BERENBERG
Märkte

MONITOR

29. August 2022

Aktueller Marktkommentar

Falkenhafte Fed-Kommentare, stärker als erwartete Inflationszahlen in Europa und die Erholung der Rohstoffpreise haben zu einem Anstieg der Anleiherenditen geführt. 10-jährige US-Staatsanleiherenditen sind seit Anfang August um 50 Basispunkte gestiegen. Die Aktienmärkte verloren ebenfalls. Eine Ausnahme stellten Energieaktien dar, die von fallenden Öllagerbeständen und Aussagen über eine mögliche Produktionskürzung der OPEC+ profitierten. Nachdem die Berichtssaison nun vorbei ist, dürfte der Aktienmarkt wieder mehr makrogetrieben sein und die Volatilität anziehen – nicht zuletzt wegen einer stärkerer Drosselung der Anleihenkäufe seitens der Fed ab September. Das Augenmerk des Marktes liegt ganz klar auf den Zentralbanken und den kommenden Inflationszahlen. Überraschungen nach unten dürften zu einer Erholungsrallye führen, Überraschungen nach oben dürften für einen Abverkauf sorgen.

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

Kurzfristiger Ausblick

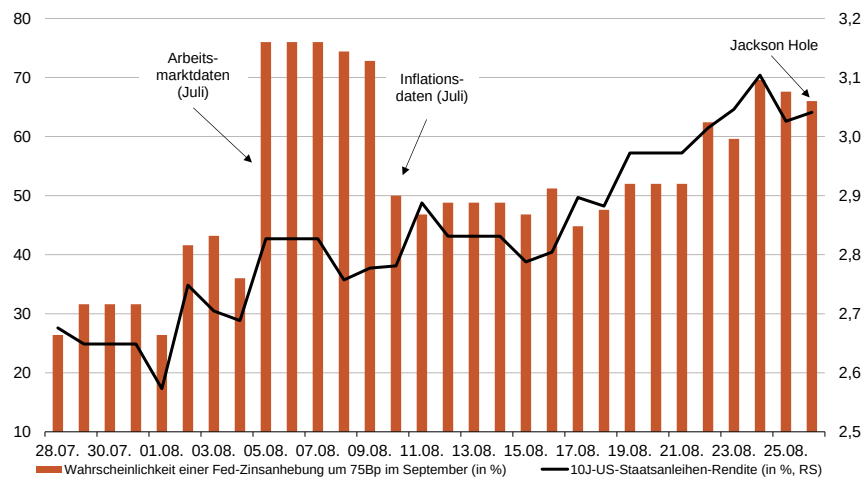
Nach der falkenhaften Ansprache von Fed-Präsident Powell am Freitag schauen die Marktteilnehmer gespannt auf die Zentralbanksitzungen im September. Die EZB tagt bereits am 8. September, die BoE am 15. September und die Fed am 21. September. Am 5. September sind zudem die US-Börsen geschlossen (Labour Day).

Geldpolitik im Fokus der Märkte.

Diese Wochen sind alle Augen auf die August-Inflationsdaten, die US-Arbeitsmarktdaten und die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) gerichtet. Am Dienstag werden die vorläufigen Inflationsdaten für Deutschland (Aug.) sowie das Eurozonen-Wirtschaftsvertrauen (Aug.) und das US-Verbrauchervertrauen (Aug.) veröffentlicht. Die Inflationsdaten (Aug.) für Frankreich und die Eurozone folgen zusammen mit den PMIs (Aug.) für China am Mittwoch. Am Donnerstag werden neben den deutschen Einzelhandelsumsätzen (Jul.) dann die PMIs (Aug.) für die Eurozone und die USA bekannt gegeben. Die US-Arbeitsmarktdaten (Aug.) und die deutschen Exporte (Jul.) werden am Freitag publiziert.

Inflationsdaten, US-Arbeitsmarktdaten und Einkaufsmanagerindizes stehen an.

