

### Aktueller Marktkommentar

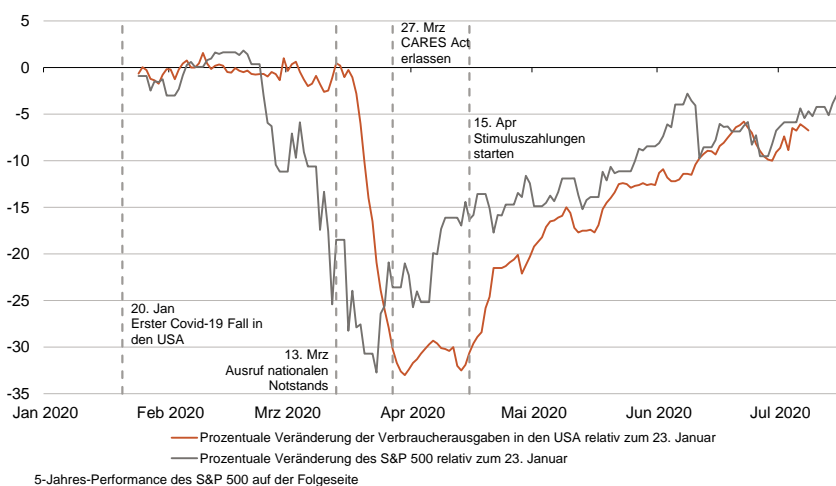
Über die letzten Wochen entwickelten sich zyklische Anlagen wie Industriemetalle und der DAX überdurchschnittlich gut, im Einklang mit einer Reihe an besser als erwarteten Konjunkturdaten. Erfreulich für die Aktienmärkte war auch, dass sich die Gewinnsschätzungen der Analysten zuletzt stabilisiert haben und die Q2-Berichtssaison bisher die zugegebenermaßen sehr niedrigen Erwartungen übertroffen hat. Absolut sehen die Q2-Ergebnisse im Vergleich zum Vorjahr jedoch schlecht aus. Für den S&P 500 wird ein Gewinneinbruch von mehr als 40% erwartet. Die geringe Aktien-Positionierung vieler Marktteilnehmer, die überwiegend pessimistische Anlegerstimmung sowie die weltweit niedrigen Zinsen unterstützen Risikoanlagen mittelfristig weiterhin. Wir gehen jedoch von einem zähen Sommer aus. Die Corona-Krise in den USA dauert an, der US-Wahlkampf nimmt an Fahrt auf und Ende Juli droht in den USA eine fiskalische Klippe mit dem Auslaufen der erhöhten Arbeitslosenversicherung von 600 US-Dollar pro Woche.

### Kurzfristiger Ausblick

Die Q2-Berichtssaison hat nun deutlich an Fahrt aufgenommen. Es haben bereits über 10% der „S&P 500“- und „Stoxx 600“-Unternehmen berichtet. Bisher sind die Zahlen im Schnitt besser als erwartet, gerade weil die Analystenschätzungen sehr pessimistisch waren. Bis Mitte August wird dann das Gros der Unternehmen die Q2-Zahlen veröffentlicht haben. Das Bild über die Auswirkungen von Covid-19 auf die Unternehmensausblicke dürfte spätestens dann klarer sein. Nach der abwartenden Haltung der EZB auf der Sitzung letzte Woche, wird die Fed ihren zukünftigen Kurs auf der monatlichen Sitzung am 29. Juli bekannt geben.

Diese Woche wird vor allem der Donnerstag und Freitag spannend. Am Donnerstag werden in den USA die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung und am Freitag die vorläufigen Juli-Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors für Deutschland, Frankreich, Großbritannien, die Eurozone und die USA veröffentlicht.

### US-Verbraucherausgaben haben zuletzt stagniert



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

*Q2-Berichtssaison schafft ein klareres Bild.*

*Juli-Einkaufsmanagerindizes stehen an.*

- Der S&P 500 hat die Erholung der US-Verbraucherausgaben vorweggenommen und konnte zuletzt deutlich zulegen. Die Verbraucherausgaben haben jedoch seit Ende Juni stagniert, im Einklang mit den wieder zunehmenden Corona-Fällen in den USA.
- Damit die Ausgaben wieder auf das Vorkrisenniveau klettern, müssten die Verbraucher davon überzeugt werden, dass das Virus kein Risiko mehr darstellt. Dies dürfte einen Impfstoff oder eine wirksame Behandlung erfordern.

Veränderung der durchschnittlichen Ausgaben mittels Kredit- und Debitkarten, indiziert zum Jan. 2020 und saisonbereinigt  
 Quelle: tracktherecovery.org, Berenberg, Stand: 15.07.2020



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (19.06.20 - 17.07.20)	YTD (31.12.19 - 17.07.20)	17.07.19	17.07.18	17.07.17	17.07.16	17.07.15
Industriemetalle	-5,6	4,4	-6,4	3,3	3,8	10,8	-8,6
Aktien Emerging Markets	-5,7	3,7	0,6	4,9	2,6	19,5	-7,3
Globale Wandelanleihen		2,7	12,8	7,3	6,8	11,2	-4,4
Aktien Industrienationen	-3,5	1,8	4,3	8,8	10,1	12,6	-4,3
Gold		1,6	24,6	20,7	-2,1	-11,3	15,7
Brent	-41,1	0,1	-34,4	-4,6	54,0	-12,5	-32,0
Eonia	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2
Globale Unternehmensanleihen	-0,1	2,7	5,9	11,0	-1,2	-1,4	4,6
Globale Staatsanleihen	-1,0	2,4	3,5	9,5	-0,3	-6,9	9,6
Aktien Frontier Markets	-17,1	-1,7	-14,7	9,2	1,9	13,8	-12,0
USD/EUR-Wechselkurs		-2,2	-1,8	3,9	-1,6	-3,9	-1,9
REITs		-15,7	-13,1	16,9	-0,8	-9,5	11,5

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs TR; 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.

- Die besser als erwarteten Konjunkturdaten haben zuletzt vor allem Industriemetalle und Schwellenländer-Aktien beflügelt. Aber auch Gold bleibt dank der latent anhaltenden Unsicherheit und der niedrigen Zinsen nachgefragt.
- REITs, ein typischer Profiteur von niedrigen Zinsen, schwächelt hingegen. Drohende Mietausfälle aufgrund der andauernden Corona-Krise belasten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.07.2015 - 17.07.2020

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (19.06.20 - 17.07.20)	YTD (31.12.19 - 17.07.20)	17.07.19	17.07.18	17.07.17	17.07.16	17.07.15
DAX	-2,5	4,8	4,7	-2,5	0,6	25,0	-13,8
MSCI EM Asien		1,2	10,1	1,7	4,1	22,7	-7,0
Stoxx Europa Zyklisch	-11,5	4,6	-3,7	-1,0	0,5	32,8	-21,2
Euro Stoxx 50	-8,6	3,3	-1,8	4,1	0,9	21,9	-17,0
S&P 500	-0,9	2,0	8,2	12,5	14,7	12,0	2,0
Stoxx Europa 50	-7,6	1,3	-0,6	7,1	0,5	14,0	-15,4
Stoxx Europa Small 200	-10,5	1,1	-2,0	0,1	7,2	23,1	-13,1
MSCI USA Small Caps	-12,3	0,9	-6,0	0,8	16,9	13,4	-2,8
Stoxx Europa Defensiv	-4,4	0,6	4,7	5,3	5,3	2,8	-9,3
MSCI Großbritannien	-22,0	-0,8	-15,6	1,5	5,4	9,9	-15,2
Topix	-7,5	-2,7	2,1	-0,3	7,5	14,0	-6,6
MSCI EM Osteuropa	-24,8	-4,2	-17,0	23,3	10,6	15,9	-5,3

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.

