

### Aktueller Marktkommentar

Der Handelskonflikt zwischen den USA und China hat sich entgegen der Markterwartung verschärft. Eine kurzfristige Einigung ist nicht in Sicht. Zudem haben die Brexit-Sorgen rund um die Nachfolgespekulation von Theresa May deutlich zugenommen und das britische Pfund belastet. Risikoanlagen gaben nach, während US-Staatsanleihen sich als sicherer Hafen erwiesen. Mit der anhaltenden Unsicherheit dürfte sich die nötige Konjunkturerholung weiter verzögern, wie der jüngst enttäuschende Ifo-Index auch andeutet. Unter diesem Stimmungsumschwung seit Anfang Mai leiden insbesondere asiatische Schwellenländer-Aktien, die mit anhaltend negativen Gewinnrevisionen sowie starken Mittelabflüssen zu kämpfen haben. Da die Wahrscheinlichkeit für kurzfristig positive Impulse (bessere Konjunkturdaten, Brexit-Einigung, Handelsdeal) gefallen ist, scheint eine etwas defensivere Positionierung sinnvoll. Zumal die starke YTD-Performance vieler Anleger Gewinnmitnahmen vor der typisch schwächeren Sommersaisonalität wahrscheinlicher macht.

### Kurzfristiger Ausblick

Auch nach der jüngsten Eskalation bleibt der Handelskrieg zwischen den USA und China das dominierende Thema an den Kapitalmärkten. Die Sorgen hinsichtlich negativer Auswirkungen auf die Konjunktur, unterbrochenen Lieferketten und sinkenden Unternehmensgewinnen haben die Aktienmärkte belastet. Zudem deutet derzeit nichts auf eine kurzfristige Lösung des Konflikts hin. Allein ein Treffen von US-Präsident Trump und dem chinesischen Staatspräsident Xi Ende Juni am Rande des G20-Gipfels bietet Hoffnung auf eine Annäherung.

Am Freitag richtet sich der Fokus in den USA auf die Arbeitsmarktdaten sowie die Lohn- und Inflationsentwicklung. Nächste Woche werden dann die Einkaufsmanagerindizes Aufschluss für die Konjunkturerholung geben. In Europa dürften die Nachwehen der Europa-Wahlen auch die nationalen politischen Diskussionen bestimmen. Zudem wird am Dienstag das Verbrauchervertrauen in Deutschland und Frankreich veröffentlicht.

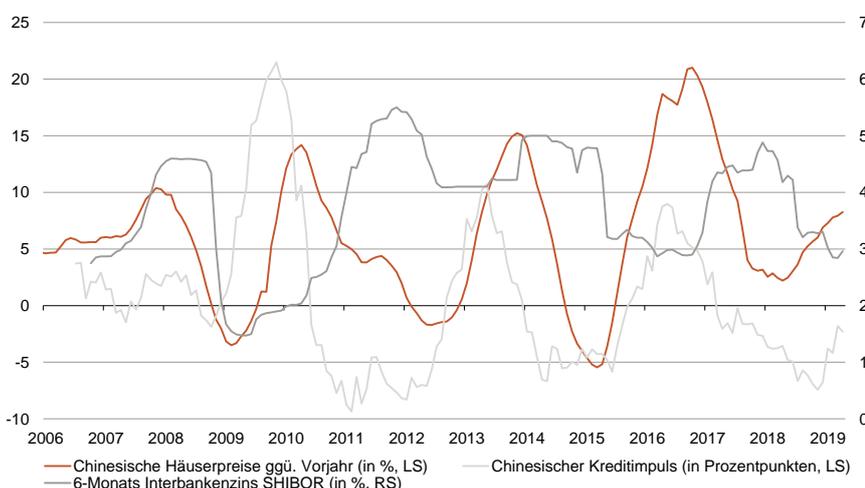
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Der Handelskrieg zwischen den USA und China bleibt das dominierende Thema.*

*Diverse Daten geben Aufschluss über die Konjunkturerholung.*

### Nur langsame Erholung der chinesischen Konjunktur wahrscheinlich



- Die chinesischen Wirtschaftsdaten haben sich nach der beginnenden Erholung seit Jahresbeginn über den letzten Monat wieder eingetrübt. Die Hauspreisentwicklung beschleunigt sich nur noch langsam und ist damit nicht mehr mit der Erholung in 2015/16 vergleichbar. Zudem läuft der Kreditimpuls nur noch stockend hoch.
- Unter der Berücksichtigung der wachsenden Belastungen durch den Handelskrieg mit den USA dürfte die Erholung der chinesischen Konjunktur langsamer vonstatten gehen als 2015/16.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2006 - 30.04.2019



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.04.19 - 24.05.19)	YTD (31.12.18 - 24.05.19)	24.05.18	24.05.17	24.05.16	24.05.15	23.05.14
			24.05.19	24.05.18	24.05.17	24.05.16	24.05.15
Globale Staatsanleihen	1,3	2,1	2,1	2,7	-1,4	7,0	-7,4
REITs	1,1	19,1	19,6	-7,3	-0,4	3,3	30,3
Globale Unternehmensanleihen	0,4	4,5	4,2	1,6	3,1	2,8	-3,0
Aktien Frontier Markets	0,3	10,2	0,4	3,5	13,7	-11,2	13,2
Eonia	0,0		-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,0
USD/EUR-Wechselkurs	-0,1		4,6	-4,3	-0,7	-1,1	23,7
Gold	-0,5		3,0	-0,8	1,9	0,6	15,5
Globale Wandelanleihen	-0,6	2,5	-0,5	11,2	15,0	-6,4	3,3
Aktien Industrienationen	-2,5	7,6	5,7	7,8	17,3	-7,4	33,6
Industriemetalle	-3,7	14,8	-11,2	17,7	23,7	-24,5	8,7
Brent	-4,9	6,6	-6,8	43,2	-2,8	-38,3	-33,5
Aktien Emerging Markets	-5,2	30,0	-6,7	10,0	30,2	-23,0	25,8
	-8,6	5,1					

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.

- Die verschärften Handelsdiskussionen sowie die erhöhte Brexit-Unsicherheit haben Risikoanlagen über die letzten vier Wochen belastet. Insbesondere Öl und Schwellenländeraktien gaben deutlich nach.
- Die Anleiherenditen fielen hingegen weiter. REITs, Staats- und Unternehmensanleihen profitierten davon und entwickelten sich relativ am besten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 23.05.2014 - 24.05.2019

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.04.19 - 24.05.19)	YTD (31.12.18 - 24.05.19)	24.05.18	24.05.17	24.05.16	24.05.15	23.05.14
			24.05.19	24.05.18	24.05.17	24.05.16	24.05.15
Stoxx Europa Defensiv	-0,7	9,2	4,9	-0,2	9,2	-11,2	21,4
MSCI EM Osteuropa	-1,1	14,0	14,8	6,6	26,6	-18,4	3,5
Stoxx Europa 50	-1,8	14,9	3,0	-0,6	16,6	-15,5	19,9
DAX	-2,5	13,8	-6,6	1,7	25,7	-14,9	21,0
Euro Stoxx 50	-3,1	13,8	-2,1	0,7	22,4	-15,9	17,8
Topix	-3,2	7,5	-7,0	12,4	18,8	-10,1	47,4
MSCI Großbritannien	-3,7	12,1	-2,1	4,6	11,3	-15,0	21,2
S&P 500	-4,0	16,2	10,7	10,2	18,0	-1,2	41,0
Stoxx Europa Small 200	-4,2	12,9	-5,0	7,3	17,9	-8,3	23,2
Russell 2000	-5,1	15,3	-1,3	13,7	23,2	-8,9	39,1
Stoxx Europa Zyklisch	-5,8	13,0	-7,5	5,3	24,4	-17,8	19,9
MSCI EM Asien	-9,2	5,0	-9,2	13,6	32,6	-23,6	38,7

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europa 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.

