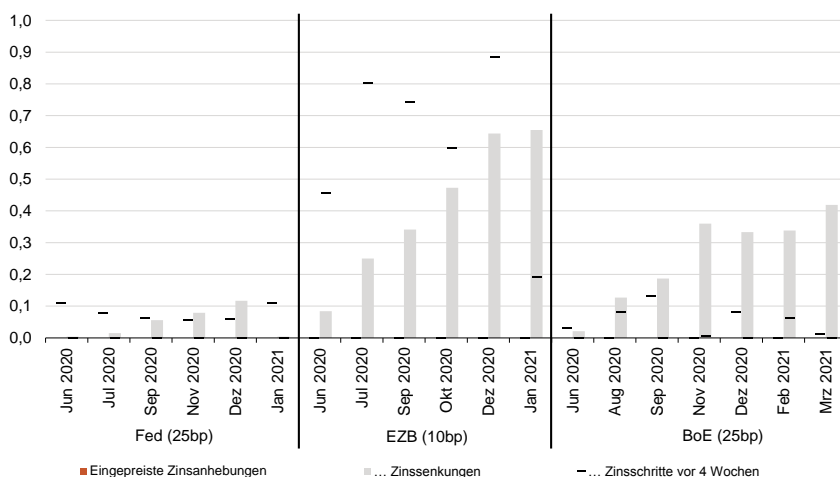


- Die Steilheit der Renditestrukturkurve für Deutschland und für die USA hat sich in den letzten Wochen kaum verändert. Bei der deutschen Renditestrukturkurve beträgt die Differenz zwischen 10J- und 2J-Rendite 19 und für die USA 49 Basispunkte.

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 - 22.05.2020

## Implizite Leitzinsveränderungen



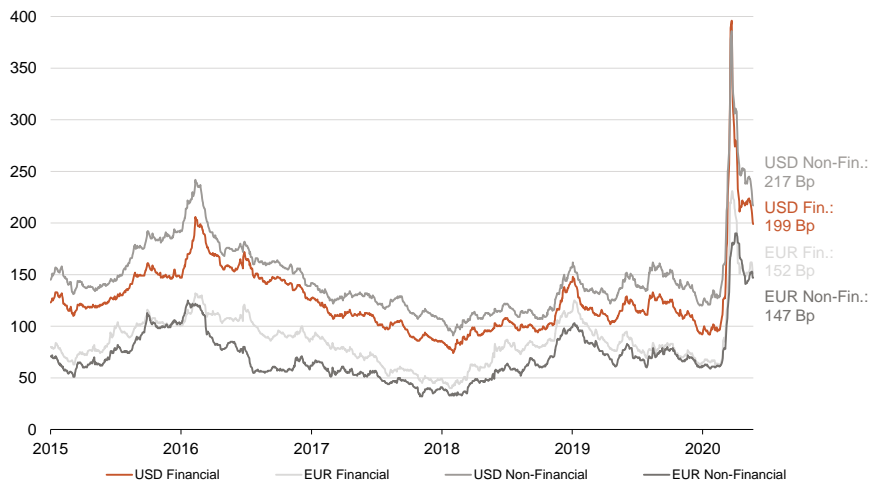
- EZB: Eine Zinssenkung am 4. Juni (EZB-Sitzung) wird nicht vom Markt erwartet. Die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung beträgt lediglich rund 10%. Eine Zinssenkung in 2020 ist jedoch mit knapp 70% per Dezember gepreist.
- Die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung durch Bank of England ist jüngst auf nahe 40% gestiegen. Ein Leitzins von Null oder darunter rückt somit auch in Großbritannien immer näher.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Änderung (Anzahl der Schritte) des Leitzinses zu ermitteln.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 24.04.2020 - 22.05.2020



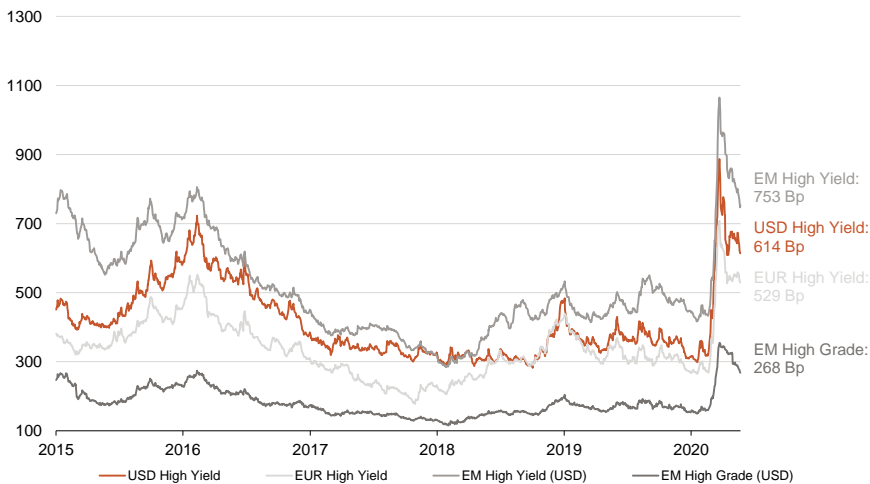
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Fed-Käufe von Unternehmensanleihe-ETFs zeigen Wirkung und haben die Risikoaufschläge bei USD-IG-Unternehmensanleihen weiter fallen lassen. Insbesondere der Industrie-, Automobil- und Energiesektor konnten davon profitieren.
- Die Risikoaufschläge bei EUR-Unternehmensanleihen sind hingegen kaum gefallen und verharren nahe 150 Basispunkten.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2015 - 22.05.2020