- Über die letzten vier Wochen lagen die zyklischen Aktienregionen vorne. Der DAX und asiatische Schwellenländer entwickelten sich besser als US-Aktien.
- Osteuropäische und japanische Aktien entwickelten sich am schlechtesten. Nachdem es bis vor kurzem verhältnismäßig wenige negative Gewinnrevisio-nen für japanische Unternehmen gab, haben diese zuletzt zugenommen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.07.2015 - 17.07.2020

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (19.06.20 - 17.07.20)	YTD (31.12.19 - 17.07.20)	17.07.19	17.07.18	17.07.17	17.07.16	17.07.15
EM-Staatsanleihen (hart)	-1,6	1,6	-1,1	7,0	-2,5	1,5	10,4
EUR Inflationsind. Anleihen	-1,1	1,4	-0,3	3,3	4,1	-1,3	3,6
Italienische Staatsanleihen		1,3	4,2	9,0	0,0	-3,7	7,0
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,4	0,6	-0,2	5,1	1,3	-0,5	6,2
EUR Finanzanleihen	-0,7	0,6	-0,3	4,8	0,9	2,0	4,4
EUR Hochzinsanleihen	-4,5	0,4	-2,1	3,6	1,3	6,5	1,9
Deutsche Staatsanleihen		0,2	1,1	4,9	2,4	-4,0	7,0
Britische Staatsanleihen	-0,1	1,5	9,1	4,5	1,4	-6,0	-4,6
USD Unternehmensanleihen	-0,3	4,9	9,1	14,0	-2,1	-1,8	5,9
US-Staatsanleihen	-1,3	7,2	9,3	11,2	-2,4	-5,3	3,7
EM-Staatsanleihen (lokal)	-4,4	-1,4	-1,5	12,2	-3,4	0,5	3,2
USD Hochzinsanleihen	-4,6	-1,6	-0,9	11,8	0,6	5,0	1,9

Deutsche Staatsanleihen: Barclays Germany Govt All Bonds TR; Italienische Staatsanleihen: Barclays Italy Govt All Bonds TR; US-Staatsanleihen: Barclays US Treasury TR; Britische Staatsanl.: Bard. UK Govt All Bonds TR; EUR Inflationsind. Anl.: Bard. 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.

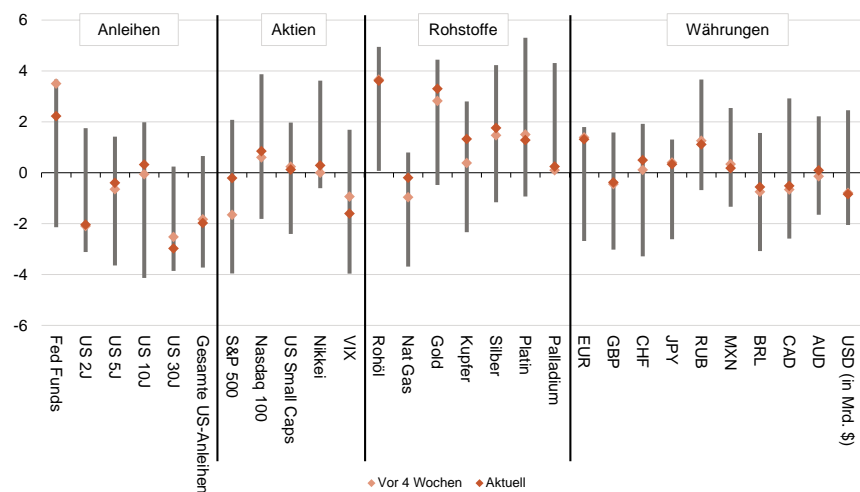
- Für Carry-Anlagen ergibt sich ein gemischtes Bild über die letzten vier Wochen. Während Hartwährungsanleihen aus dem Schwellenländerbereich weiter zulegten, entwickelten sich USD-Hochzinsanleihen deutlich schwächer. Ein Anstieg der Insolvenzen in den USA sowie die nach wie vor angespannte Corona-Lage belasteten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.07.2015 - 17.07.2020



Spekulative Positionierung

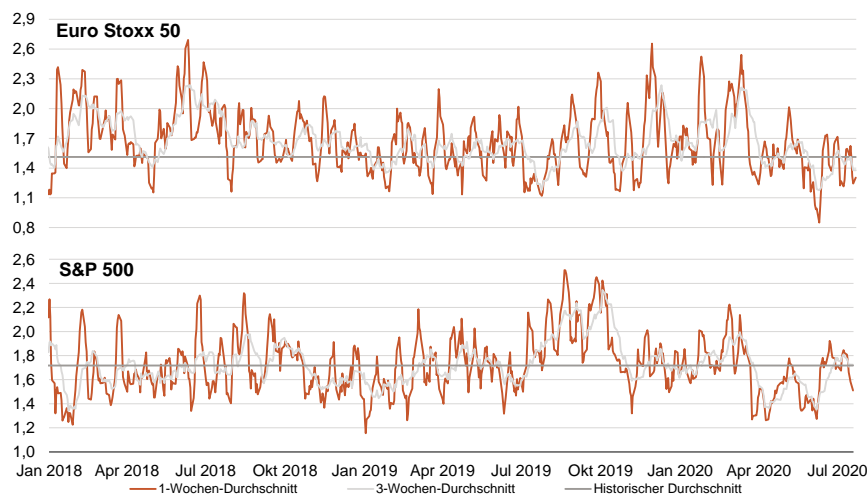


- Nachdem die spekulativen Anleger einen Großteil der Erholungsrally verpasst haben, sind sie zuletzt etwas mutiger geworden. Die Short-Positionen im S&P 500 wurden im Aggregat fast komplett aufgelöst.
- Long-Positionen in Gold- und Silber-Futures wurden weiter ausgebaut.

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: 23.12.2010 - 18.12.2020

Put-Call-Ratio

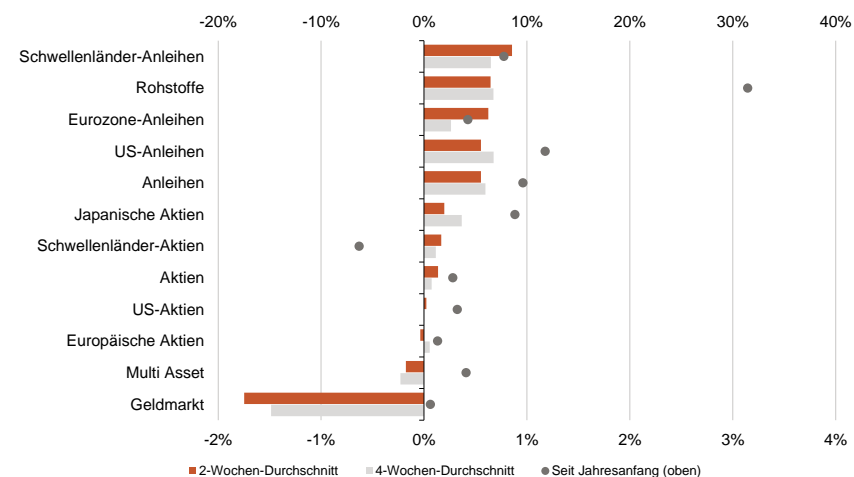


- Die Put-Call-Ratios für Eurozonen- und US-Aktien befinden sich nun in der Nähe des langfristigen Durchschnitts. Das deutet daraufhin, dass die Optionsmarktteilnehmer nicht euphorisch sind.
- Ein gutes Zeichen: Senkt dies doch die Wahrscheinlichkeit, dass bei einem etwaigen Abverkauf Anleger auf dem falschen Fuß erwischt werden.

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 - 17.07.2020

ETF-Flüsse



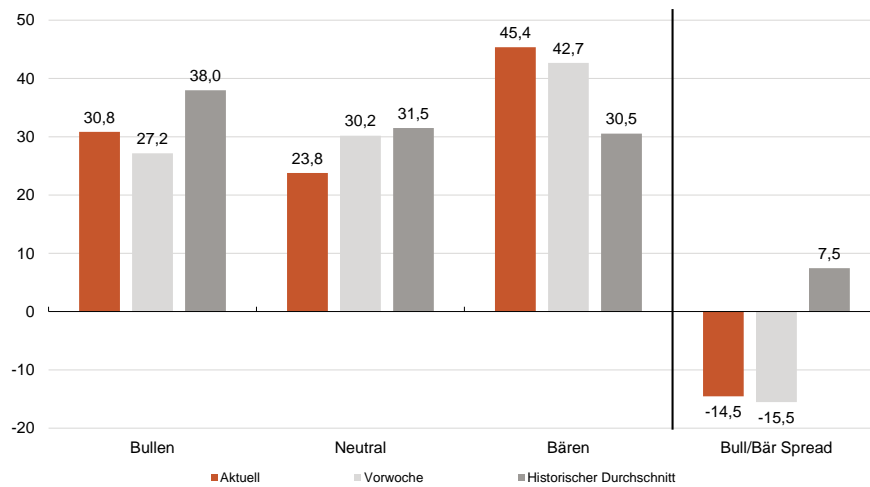
- ETF-Investoren haben zuletzt vermehrt Carry in Form von Schwellenländer-Anleihen nachgefragt. Zeitgleich haben sie sich massiv von Geldmarkt-ETFs über die letzten beiden Wochen getrennt.
- Aktien waren in der Summe kaum nachgefragt – am ehesten noch japanische Aktien, dank der ETF-Kaufprogramme der Bank of Japan.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2019 - 17.07.2020