- Alle hier betrachteten Aktienregionen haben über die letzten vier Wochen an Wert verloren. Asiatische Schwellenländer und zyklische Aktien aus Europa waren die Hauptleidtragenden.
- Der DAX hielt sich relativ wacker und konnte sogar den S&P 500 outperformen.
- Defensive Aktien schnitten – in diesem Marktumfeld wenig überraschend – am besten ab.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 23.05.2014 - 24.05.2019

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.04.19 - 24.05.19)	YTD (31.12.18 - 24.05.19)	24.05.18	24.05.17	24.05.16	24.05.15	23.05.14
			24.05.19	24.05.18	24.05.17	24.05.16	24.05.15
US-Staatsanleihen	0,8	5,1	10,9	-5,9	-0,4	2,3	26,9
EM-Staatsanleihen (hart)	0,7	5,4	6,4	0,9	8,3	3,3	0,2
Deutsche Staatsanleihen	0,6	2,4	4,4	0,5	-1,1	3,7	6,6
Italienische Staatsanleihen	0,3	2,2	2,0	0,4	-1,4	4,4	10,5
USD Unternehmensanleihen	0,1	8,4	12,3	-4,9	3,7	2,4	26,7
EUR Inflationsind. Anleihen	0,1	1,5	-0,3	3,2	0,5	0,9	3,7
Britische Staatsanleihen	-0,1	6,2	5,1	-2,4	-4,9	-0,8	25,1
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,3	3,8	3,1	1,0	2,3	1,8	4,6
EUR Finanzanleihen	-0,3	3,4	2,8	1,0	3,1	1,9	4,1
EM-Staatsanleihen (lokal)	-0,8	0,8	0,3	2,5	8,7	-4,5	-8,2
EUR Hochzinsanleihen	-0,8	5,1	2,1	1,7	7,6	-0,4	3,9
USD Hochzinsanleihen	-1,1	10,4	11,6	-2,9	12,1	-2,7	25,4

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.

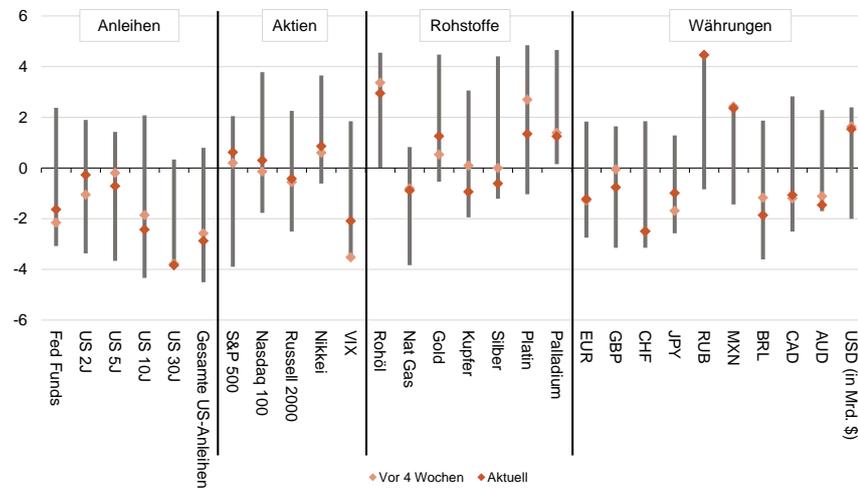
- US-Staatsanleihen machten ihrem Status als sicherer Hafen zuletzt alle Ehre. Sie legten in den letzten vier Wochen in Euro gerechnet um knapp 1% zu. Seit Jahresanfang konnten sie gut 5% hinzugewinnen.
- Hochzinsanleihen sowie lokale EM-Staatsanleihen kamen hingegen aufgrund der gestiegenen Risikoaversion unter Druck und schnitten am schlechtesten in den letzten vier Wochen ab.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 23.05.2014 - 24.05.2019



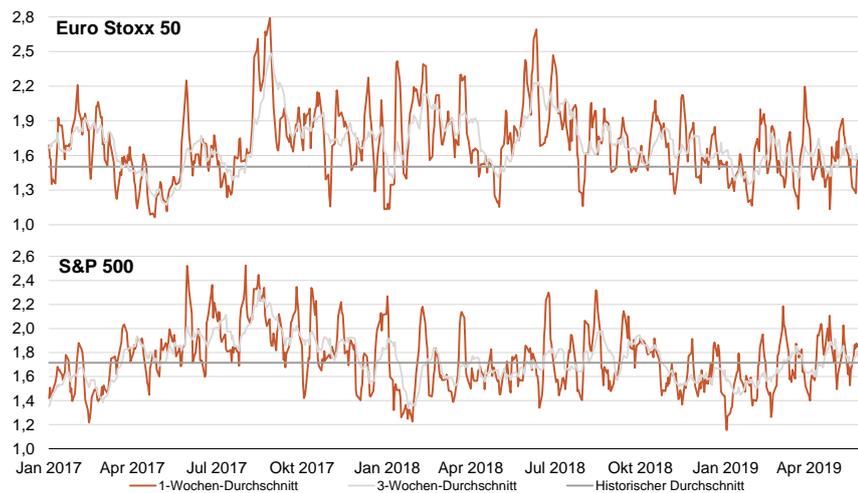
Spekulative Positionierung



- Die erhöhte Volatilität seit Anfang Mai hat dafür gesorgt, dass die Netto-Short-Positionierung bei VIX-Futures im Vergleich zu vor vier Wochen deutlich abgebaut worden ist.
- Spekulative Investoren haben im Gegenzug ihre Netto-Long-Positionierung bei Gold weiter aufgebaut.

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: 21.05.2009 - 21.05.2019

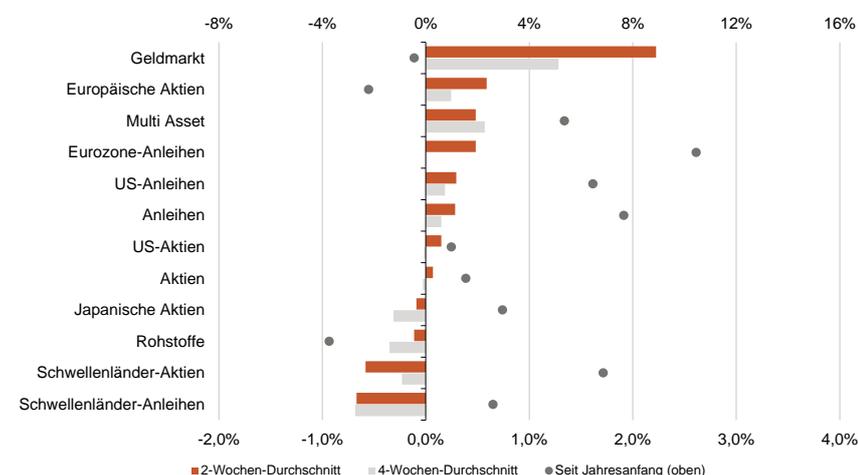
Put-Call-Ratio



- Beim S&P 500 wurden die Absicherungsquoten zuletzt hochgefahren. Nach der starken YTD-Performance ist es auch nicht verwunderlich, dass einige Marktteilnehmer ihre Gewinne absichern wollen. Zumal die 200-Tage-Linie beim S&P 500 nicht mehr weit von den aktuellen Levels entfernt ist.

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 - 24.05.2019

ETF-Flüsse

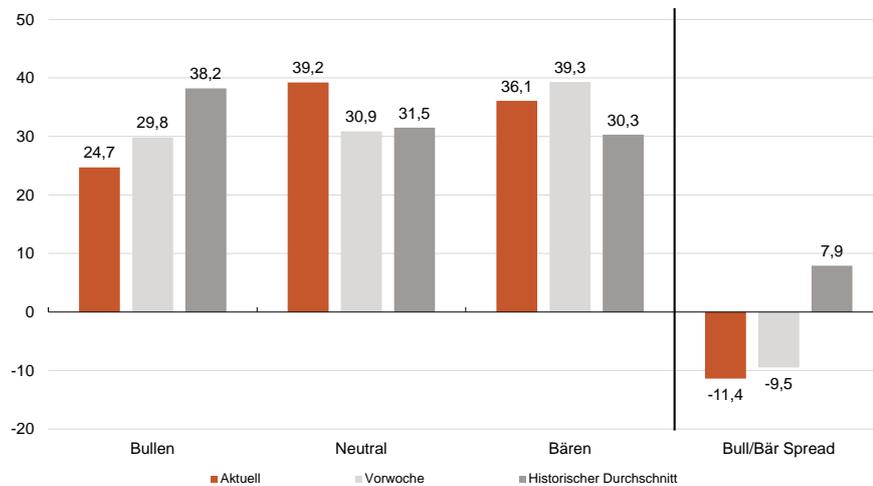


- In dem aktuellen Marktumfeld werden Geldmarkt-ETFs wieder stark nachgefragt. Europäische Aktien-ETFs konnten ebenfalls Mittelzuflüsse in den letzten beiden Wochen verbuchen.
- Investoren trennten sich aktuell hingegen von Schwellenländer-Aktien und –Anleihen sowie Rohstoffen. Die Zoll-diskussion sowie damit einhergehende Wachstumssorgen belasten.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2017 - 24.05.2019