Hin und Her auf dem Anleihemarkt bei unsicherer Geldpolitik



- Der Markt reagiert zunehmend datengetrieben bezüglich der US-Geldpolitik. Ende Juli war die gepreiste Wahrscheinlichkeit eines 75Bp-Hikes durch die Fed noch unter 30%. Der Ausflug auf nahezu 80% mit den Juli-Arbeitsmarktdaten hielt nur kurz an. Zuletzt ist die Wahrscheinlichkeit dank restriktiver Fed-Kommentare deutlich gestiegen.
- Die US-Renditen reagierten deutlich. Anfang August verharrten sie noch unter 2,6%, um dann zuletzt auf über 3% zu springen. Die Anleihevolatilität dürfte auch zukünftig erhöht bleiben.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.07.2022 - 26.08.2022

Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (29.07.22 - 26.08.22) / YTD (31.12.21 - 26.08.22)	26.08.21 26.08.22	26.08.20 26.08.21	26.08.19 26.08.20	26.08.18 26.08.19	25.08.17 26.08.18
Aktien Frontier Markets	-5,9 / 4,8	-0,8	34,1	-12,4	11,1	-2,2
Aktien Emerging Markets	-4,7 / 3,9	-3,6	16,1	11,9	-1,8	1,3
Globale Wandelanleihen	-5,3 / 3,5	-6,1	25,0	24,9	1,6	9,2
Industriemetalle	3,3 / 6,0	19,5	36,0	-0,8	-0,1	-2,4
USD/EUR-Wechselkurs	2,6 / 14,1	17,9	0,7	-6,2	4,7	2,6
Gold	0,9 / 8,3	14,3	-7,7	20,1	32,6	-4,2
Aktien Industrienationen	-3,8 / 0,4	3,6	29,9	11,0	3,9	15,8
Euro-Übernachteinlage	0,0 / -0,3	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Brent	-0,1 / 74,0	108,0	54,9	-28,2	-15,5	58,9
REITs	-5,9 / -1,5	6,2	28,4	-16,7	18,5	3,5
EUR Staatsanleihen	-7,4 / -2,7	-8,6	0,7	-0,4	5,5	-0,4
EUR Unternehmensanleihen	-11,1 / -3,0	-12,4	2,7	-0,7	6,4	0,2

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index;
EUR Staatsanleihen: IBOXX Eurozone Sovereign 1-10J TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR;
Globale Wandelanleihen: SPDR Convertible Securities ETF; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR;
Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Euro-Übernachteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- Die Märkte hielten bis zur Rede Powells auf Jackson Hole an der Erholungsrallye der letzten vier Wochen fest. Mit den direkten, restriktiven Worten des Fed-Vorsitzenden Powells kam dann ein deutlicher Abverkauf und US-Aktien gaben einen signifikanten Teil der Gewinne der letzten Wochen wieder ab.
- Auf 4-Wochen-Sicht gehörten Schwellenländer-Aktien, Wandelanleihen und Industriemetalle zu den größten Gewinnern.
- Zinssensitive REITs und europäische Anleihen erlitten hingegen Verluste.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 25.08.2017 - 26.08.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (29.07.22 - 26.08.22) / YTD (31.12.21 - 26.08.22)	26.08.21 26.08.22	26.08.20 26.08.21	26.08.19 26.08.20	26.08.18 26.08.19	25.08.17 26.08.18
MSCI EM Asien	-6,0 / 3,0	-4,7	12,5	22,3	-4,1	4,2
MSCI USA Small Caps	-0,9 / 2,4	4,9	46,5	-0,8	-5,0	28,0
MSCI Japan	-5,0 / 1,1	-1,7	18,5	6,0	-1,6	10,0
S&P 500	-1,9 / 0,5	8,5	31,3	15,7	6,9	22,7
Stoxx Europa Defensiv	0,0 / 2,1	6,6	18,4	0,9	5,0	8,5
MSCI Großbritannien	-0,7 / 4,7	12,4	27,7	-12,3	-2,8	8,0
Stoxx Europa 50	-1,1 / -3,2	2,7	22,8	0,9	3,4	4,2
Euro Stoxx 50	-14,3 / -2,8	-11,3	26,5	2,3	0,4	2,3
Stoxx Europa Zyklisch	-16,7 / -3,4	-14,2	35,7	6,7	-8,1	2,9
DAX	-18,3 / -3,8	-17,9	19,7	13,1	-5,9	1,9
MSCI EM Osteuropa	-82,6 / -5,5	-82,2	32,0	-10,7	19,3	5,8
Stoxx Europa Small 200	-22,4 / -6,3	-22,6	37,1	7,8	-3,9	8,9

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; MSCI Japan: MSCI Japan TR;
Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; MSCI USA Small Caps: MSCI USA Small Caps TR; Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclicals 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.