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

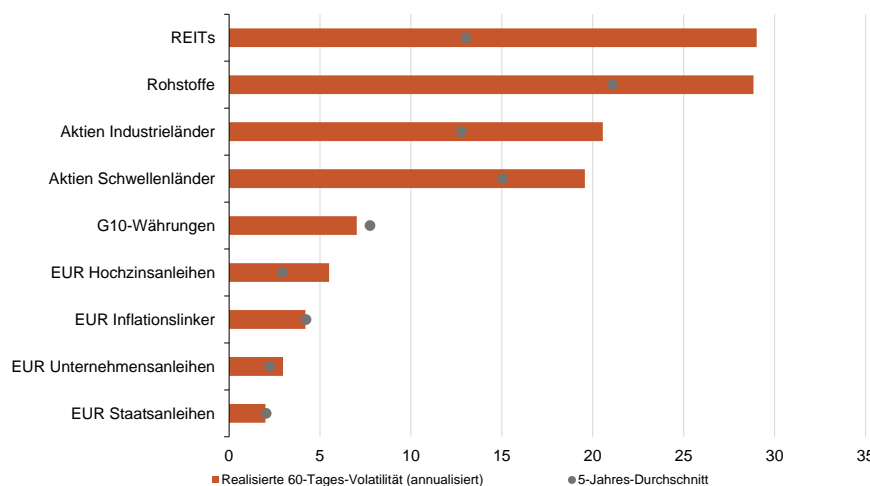


- Die Stimmung der US-Privatanleger ist noch immer sehr verhalten. Der Rückgang des Anteils der Befragten mit neutraler Meinung hat sich gleichermaßen auf Bullen und Bären verteilt, sodass der Bull-Bär-Spread im Vergleich zur Vorwoche nur 1Pp zugelegt hat, obwohl die Bullen erstmals seit 5 Wochen wieder die 30%-Marke erreicht haben.

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 Bullen und einen geringen Anteil an Bären gibt. Tendenziell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.

Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 16.07.2020

**Realisierte Volatilitäten**

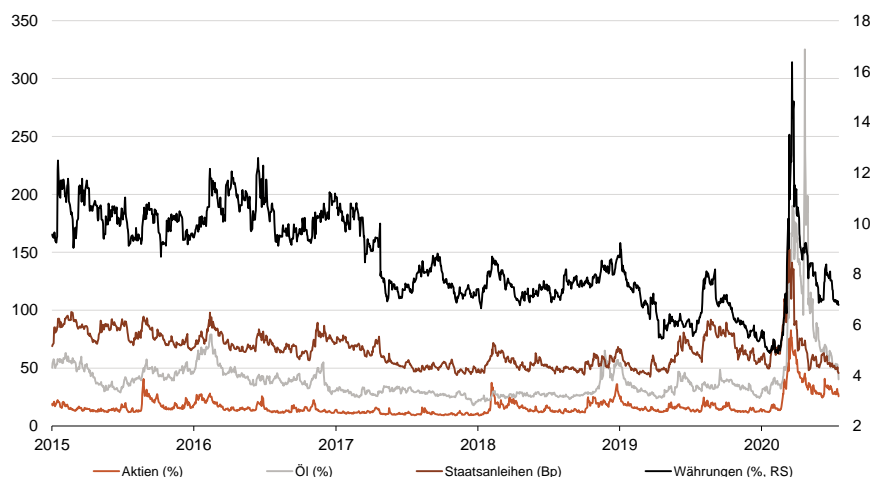


- Die realisierten Volatilitäten sind in fast allen Anlageklassen in den letzten zwei Wochen weiter gefallen. Einzig Schwellenländeraktien konnten keinen Rückgang vermelden, sodass Aktien der Industrieländer nach Monaten höherer Volatilität nun eine ähnliche Schwankungsbreite zeigen.
- Die 60-Tages-Volatilität von Rohstoffen ist zuletzt signifikant gefallen und notiert sogar unter der von REITs.

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: 17.07.2015 - 17.07.2020

**Implizite Volatilitäten**



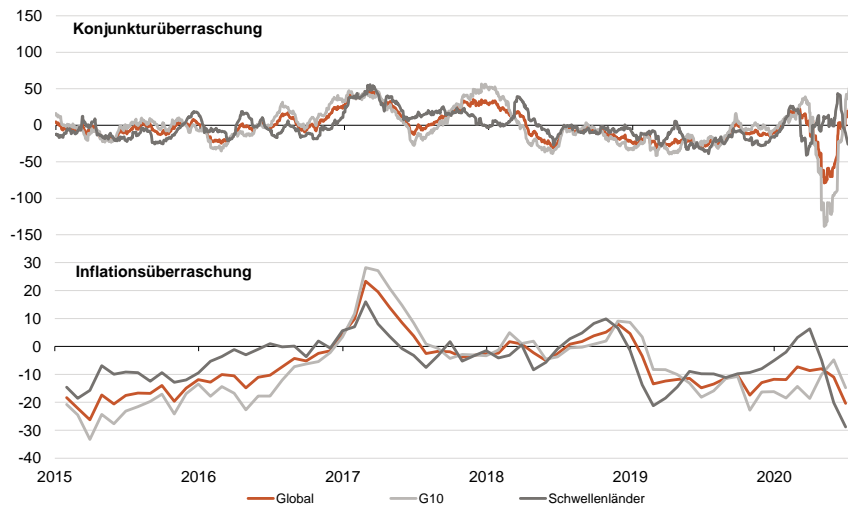
- Die impliziten Volatilitäten von Währungen und Staatsanleihen befinden sich mittlerweile wieder auf den Vorkrisenniveaus. Auch die implizite Volatilität im Öl ist mit 40 schon nahe ihrem Durchschnitt der letzten 5 Jahre.
- Einzig der VIX hatte bisher Schwierigkeiten die Marke von 30 nachhaltig zu durchbrechen.

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 - 17.07.2020



## Global

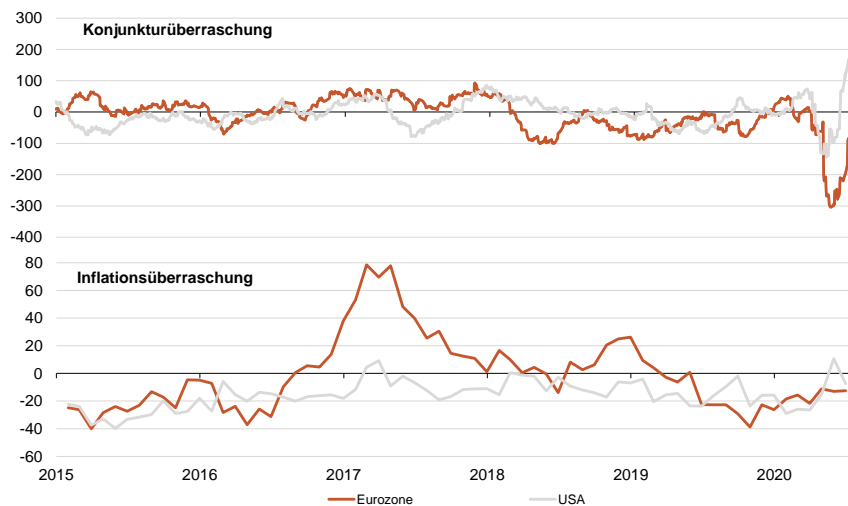


- Die Konjunkturdaten der Industrienationen (G10) als auch auf globaler Ebene überraschten im Gros zuletzt deutlich nach oben. Haupttreiber waren die USA und die Eurozone. In den Schwellenländern waren die Daten hingegen durchgewachsen. In China haben jüngst die Q2-Wachstumszahlen, die Industrieproduktionsdaten und die Exporte nach oben überrascht, während die Einzelhandelsumsätze enttäuscht haben.
- Die Inflation überraschte zuletzt nach unten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 17.07.2020