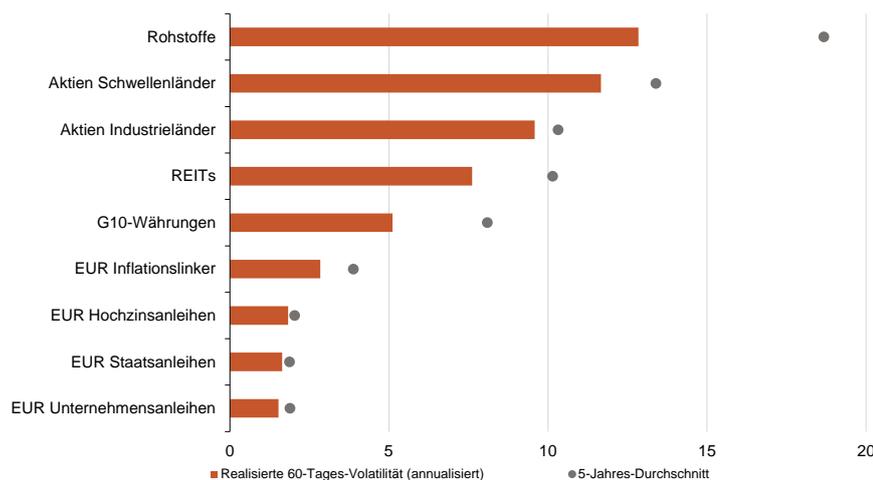
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Von den US-Privatanlegern sind nur noch knapp 25% optimistisch gestimmt (Bullen). Dies ist ein deutlicher Rückgang gegenüber dem Bullen-Anteil von 43% von vor zwei Wochen. Die Eskalation des Handelskriegs stimmt die Anleger vorsichtiger.
- Der Bull/Bär Spread ist auf -11,4% gefallen. Die Pessimisten überwiegen.

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 - 23.05.2019

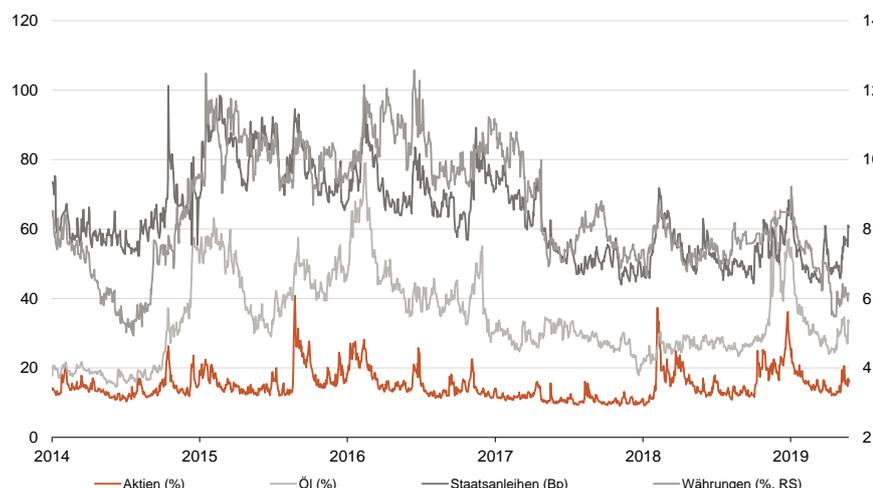
**Realisierte Volatilitäten**



- Die Kursverluste der letzten Wochen haben dafür gesorgt, dass die realisierte Volatilität bei Schwellenländeraktien deutlich angestiegen ist. Rohstoffe bleiben jedoch die volatilste Anlageklasse.
- Auch bei den Aktien der Industrieländer ist die realisierte 60-Tages-Volatilität spürbar angezogen.
- Noch liegen die realisierten Volatilitäten allerdings bei allen dargestellten Anlageklassen unter ihrem jeweiligen 5-Jahres-Durchschnitt.

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: 24.05.2014 - 24.05.2019

**Implizite Volatilitäten**

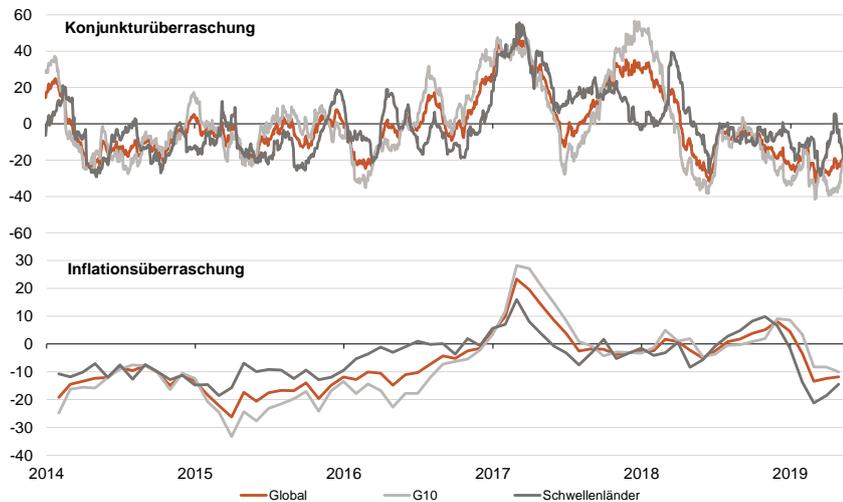


- Auf den Anstieg der impliziten Volatilitäten Anfang Mai folgte zunächst eine Beruhigung, bevor zuletzt bei allen Anlageklassen ein erneuter Anstieg beobachtet werden konnte.
- Noch sind die Niveaus in allen Anlageklassen jedoch weit von den Höhepunkten von Februar oder Dezember 2018 entfernt.

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 - 24.05.2019



## Global

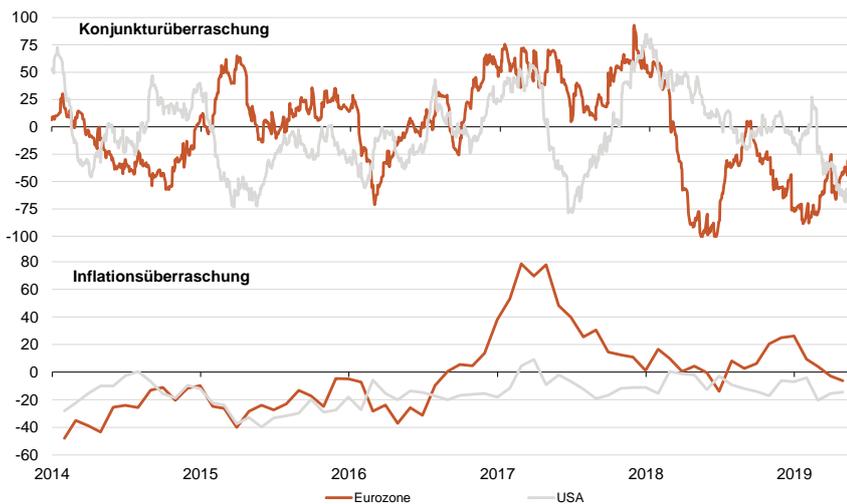


- Das Bild der Schwellenländer hat sich weiter eingetrübt, denn das Momentum von negativen Konjunkturüberraschungen hat sich fortgesetzt. Zuletzt hatten Schwellenländer in 2013 so stark enttäuscht. In China z.B. lag die Industrieproduktion im April mit 5,4% im Jahresvergleich deutlich unter dem Konsens von 6,5%.
- Die globalen Konjunkturüberraschungen konnten sich dank besserer Werte in den Industrienationen (G10) nahe dem Niveau von vor zwei Wochen halten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 24.05.2019