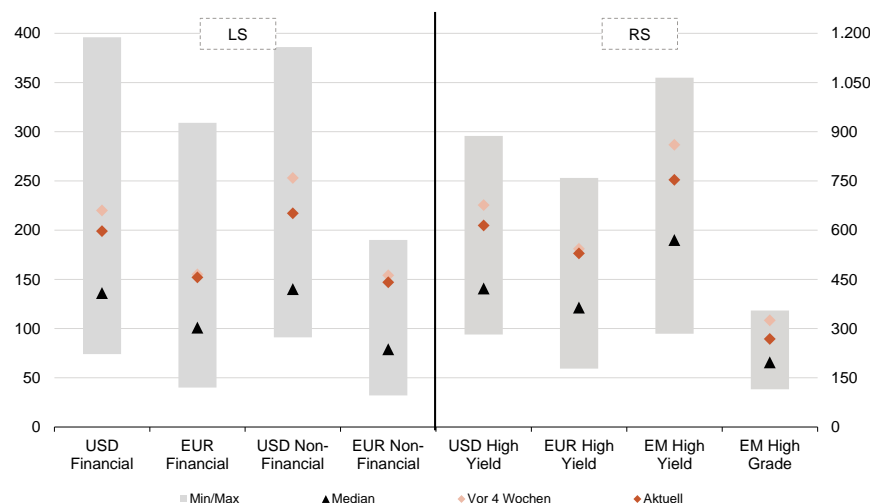
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- In den letzten zwei Wochen waren auf der Jagd nach Rendite insbesondere risikoreichere Segmente gefragt. Die Risikoaufschläge bei EM-Hochzinsanleihen sind über 50, bei USD-Hochzinsanleihen über 30 und bei EUR-Hochzinsanleihen über 15 Basispunkte zurückgegangen.
- Bei USD-Hochzinsanleihen sah der Transport- und Automobilsektor die größte Spreadeinengung.

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: 01.01.2015 - 22.05.2020

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

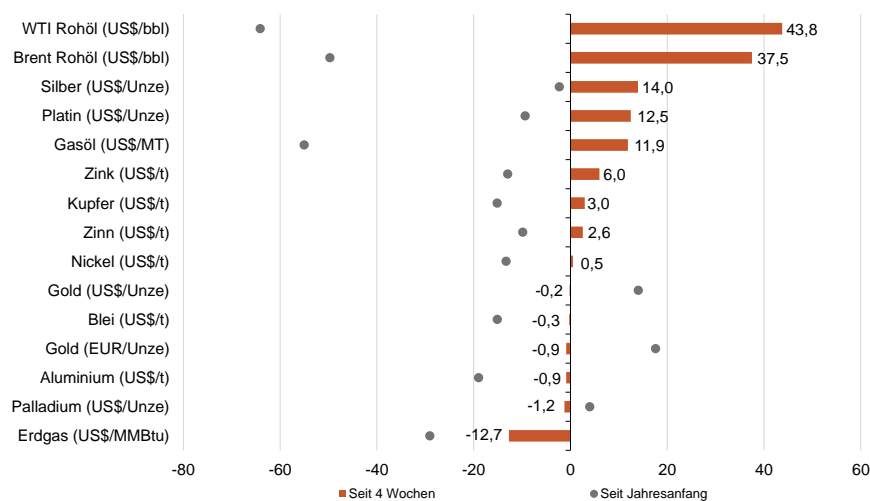


- Schwellenländer-Hochzinsanleihen sahen auf Vier-Wochen-Sicht den größten Rückgang der Risikoaufschläge. Gegenüber dem 10-Jahres-Median ist jedoch weiterhin Einengungsspielraum vorhanden.
- Die geringste Bewegung der Risikoaufschläge sahen EUR-IG- und EUR-Hochzinsanleihen.