## Eurozone & USA

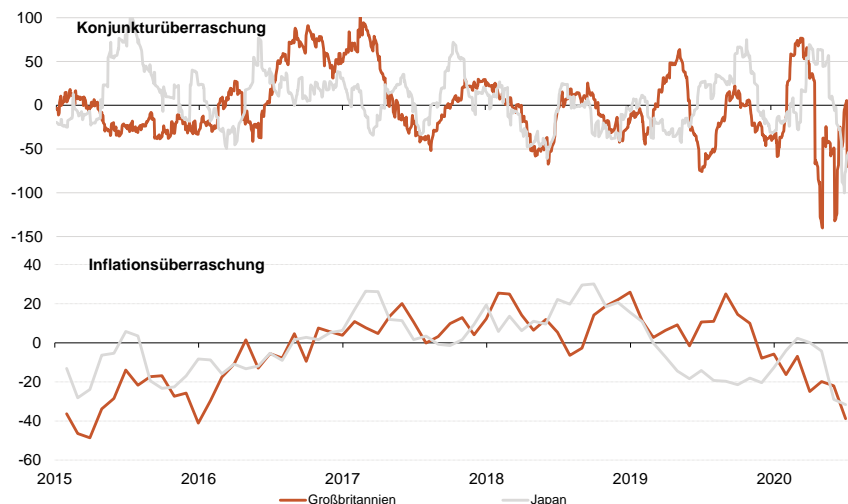


- Der Konjunkturüberraschungsindex für die USA konnte seinen Höhenflug weiter fortsetzen. Jüngst haben die Industrieproduktionsdaten, der Empire State Manufacturing Index, der ISM Non-Manufacturing Index und die Einzelhandelsumsätze positiv überrascht. Enttäuscht haben das Verbrauchervertrauen und die Arbeitsmarktdaten.
- In der Eurozone bessern sich die Daten ebenfalls. Die Mai-Industrieproduktion hat sowohl in Italien als auch in Frankreich positiv überrascht, während sie in Deutschland, wie auch der ZEW-Index, enttäuschte.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 17.07.2020

## Großbritannien & Japan



- Die Konjunkturüberraschungen in Japan und Großbritannien befinden sich hingegen noch deutlich im negativen Bereich. In Großbritannien hat die Industrieproduktion (MoM) im Mai nach unten überrascht, während die Arbeitslosenquote mit 3,9% geringer als erwartet ausgefallen ist.

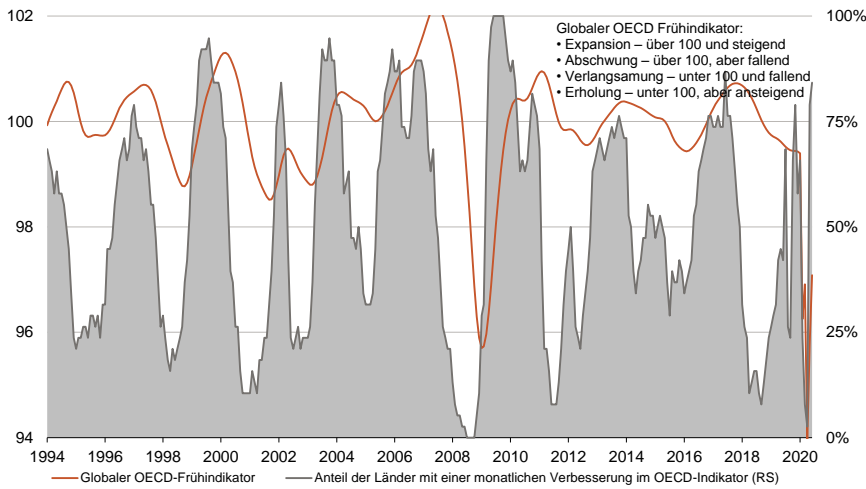
Die Citigroup Economic Surprise Indizes sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Index deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertroffen haben. 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 - 17.07.2020





## OECD Frühindikator

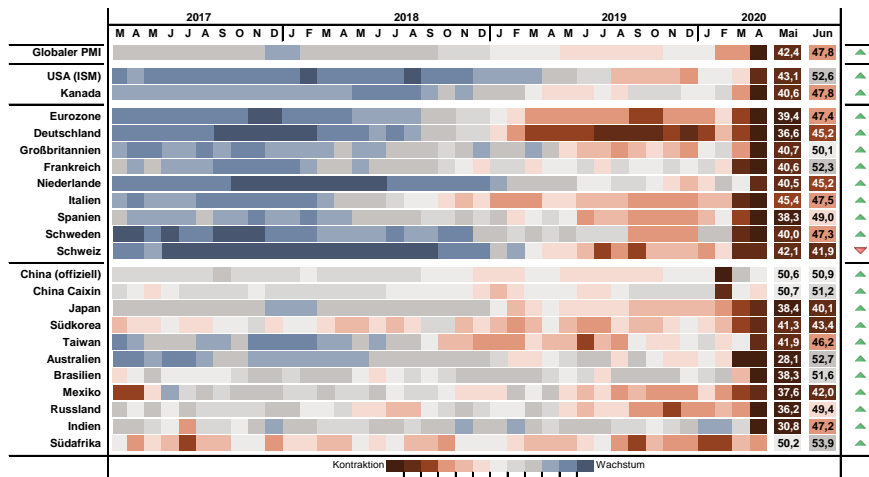


- Mit über 97 Punkten steigt der globale OECD-Frühindikator im Juni weiter in Richtung 100. Auch wenn die Expansionsschwelle noch weit entfernt scheint, befindet sich die globale Wirtschaft zumindest laut diesem Indikator in einer deutlichen Erholungsphase.
- Im Juni sahen über 80% der beobachteten Länder eine Verbesserung des Juni-Frühindikators gegenüber Mai.

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 - 30.06.2020

## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie

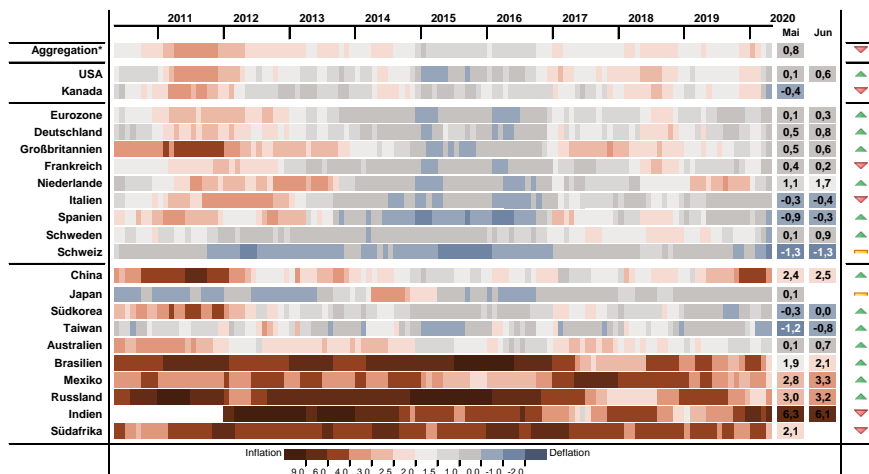


- Das globale verarbeitende Gewerbe scheint das Tief hinter sich zu haben. Der globale PMI erreichte mit 47,8 ein 5-Monats-Hoch und die meisten Länder verzeichneten eine Verbesserung des PMIs gegenüber dem Mai-Wert.
- Der ISM-Index (USA) ist dabei über die Expansionsschwelle von 50 gesprungen.