## Eurozone & USA

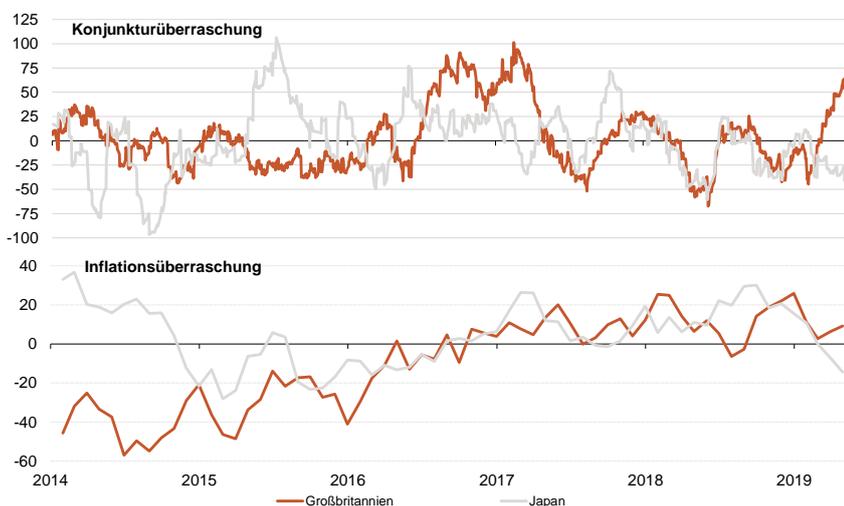


- Sowohl für Europa als auch für die USA sind die Konjunkturdaten zuletzt weniger negativ ausgefallen als noch vor zwei Wochen. Nichtsdestotrotz ist der Index weiterhin negativ. In den USA hat der April-Einkaufsmanagerindex (Markit) für die Industrie deutlich negativ überrascht und die Industrieproduktion (MoM) ist das dritte Mal seit Jahresanfang gefallen. In der Eurozone ist der aggregierte Einkaufsmanagerindex der Industrie im Mai mit 47,7 schlechter als erwartet ausgefallen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 24.05.2019

## Großbritannien & Japan



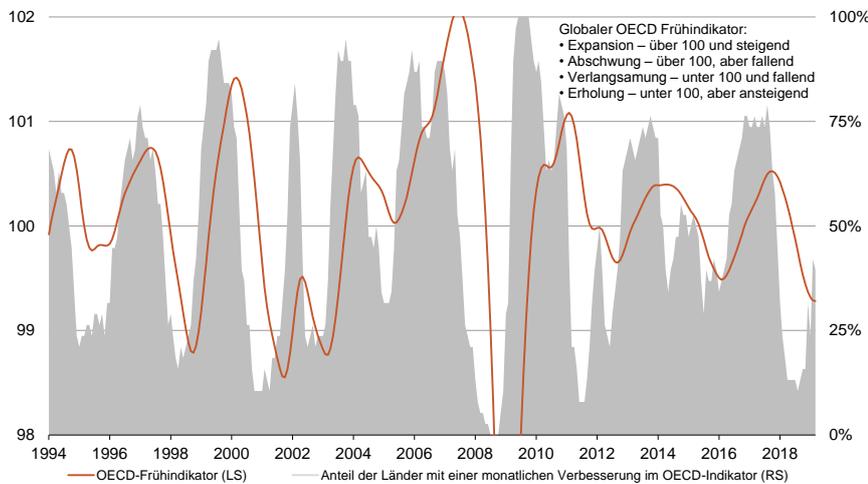
- Die Konjunkturüberraschungen in Großbritannien waren weniger stark positiv. Die Einzelhandelsumsätze im April waren jedoch besser als erwartet.
- In Japan hat das Wirtschaftswachstum für Q1 mit annualisiert 2,1% positiv überrascht, während die Exporte enttäuscht haben.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 24.05.2019



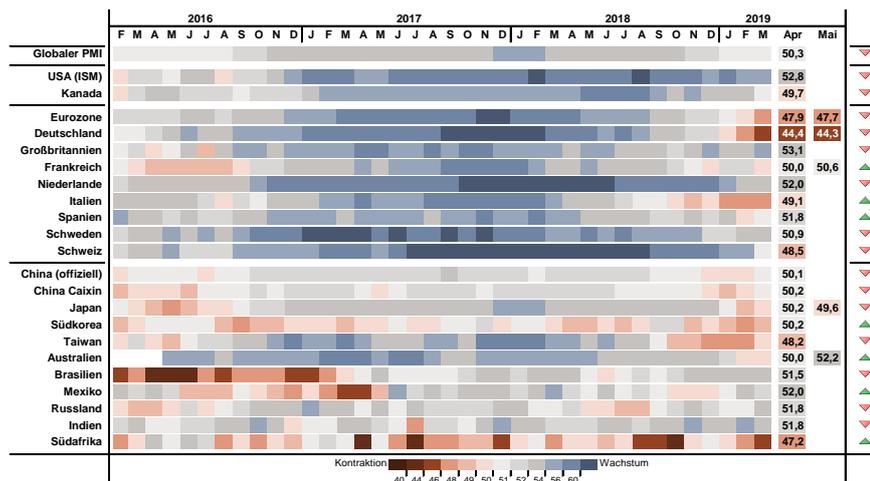
## OECD Frühindikator



- Im März verzeichneten mehr als 35% der Länder einen besseren OECD-Frühindikator als noch im Februar.
- Sollten sich die geopolitischen Spannungen beruhigen, dürfte sich der globale Frühindikator erholen und die Wirtschaft wieder an Schwung gewinnen.

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: Bloomberg, Zeitraum: 31.01.2000 - 31.03.2019

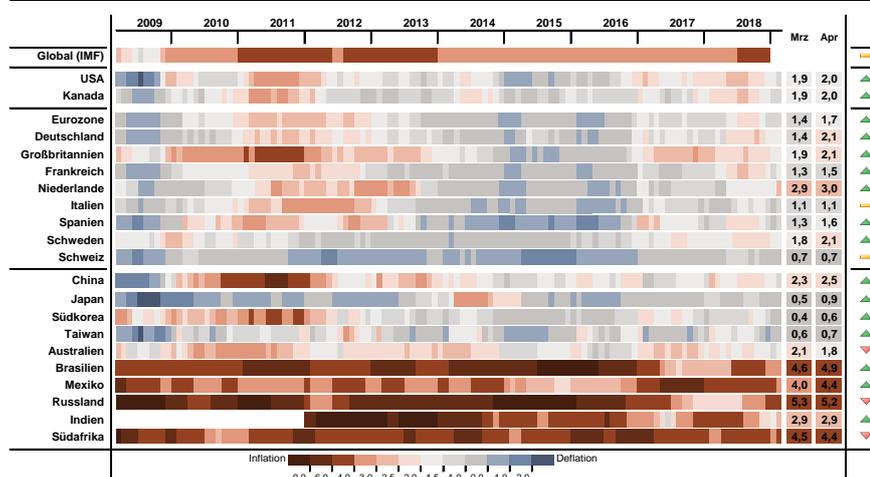
## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Der Industrie-PMI in Deutschland hat sich jüngst leicht verschlechtert und ist auf 44,3 Punkte gefallen.
- Frankreich konnte im Gegensatz dazu einen besseren PMI im Vergleich zum Vormonat verzeichnen. Der PMI ist das zweite Mal in Folge gestiegen.

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: 28.02.2016 - 24.05.2018

## Gesamtinflation



- In Großbritannien ist die Inflation im April mit 2,1% über die wichtige Marke von 2% gestiegen. Haupttreiber der Inflation waren gestiegene Energiepreise. Der April war in Europa ein Monat der steigenden Preise.
- Auch in Asien sind die Preise im April gestiegen. China, Japan, Südkorea und Taiwan sahen eine höhere Inflation als im März.