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: 22.05.2010 - 22.05.2020



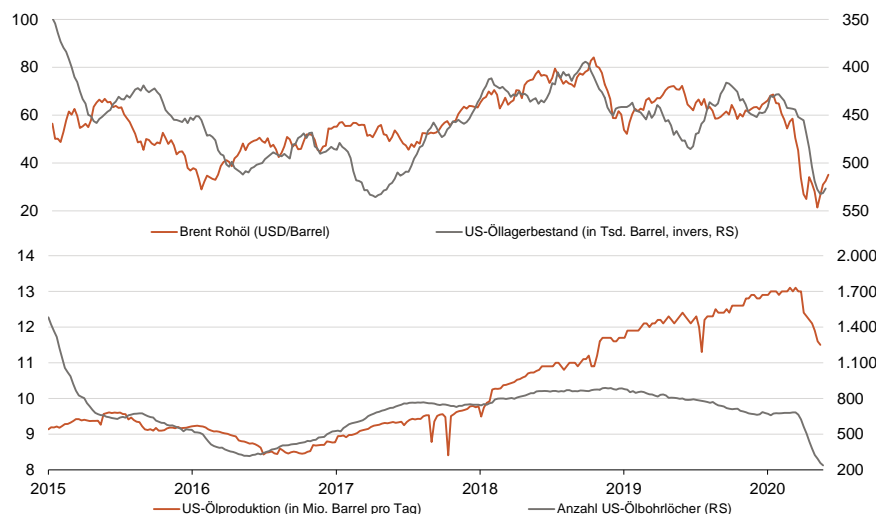
Performance Rohstoffe



- Der Energierohstoffsektor war dank der Entspannungstendenzen am Ölmarkt der große Gewinner in den vergangenen vier Wochen.
- Industriemetalle konnten von der optimistischeren Stimmung an den Märkten ebenfalls profitieren und verzeichneten in der Breite Gewinne.
- Gold schlug sich in diesem Umfeld erstaunlich wacker und hielt sich stabil.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 22.05.2020

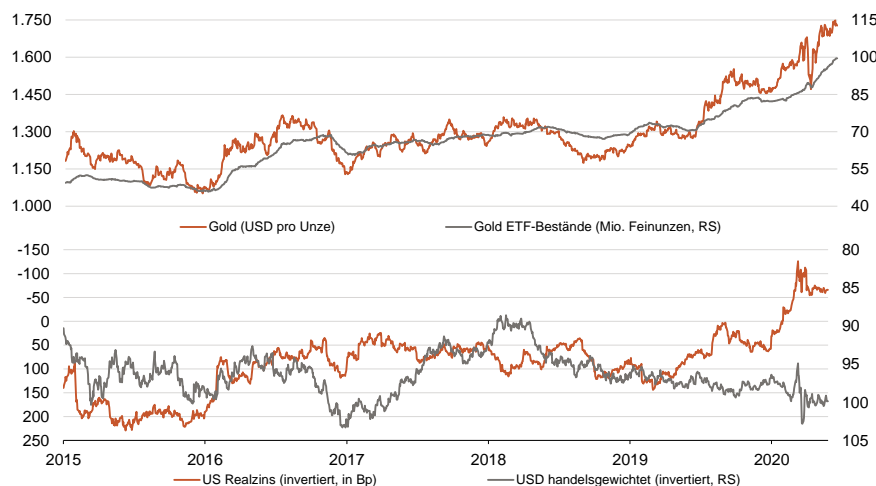
Rohöl



- Rohöl konnte seine Erholung in den letzten zwei Wochen weiter fortsetzen. Brent notiert mittlerweile wieder um die Marke von 35 USD je Barrel.
- Treiber der Rally waren positive Nachrichten sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite. Die OPEC-Mitgliedsstaaten scheinen ihre Produktionskürzungen schneller als erwartet zu erfüllen. Gleichzeitig erholt sich nun mit den vielerorts lockeren Quarantänemaßnahmen auch wieder die Nachfrage.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 22.05.2020

Gold



- Die Nachfrage nach Gold bleibt ungebrochen. Das Edelmetall befindet sich mit 1.730 USD je Unze nur noch 9% von seinem Allzeithoch im Jahre 2011.
- Die Angst vor einer zweiten Infektionswelle, massiv steigende Staatsverschuldungen und ein mögliches Wiederaufflammen des Handelskrieges treiben Anleger in den sicheren Hafen.

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: 01.01.2015 - 22.05.2020

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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

## AUTOREN



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



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



**Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-224 | [ludwig.kemper@berenberg.de](mailto:ludwig.kemper@berenberg.de)

## 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 beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die 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: 25. Mai 2020

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)