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: 31.03.2017 - 30.06.2020

## Gesamtinflation



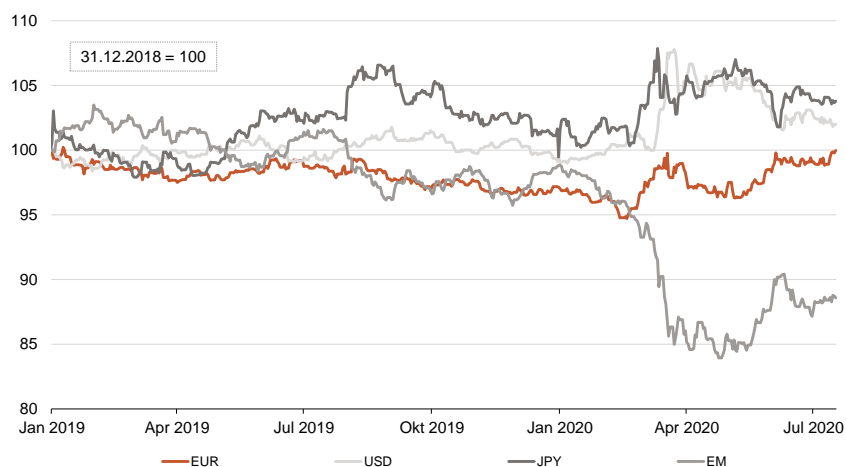
- Der US-Verbraucherpreisindex stieg im Juni um 0,6%. Die Inflation ist somit gegenüber dem Mai (0,1%) deutlich angestiegen. Der Anstieg der Energiepreise war dabei der größte Preistreiber.
- In Großbritannien ist die Inflation hingegen nur leicht auf 0,3% gestiegen.
- In China fiel die Inflation mit 2,5% wie erwartet aus.

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: 30.06.2010 - 30.06.2020



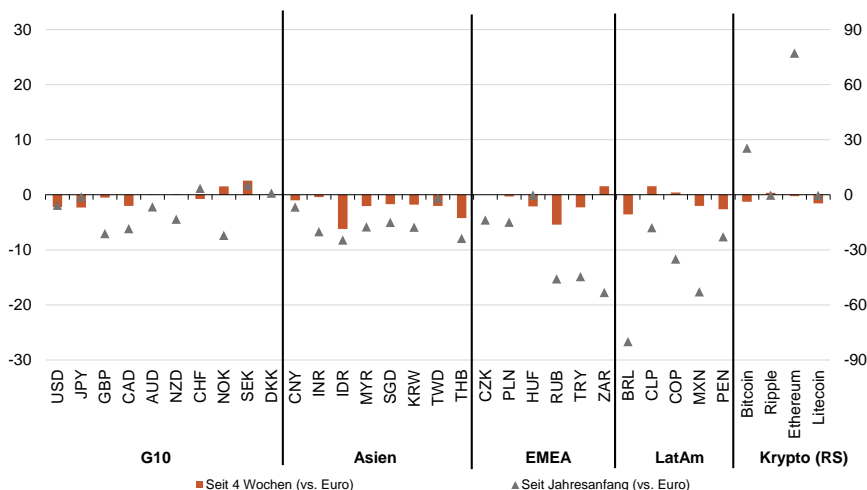
## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Am Währungsmarkt war zuletzt eine leichte Risk-On-Stimmung zu vernehmen. Schwellenländer-Währungen und der Euro konnten hinzugewinnen, während der US-Dollar verlor. Der japanische Yen musste als sicherer Hafen nur leicht nachgeben, denn er profitierte von guten Konjunkturdaten der hiesigen Wirtschaft.

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 - 17.07.2020

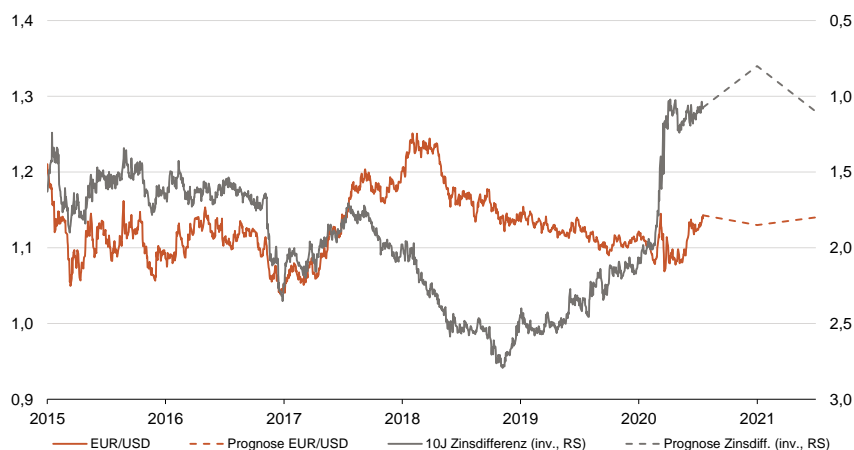
## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Der Euro konnte in den vergangenen vier Wochen gegenüber fast allen hier dargestellten Währungen hinzugewinnen. Vereinzelt hatten zyklische Währungen wie die norwegische Krone die Nase leicht vorn.
- Der südafrikanische Rand konnte dank eines höheren Goldpreises trotz steigender Infektionszahlen in den letzten Wochen hinzugewinnen.
- Um Krypto-Währungen ist es in den vergangenen Wochen erstaunlich ruhig geworden.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 17.07.2020

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



- Der Euro setzte in den letzten zwei Wochen zum Aufwärtstrend an und notiert aktuell bei 1,14 EUR/USD. Er befindet sich somit aktuell nahe seinem Zwischenhoch von Anfang März, als er durch die Rückabwicklung von Carry-Trades kurzzeitig kräftig hinzugewann.
- Die Zinsdifferenz zwischen deutschen Bundesanleihen und US-Treasuries engte sich indes Richtung 1% ein.

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 (19.06.20 - 17.07.20)	YTD (31.12.19 - 17.07.20)	17.07.19	17.07.18	17.07.17	17.07.16	17.07.15
Grundstoffe	-4,0	5,6	3,5	-0,3	10,8	27,8	-14,2
Versorger		5,2	16,5	14,1	4,7	2,5	-5,3
Informationstechnologie		4,9	16,7	4,9	17,1	27,6	-5,3
Industrie	-10,2	4,2	-0,4	3,9	3,8	24,4	-6,9
Finanzen	-23,1	3,8	-17,3	-1,6	-7,4	42,7	-31,4
Zyklische Konsumgüter	-14,0	3,4	-7,2	3,1	4,9	20,6	-19,6
Growth	-0,6	2,5	7,3	7,7	4,5	12,9	-10,1
Value	-19,2	1,7	-13,2	-0,1	-0,2	21,9	-18,5
Telekommunikation	-14,9	0,5	-11,2	0,9	-12,1	1,3	-19,8
Gesundheit	-0,2	5,8	21,0	10,3	-1,2	2,3	-12,8
Basiskonsumgüter	-1,3	-4,8	-2,5	13,2	-3,3	5,4	2,7
Energie	-36,1	-4,0	-36,6	-2,8	30,0	1,6	0,4

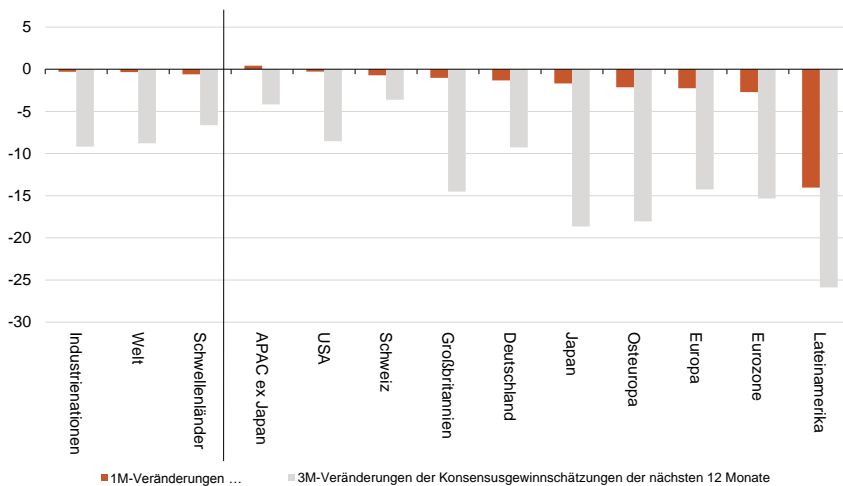
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: 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.

- Mit der stetigen Verbesserung der Konjunkturdaten konnten viele zyklische Sektoren wie Grundstoffe, Industrie und zyklische Konsumgüter über die letzten vier Wochen ordentlich zulegen.
- Der europäische Energiesektor hat hingegen weiter nachgegeben. Hohe Öl-Lagerbestände sowie die stärkere Fokussierung der Investmentbranche auf ESG-Themen belasten.