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.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 30.04.2009 - 30.04.2019



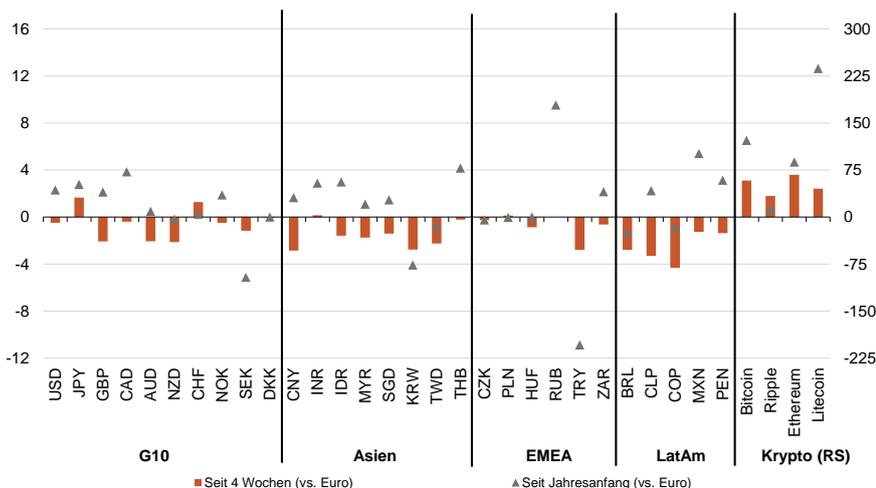
## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Der japanische Yen bleibt in Risk-Off-Phasen gesucht. Im Mai konnte er auf handelsgewichteter Basis aufwerten.
- Der US-Dollar konnte ebenfalls leicht an Wert gewinnen, während der Euro sich vergleichsweise stabil präsentierte.
- Aufgrund der Unsicherheit durch den Handelskrieg und erneute Wachstumsorgen haben die Schwellenländerwährungen weiter abgewertet.

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 - 24.05.2019

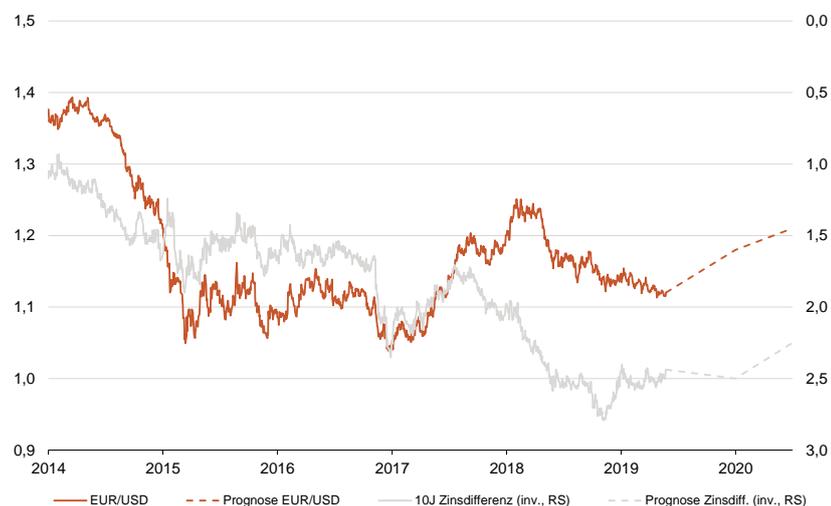
## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Auf 4-Wochen-Sicht haben insbesondere der japanische Yen und der Schweizer Franken gegenüber dem Euro aufgewertet. In beide Währungen flüchten sich Anleger in unsicheren Zeiten.
- Gegenüber den meisten asiatischen und Schwellenländerwährungen konnte der Euro an Wert gewinnen. Die indische Rupie stellt aufgrund der Wiederwahl von Präsident Modi eine Ausnahme dar.
- Kryptowährungen waren zuletzt stark gesucht. Der Bitcoin konnte seit Jahresanfang bereits mehr als 100% zulegen.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 24.05.2019

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs hat seinen Abwärtstrend fortgesetzt und notiert derzeit bei 1,12 Dollar je Euro.
- Der US-Dollar profitiert von der Eskalation des Handelskriegs mit China. Auf dem Euro lasten hingegen gemischte Konjunkturdaten und politische Unsicherheiten in diversen Ländern der Eurozone. Unsere Ökonomen erwarten zum Jahresende mit einer Konjunkturerholung im Euroraum einen Wechselkurs von 1,18 EUR/USD.

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: 01.01.2014 - 30.06.2020



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.04.19 - 24.05.19)	YTD (31.12.18 - 24.05.19)	24.05.18	24.05.17	24.05.16	24.05.15	23.05.14
Gesundheit	1,7	12,2	11,1	-8,0	10,6	-14,6	33,8
Versorger	0,9	12,1	10,9	0,7	8,6	-10,8	13,3
Basiskonsumgüter	0,7	19,3	12,4	-7,1	11,0	1,5	24,7
Growth	-1,5	17,6	3,8	2,7	14,5	-9,6	26,5
Energie	-2,3	10,1	-2,5	21,0	21,8	-16,0	-3,2
Informationstechnologie	-3,7	21,3	3,8	12,1	29,7	-8,6	33,6
Value	-4,8	8,9	-5,2	1,8	20,9	-18,4	16,7
Industrie	-4,9	16,3	-1,9	4,6	22,7	-7,6	18,0
Telekommunikation	-5,2	-0,6	-3,0	-12,4	-0,5	-12,3	30,3
Finanzen	-5,6	10,4	-9,7	0,4	24,4	-22,3	22,2
Zyklische Konsumgüter	-6,0	14,5	-8,4	7,6	17,2	-17,0	30,6
Grundstoffe	-6,6	12,6	-7,2	17,2	31,8	-21,9	12,8

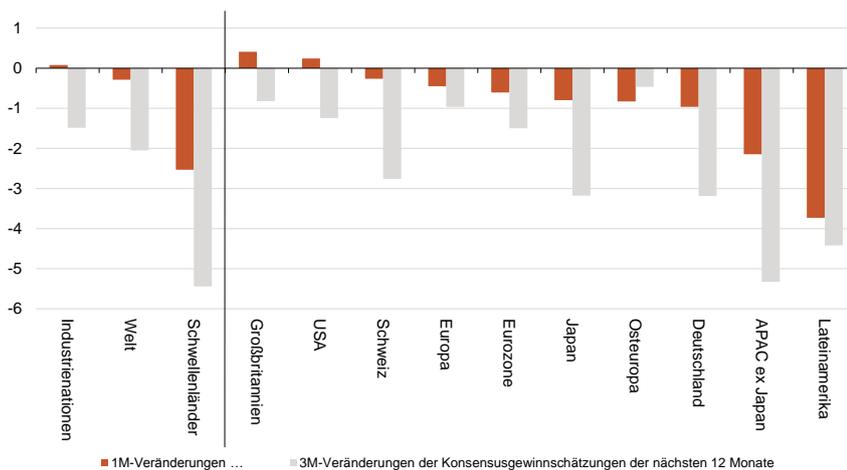
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Defensive Sektoren wie Gesundheit, Versorger und Basiskonsumgüter entwickelten sich am besten und konnten sogar in den letzten vier Wochen zulegen.
- Die gefallen Anleiherenditen lasteten jedoch mal wieder auf dem europäischen Finanzsektor. Dieser gab in den letzten vier Wochen um mehr als 5% nach. Grundstoffe und zyklische Konsumgüter verloren ebenfalls kräftig.