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: 17.07.2015 - 17.07.2020

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

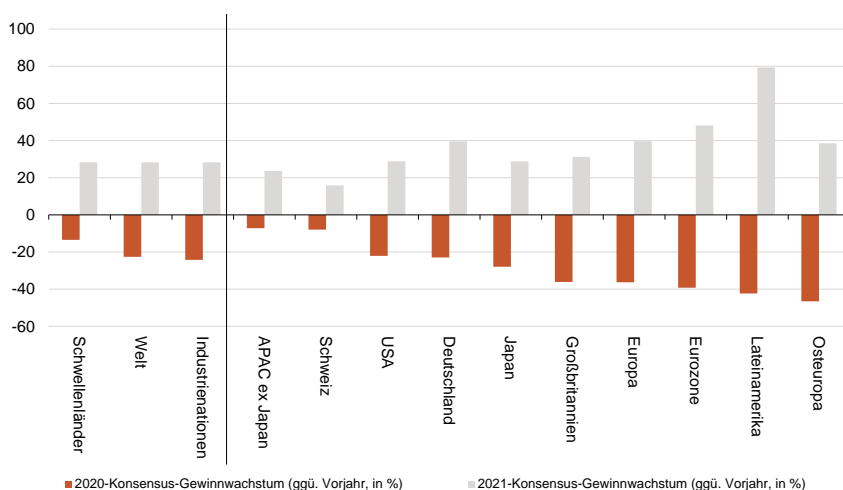


- Die Gewinnrevisionen haben sich zuletzt für viele Regionen weiter stabilisiert. Asien Pazifik ex Japan, die USA, Großbritannien sowie die Schweiz haben über den letzten Monat kaum noch Reduktionen in den Gewinnschätzungen gesehen.
- Für Lateinamerika gilt das nicht. Da hat das negative Momentum zuletzt sogar zugenommen.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate, in Prozent. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan

Quelle: FactSet, Stand: 17.07.2020

## Gewinnwachstum



- Die nun begonnene Q2-Berichtssaison wird zeigen, ob die Gewinnschätzungen ihren Boden gefunden haben. Die ersten Ergebnisse – gerade im Bankensektor – waren ermutigend. Viele Unternehmen haben die sehr niedrigen Erwartungen übertreffen können.
- Für nächstes Jahr rechnen die Analysten für alle Regionen mit einem Gewinnanstieg von mindestens 15%.

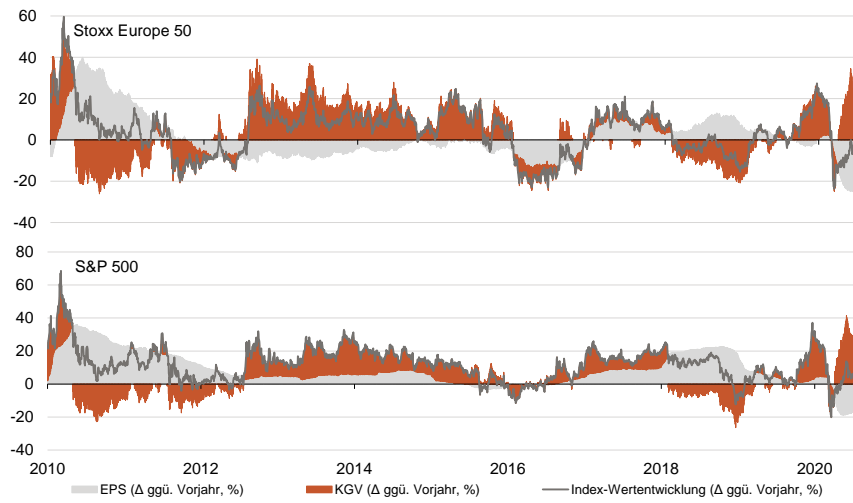
Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan

Quelle: FactSet, Stand: 17.07.2020





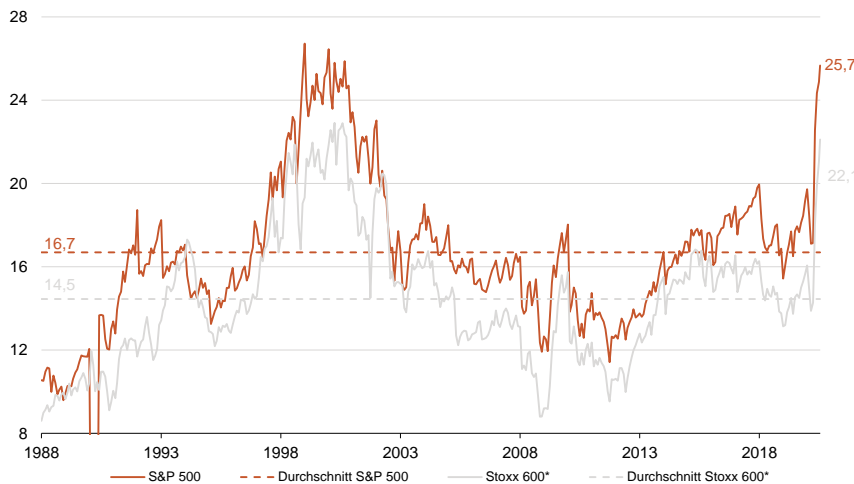
## Kontributionsanalyse



- Während US-Aktien im Vergleich zum Vorjahr bereits positiv rentieren, gilt das für die europäischen Aktien noch nicht. Die Bewertungen sind zwar etwas stärker in Europa gestiegen, allerdings sind die Gewinne in den USA deutlich weniger gefallen.

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 - 17.07.2020

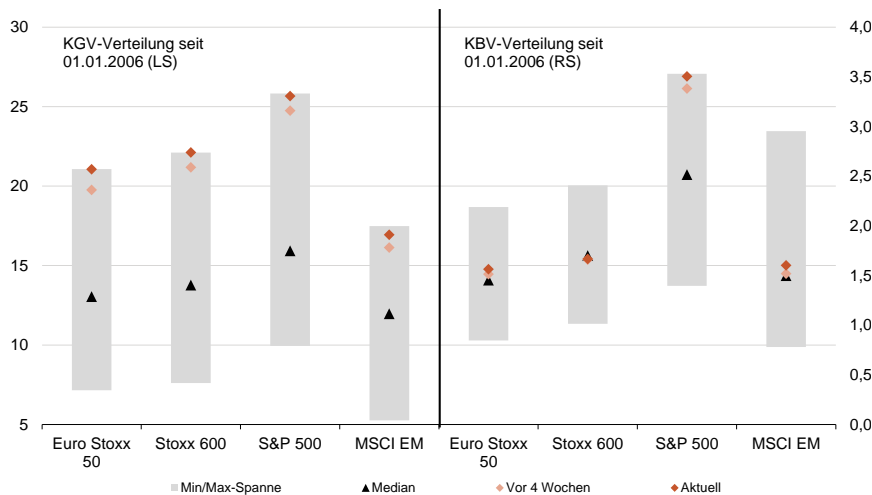
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Aktienbewertungen auf KGV-Basis für die nächsten 12 Monate sind zuletzt weiter gestiegen. Die Bewertungen dürften jedoch in den nächsten Quartalen fallen. Grund dafür ist, dass sich das KGV auf die nächsten 12 Monate bezieht. Mit dem Ende der gerade erst begonnenen Berichtssaison werden die höchstwahrscheinlich absolut schlechten „Q2 2020“-Ergebnisse durch die geschätzten und viel höheren „Q2 2021“-Ergebnisse ersetzt – was ceteris paribus zu einer stetigen Verbesserung der Bewertung führen dürfte.

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 - 17.07.2020

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

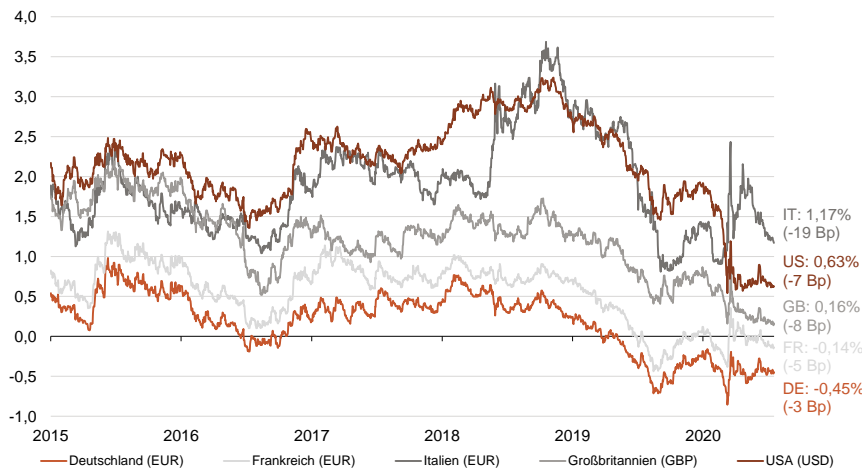


- Richtig günstig ist momentan keine Aktienregion im Vergleich zur eigenen Historie, vor allem auf KGV-Basis.
- Auf KBV-Basis sind nur US-Aktien teuer bewertet – Schwellenländer- und europäische Aktien hingegen fair.
- Jedoch hinkt der Vergleich etwas. Noch nie war das Zinsniveau weltweit so niedrig. Aktien sind somit relativ zu anderen Anlageklassen weiterhin attraktiv.

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 - 17.07.2020



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

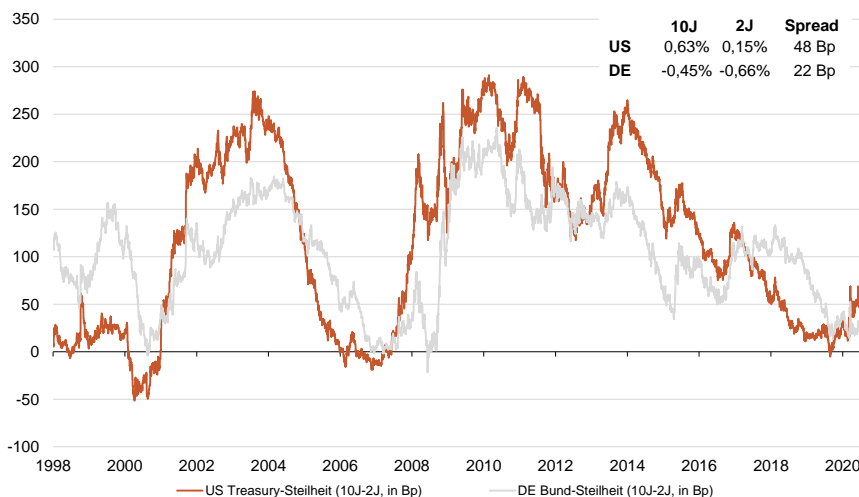


- Die Renditen auf sichere Staatsanleihen scheinen durch die Zentralbankkäufe und den bestehenden Unsicherheiten nach oben gedeckelt zu sein. In den letzten Wochen ist die Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen sowohl in den USA, Italien, Deutschland, Frankreich und Großbritannien gesunken. Dabei sah Italien mit -19 Basispunkten den größten Renditerückgang auf Vier-Wochen-Sicht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 17.07.2020

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

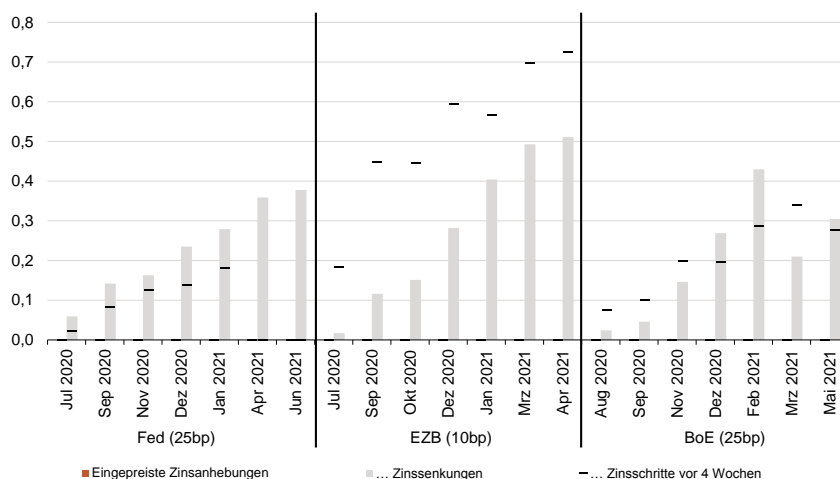


- Die Steilheit der deutschen und der US-Renditestrukturkurve hat sich in den letzten zwei Wochen kaum verändert. Die Anleger sind weiter besorgt über den Anstieg der Coronavirus-Fälle in einigen Ländern und US-Bundesstaaten sowie den Umfang der wirtschaftlichen Erholung.

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 - 17.07.2020

## Implizite Leitzinsveränderungen



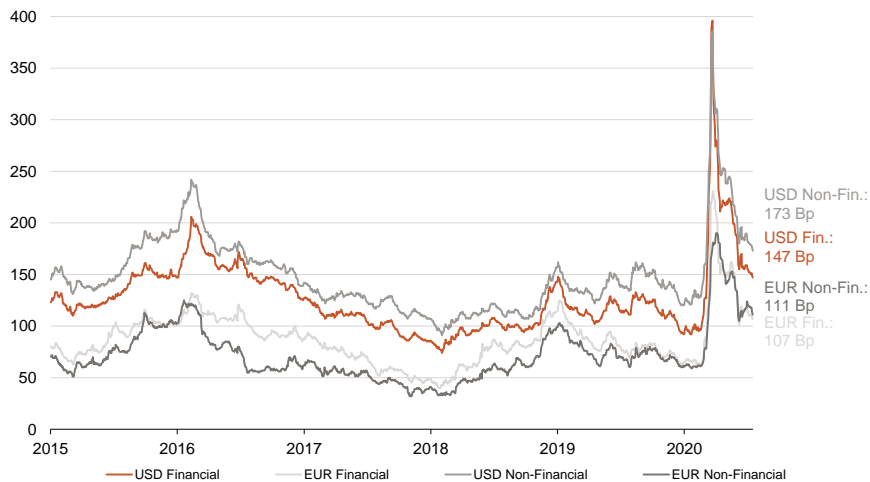
- Der EZB-Rat hat die Geldpolitik letzte Woche nicht weiter gelockert und wartet mit weiteren Maßnahmen noch ab. Der Markt erwartet nun nur noch mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 30% eine Zinssenkung bis Dezember 2020.
- Die Diskussion um die Zinskurvenkontrolle sowie Negativzinsen in den USA lässt die Marktwahrscheinlichkeit einer Zinssenkung durch die Fed bis Mitte 2021 weiter über 30% verharren.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.06.2020 - 17.07.2020



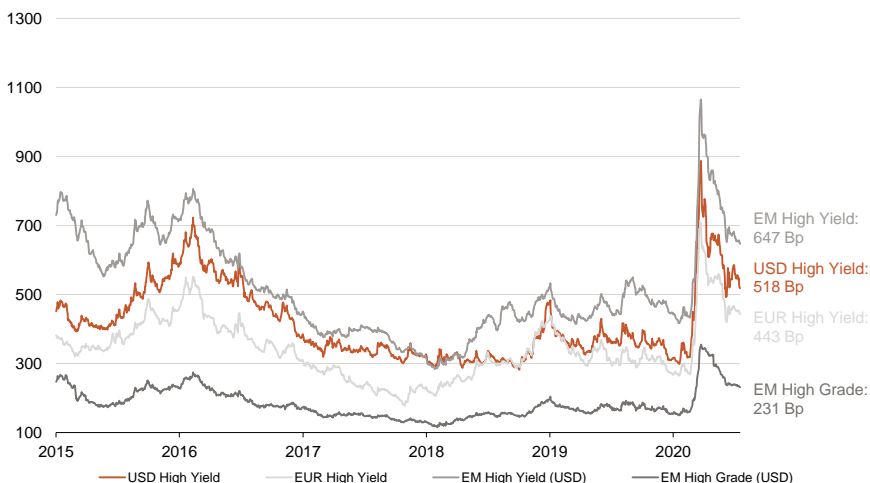
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Nach der jüngsten Verschnaufpause sind die Risikoaufschläge zuletzt wieder gesunken. Auf Zwei-Wochen-Sicht sind insbesondere die Risikoaufschläge auf EUR-Nicht-Finanzanleihen gefallen (-10 Bp), während EUR-Finanzanleihen den geringsten Rückgang sahen (-6 Bp). USD-IG-Unternehmensanleihen sahen mit 8 bis 9 Bp einen ähnlich hohen Rückgang.
- Sowohl bei EUR- als auch bei USD-Unternehmensanleihen sah der Autosektor jüngst die größte Spreadeinengung.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2015 - 17.07.2020