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 Unternehmen ein starkes Wachstum erwartet wird. Valuetitel haben in der Regel weniger Wachstumsphantasie und sind niedriger bewertet.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 23.05.2014 - 24.05.2019

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

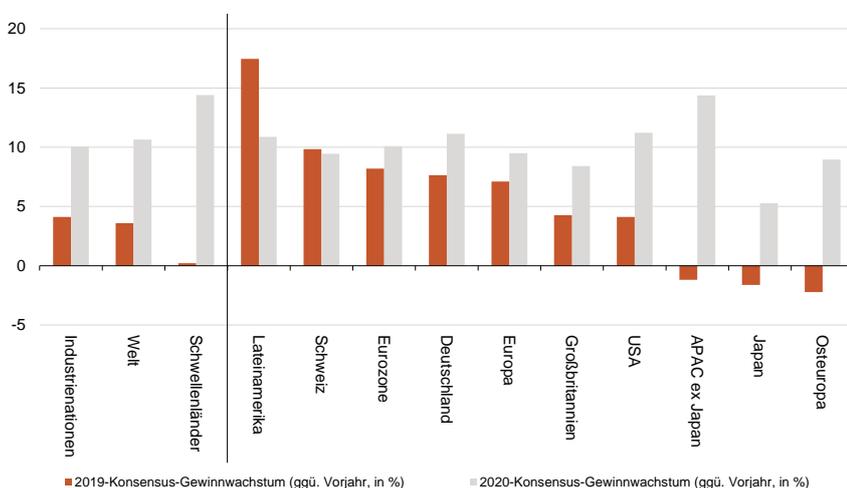


- Die Analysten haben über den letzten Monat ihre Gewinnschätzungen für Unternehmen der Industrienationen für die nächsten zwölf Monate leicht nach oben angehoben. Dies geht alleine auf die höheren Gewinnschätzungen für die USA und Großbritannien zurück.
- Der negative Gewinnrevisionstrend für die Schwellenländer hält hingegen an. Alleine im letzten Monat wurden die Schätzungen um über 2% reduziert. Über die letzten drei Monate waren es sogar mehr als 5%.

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: 24.05.2019

## Gewinnwachstum



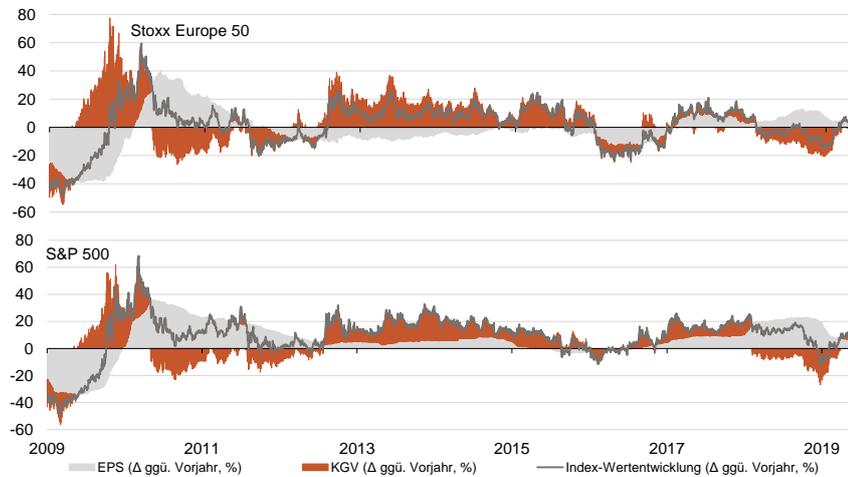
- Das vom Konsensus geschätzte 2019er-Gewinnwachstum für Unternehmen der Schwellenländer ist nun nur noch marginal positiv. Vor allem für asiatische Schwellenländer sind die Analysten skeptisch.
- Hält die Unsicherheit um den Handelskrieg an, dürfte sich dies auf die Realwirtschaft negativ auswirken und somit weitere negative Gewinnrevisionen nach sich ziehen.

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: 24.05.2019



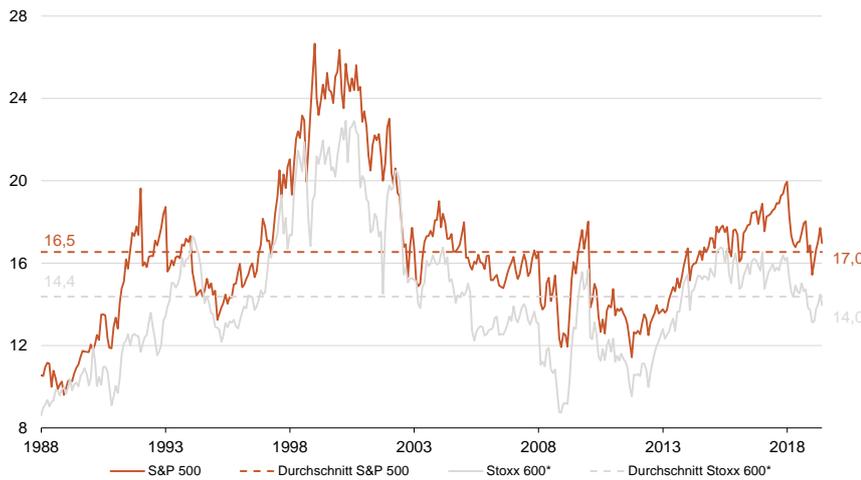
Kontributionsanalyse



- Die jüngste Korrektur an den Märkten hat dafür gesorgt, dass europäische Aktien im Vergleich zum Vorjahr nahezu unverändert tendieren. Die KGV-Bewertung sowie die europäischen Unternehmensgewinne haben sich ebenfalls kaum verändert.
- In den USA sieht das Bild anders aus. Sowohl die Gewinne also auch die Bewertungen sind im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Folglich konnte der S&P 500 zulegen.

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 - 24.05.2019

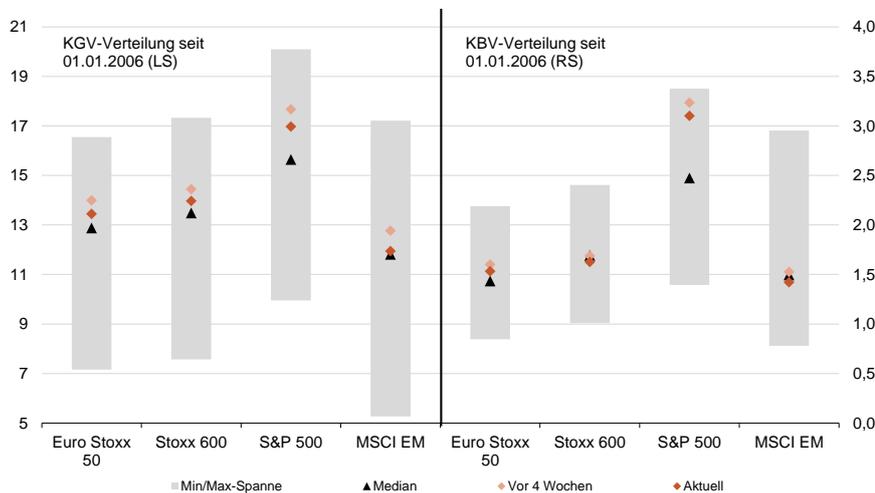
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für europäische und US-Aktien kam jüngst zurück. Insbesondere für den S&P 500 ist das KGV stärker gefallen. Während die Gewinnschätzungen zuletzt gestiegen sind, gab der S&P 500 nach.
- Die KGV-Bewertung für den Stoxx 600 steht bei 14 und ist somit im Vergleich zum historischen Durchschnitt seit 1987 fair.

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 - 24.05.2019

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

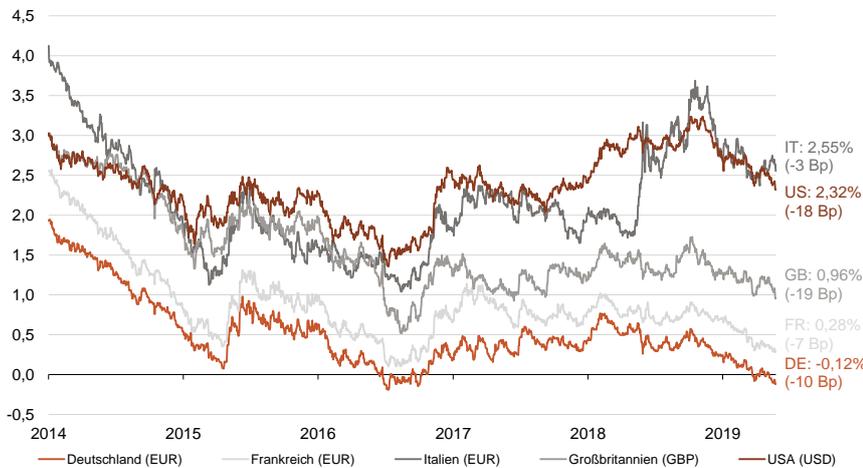


- Über alle Aktienregionen hinweg sind die Bewertungen jüngst günstiger geworden.
- Im Vergleich zur eigenen Historie und zu allen anderen Regionen sind die USA allerdings weiterhin am teuersten bewertet. Schwellenländer-Aktien sind am günstigsten bewertet. Jedoch könnte die jüngste Eskalation im Handelskonflikt zu weiteren negativen Gewinnrevisionen bei EM-Unternehmen führen.

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 - 24.05.2019



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

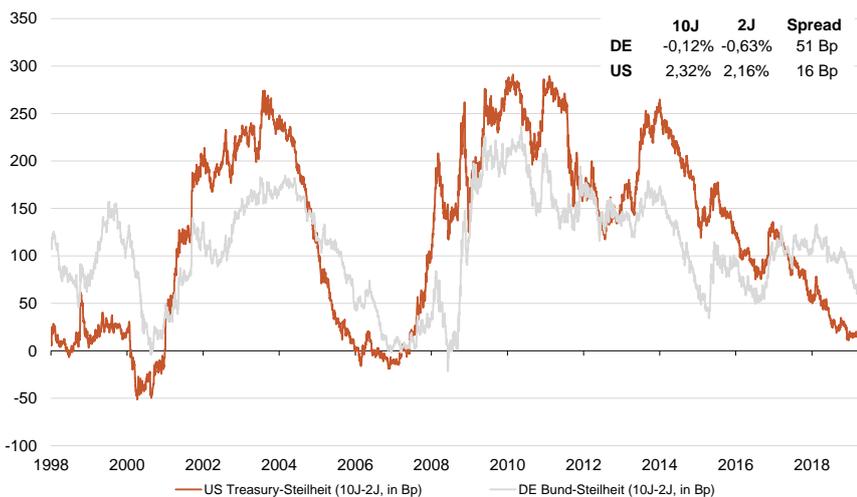


- In den letzten zwei Wochen haben die Anleger vermehrt Schutz in sicheren Staatsanleihen gesucht. US-Treasuries rentieren nahe von 2,3% und somit so niedrig wie seit 2017 nicht mehr. Deutsche Bundesanleihen verharren weiterhin unter der 0%-Renditemarke.
- Britische Gilts bieten nur noch eine Rendite von unter 1%, nachdem die Sorgen eines chaotischen Brexits aufgrund der Nachfolgespekulation von Theresa May zunahmen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 24.05.2019

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

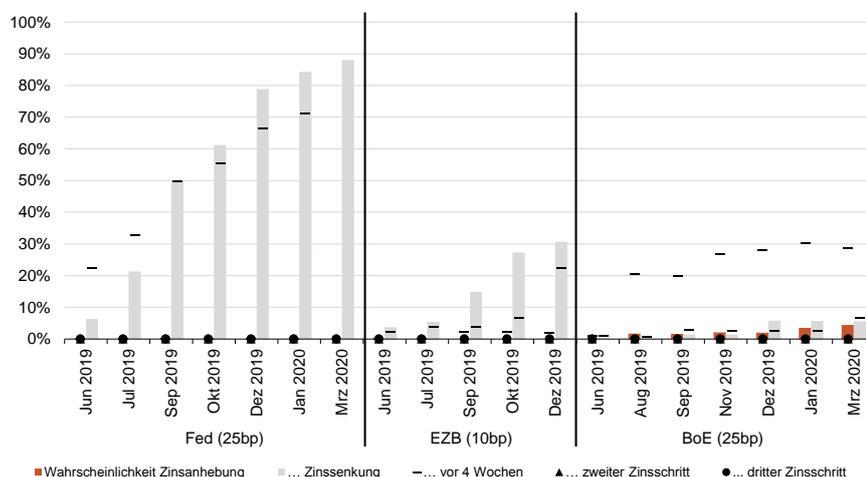


- Die deutsche Renditestrukturkurve hat sich jüngst auf 51 Basispunkte etwas verflacht. Gleiches gilt für die Steilheit der US-Renditestrukturkurve. Diese hat sich auf 16 Basispunkte eingeeengt. Die Sorgen um eine Ausweitung des Handelskonflikts und dessen negative Folgen auf die Konjunktur lässt die Anleger langläufige Anleihen bevorzugen.

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 - 24.05.2019

## Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



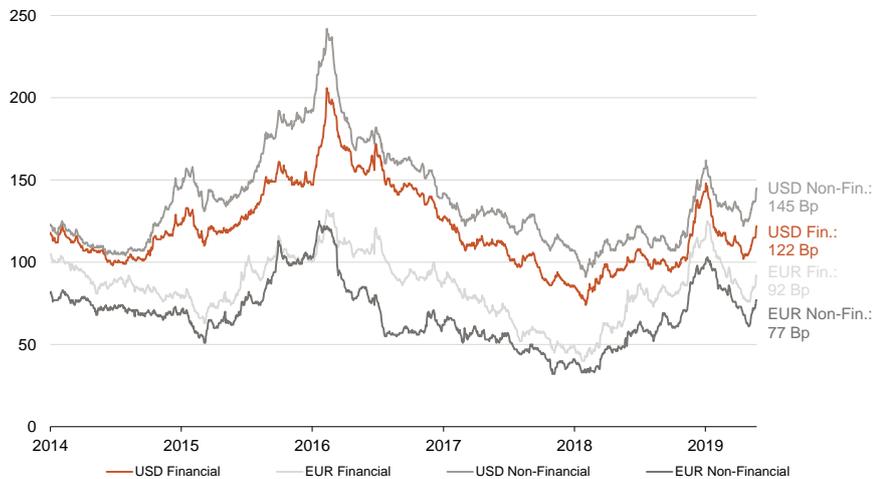
- Nachdem die Fed jüngst bestätigt hat, dass sie eine geringe Inflation erwartet und auch bei einer besseren Konjunktur besonnen reagiert, preist der Markt nun eine Zinssenkung bis zum Jahresende mit knapp 80% Wahrscheinlichkeit ein.
- Im Zuge des Brexit-Chaos scheint die Bank of England, trotz gestiegener Inflation und starker Konjunktur, wie gelähmt. Es werden weder eine Zinsanhebung noch eine Zinssenkung erwartet.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.04.2019 - 24.05.2019



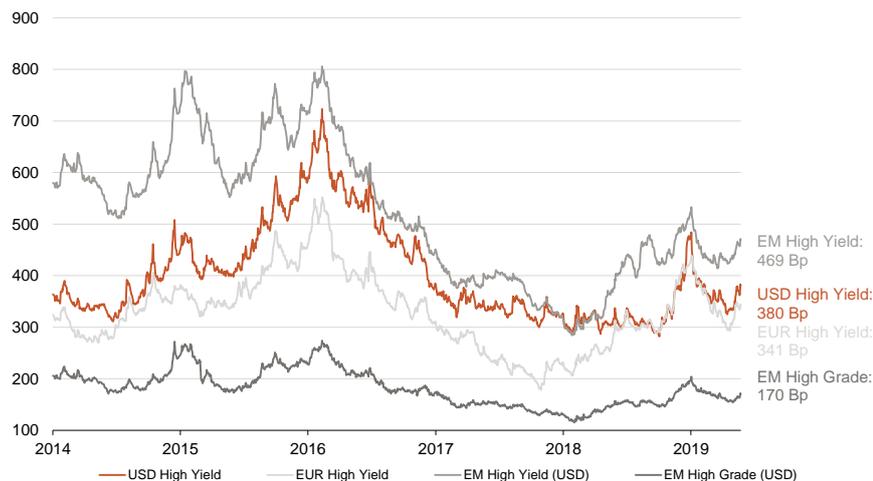
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Anleger trennten sich vom Kreditrisiko. Die Risikoaufschläge auf USD- und EUR-Unternehmensanleihen sind weiter gestiegen. Die Spreadausweitung betrug im Zwei-Wochen-Vergleich ca. 10 Basispunkte.
- Bei EUR-Unternehmensanleihen litt vor allem der Immobilien-, Retail- und Bankensektor. Bei USD-Unternehmensanleihen verzeichneten besonders der Grundstoff-, Automobil- und Unterhaltungssektor steigende Risikoaufschläge.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 24.05.2019