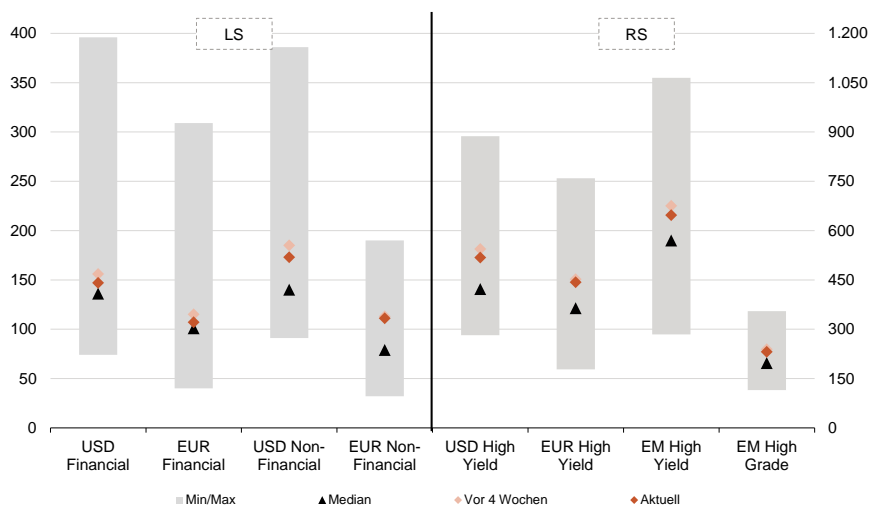
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Auch bei den Hochzinsanleihen sind die Risikoaufschläge wieder zurückgekommen. Dabei sahen USD-Hochzinsanleihen mit über 40 Basispunkten die größte Spreadeinengung in den letzten zwei Wochen. Der Einzelhandels- und der Versicherungssektor erfuhren den größten Rückgang der Risikoaufschläge.
- EUR-Hochzinsanleihen sahen hingegen lediglich eine Spreadeinengung von 14 Basispunkten.

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 - 17.07.2020

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

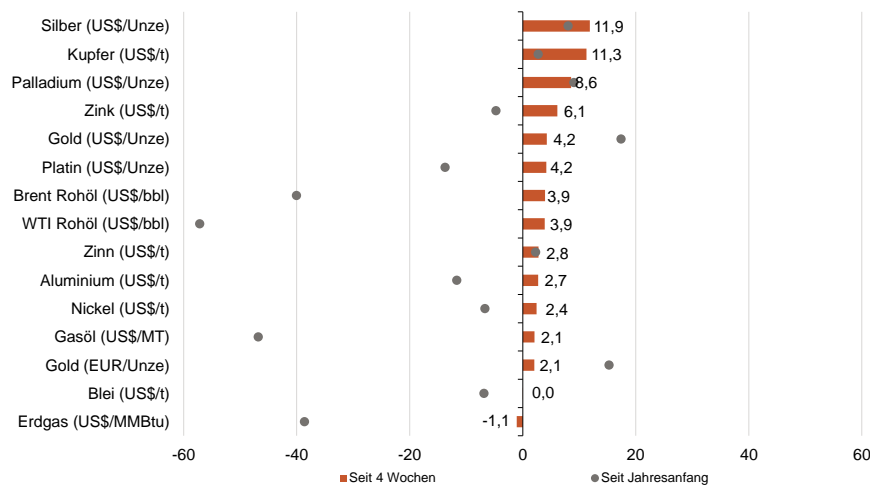


- Während sich die Risikoaufschläge in den letzten zwei Wochen weiter eingengt haben, haben sie sich auf Vier-Wochen-Sicht in vielen Segmenten nur wenig bewegt. EUR-Hochzinsanleihen verzeichnen aktuell beispielsweise ein ähnliches Niveau der Risikoaufschläge wie vor vier Wochen.

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: 17.06.2010 - 17.07.2020



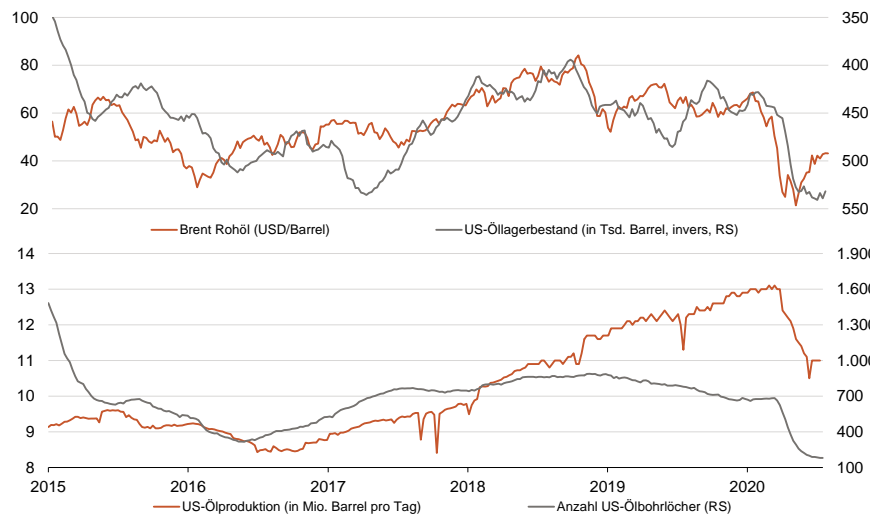
Performance Rohstoffe



- Über die letzten vier Wochen konnten die Rohstoffmärkte in der Breite hinzugewinnen. Silber führt das Bild an und legte um über 10% zu. Zwar dürfte die Nachfrage aus der Industrie noch schwächeln, allerdings wird der kleine Bruder von Gold immer beliebter unter Investoren, sodass stark steigende ETF-Bestände den Preis weiter in die Höhe treiben.
- Aber auch Kupfer legte dank reduzierter Minenproduktion in Chile kräftig zu.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 17.07.2020

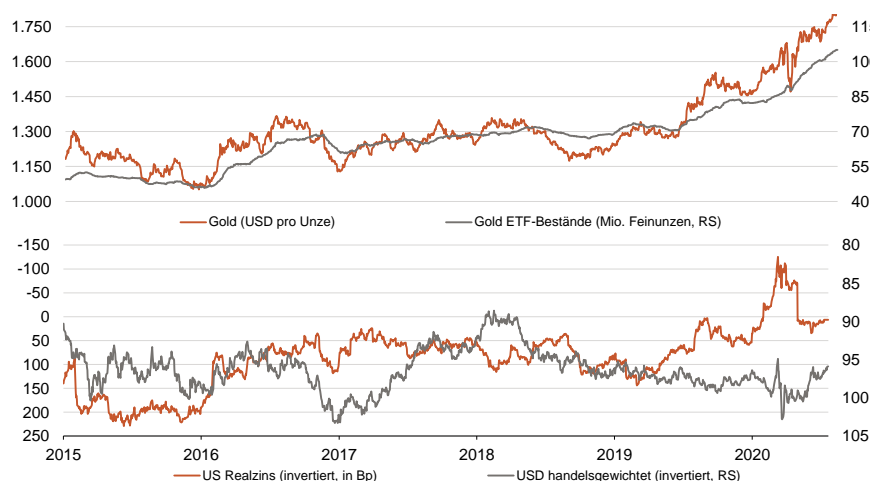
Rohöl



- Brent hielt sich in den letzten zwei Wochen konsequent über der Marke von 40 US-Dollar je Barrel. Grund für die stabilen Preise, trotz sich zum Teil wieder verschärfender Corona-Maßnahmen, ist das aktuell geschlossene Vorgehen der OPEC+. Einige US-Produzenten haben allerdings mittlerweile schon wieder die Hähne etwas aufgedreht, ob Staaten wie Russland sich das gefallen lassen oder mitziehen, bleibt abzuwarten.

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 - 17.07.2020

Gold



- Gold konnte in den vergangenen Wochen dank kontinuierlicher ETF-Zuflüsse und gefallener Realzinsen weiter zulegen und notiert mittlerweile über 1.800 US-Dollar je Unze.
- Zuletzt wurde diese Marke in 2011 durchbrochen, dem Jahr des Allzeithochs mit 1.900 US-Dollar je Unze. Bis dahin ist es nicht mehr weit.

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 - 17.07.2020



# 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: 20. Juli 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)