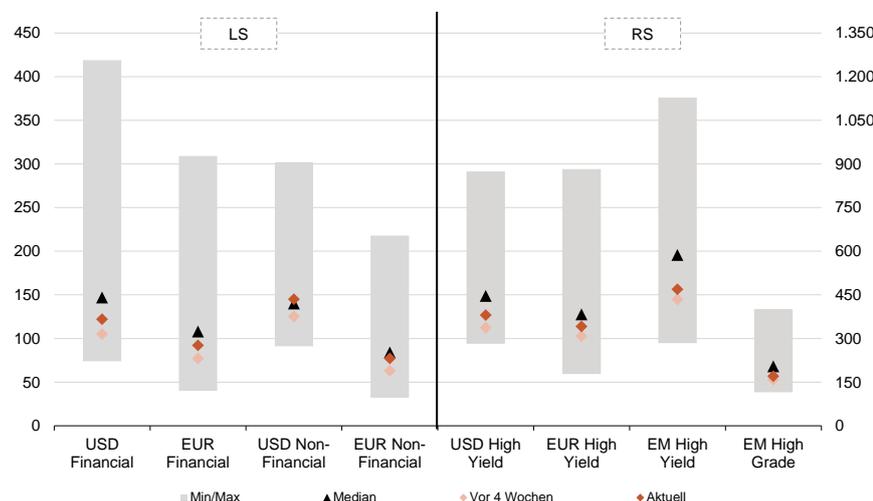
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Auch im Hochzinsanleihemarkt sind die Risikoaufschläge weiter gestiegen. Hier von waren besonders EM- und USD-Hochzinsanleihen betroffen. EUR-Hochzinsanleihen konnten sich im Zwei-Wochen-Vergleich relativ stabil halten. Die Differenz zwischen USD- und EUR-Hochzinsanleihen ist nun auf knapp 40 Basispunkte gestiegen.
- Der USD-Energiesektor war aufgrund des sinkenden Rohölpreises besonders von steigenden Spreads belastet.

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 - 24.05.2019

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

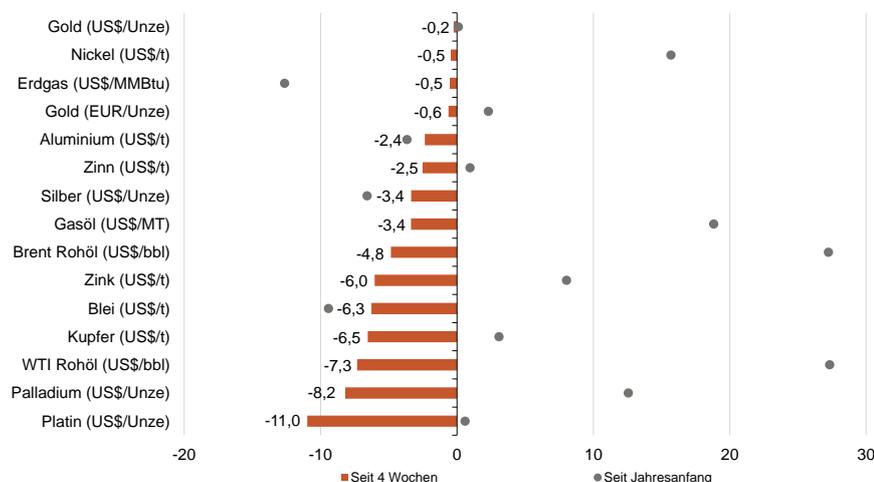


- USD-Nicht-Finanzanleihen verzeichnen nun einen Risikoaufschlag leicht oberhalb des 10-Jahres-Median und scheinen nun fair bewertet zu sein. Aber auch EUR-Nicht-Finanzanleihen sind nahe des 10-Jahres-Median. Die niedrigen Zinsen an den Märkten belasten den Banken- und Versicherungssektor.

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: 24.05.2009 - 24.05.2019



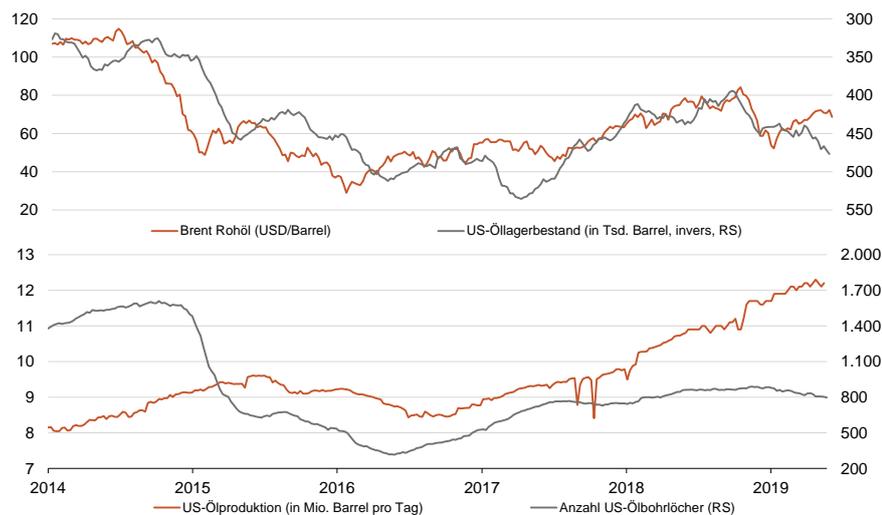
## Performance Rohstoffe



- Im letzten Monat waren Rohstoffe verbreitet unter Druck. Die Kombination aus einem eskalierenden Handelskrieg zwischen den USA und China, verstärkten Wachstumssorgen und einer Aufwertung des US-Dollars sorgten für Gegenwind.
- Gold konnte sich in dem Risk-Off-Umfeld vergleichsweise gut behaupten, gab aber auch leicht nach.
- Der Ölpreis und die Industriemetalle verzeichneten aufgrund von Nachfragesorgen die größten Verluste.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 24.05.2019

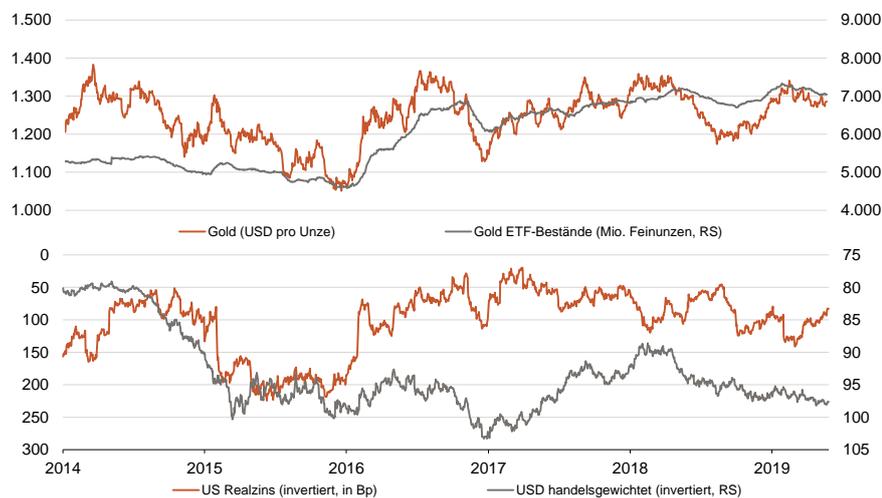
## Rohöl



- Der Ölpreis ist in den letzten Tagen deutlich gefallen. Der starke Anstieg der US-Rohöllagerbestände und der Benzinbestände belasteten. Zusätzlich haben Nachfragesorgen und vermutlich ein Rückgang der spekulativen Netto-Long-Positionierung den Preis gedrückt.
- Die Auswirkungen der US-Sanktionen gegen den Iran sind noch schwer abzuschätzen. Die Türkei und auch einzelne chinesische Raffinerien haben zuletzt ihre Ölimporte aus dem Iran eingestellt. Das Ölangebot bleibt somit knapp.

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 - 24.05.2019

## Gold



- Der Goldpreis schwankt derzeit zwischen 1.270 und 1.300 US-Dollar je Unze seitwärts. An Tagen mit steigender Risikoaversion und fallenden Aktienmärkten konnte Gold zuletzt an Wert gewinnen.
- Der feste US-Dollar bzw. die Währungsabwertungen wichtiger Abnehmerländer bremsen kurzfristig das Potenzial.

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 - 24.05.2019



# 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 den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Es handelt 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 genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können 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 Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige 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.

Stand: 27. Mai 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)