- Innerhalb der Aktienmarktsegmente gab es zuletzt viel Bewegung. Defensive Titel konnten sich tendenziell besser als zyklische Titel halten.
- Deutsche und osteuropäische Aktien sowie europäische Nebenwerte fielen am stärksten. In den USA outperformten Small Caps hingegen Large Caps.
- Regional schnitten asiatische Aktien am besten ab.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 25.08.2017 - 26.08.2022

Anleihen

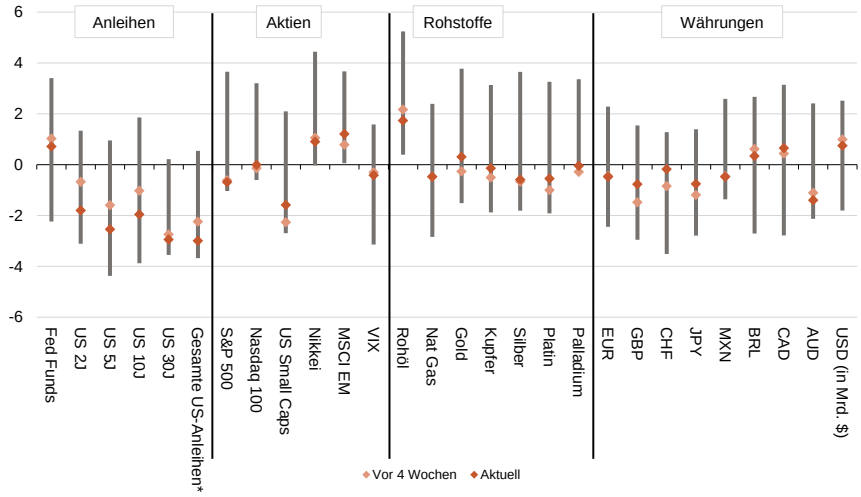
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (29.07.22 - 26.08.22) / YTD (31.12.21 - 26.08.22)	26.08.21 26.08.22	26.08.20 26.08.21	26.08.19 26.08.20	26.08.18 26.08.19	25.08.17 26.08.18
EM-Staatsanleihen (hart)	-6,4 / 2,4	-5,1	4,5	-2,8	17,8	-0,3
EM-Staatsanleihen (lokal)	-2,2 / 2,3	-3,2	4,2	-5,8	15,5	-6,5
Chinesische Staatsanleihen	1,0 / 3,4	5,1	5,0	3,0	7,0	4,5
EUR Hochzinsanleihen	-10,9 / -0,1	-11,2	8,8	0,1	5,0	1,3
US-Staatsanleihen	-0,1 / 2,8	5,6	-1,9	1,0	15,0	0,9
USD Hochzinsanleihen	-9,5 / -0,7	-8,5	10,0	4,0	6,2	3,6
USD Unternehmensanleihen	-13,0 / -1,8	-13,4	2,3	7,9	12,6	-0,5
EUR Finanzanleihen	-10,3 / -2,7	-11,5	2,7	-0,5	6,0	0,0
Italienische Staatsanleihen	-12,6 / -2,9	-14,8	3,7	3,8	14,9	-4,3
EUR Nicht-Finanzanleihen	-11,6 / -3,3	-13,0	2,7	-0,9	6,7	0,3
Deutsche Staatsanleihen	-11,0 / -4,1	-12,3	0,0	-2,1	8,0	1,0
Britische Staatsanleihen	-18,5 / -7,4	-18,5	3,0	5,2	10,0	1,8

Deutsche Staatsanleihen: IBOXX Euro Germany Sov TR ; Italienische Staatsanleihen: IBOXX Euro Italy Sov TR ; US-Staatsanleihen: ICE BofA US Treasury TR;
Britische Staatsanl.: IBOXX Sterling Gilts Overall TR; Chinesische Staatsanl.: ICE BofA China Govt; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR;
EUR Nicht-Finanzanleihen: IBOXX Euro Non-Fin. Overall TR; EUR Hochzinsanleihen: ICE BofA EUR Liquid HY TR; USD Unternehmensanl.: ICE BofA USD Corp TR;
USD Hochzinsanl.: ICE BofA USD Liquid HY TR; EM-Staatsanl. (hart): JPM EMBI Glo Div Unh. EUR TR; EM-Staatsanl. (lokal):JPM GBI-EM Glo Div Comp Unh. EUR TR

- Die falkenhaften Kommentare von vielen Fed-Sprechern in den letzten Wochen führte zu einem Anstieg der Zinsen und einem Abverkauf bei Anleihen. Powell bestätigte letzten Freitag nochmals, dass die Inflationsbekämpfung momentan das oberste Ziel der Fed sei, selbst wenn dies zu einer Konjunktureintrübung führen würde.
- Der Markt rechnet nun mit einem Anheben der Leitzinsen um 75 Bp auf der nächsten Fed-Sitzung im September.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 25.08.2017 - 26.08.2022

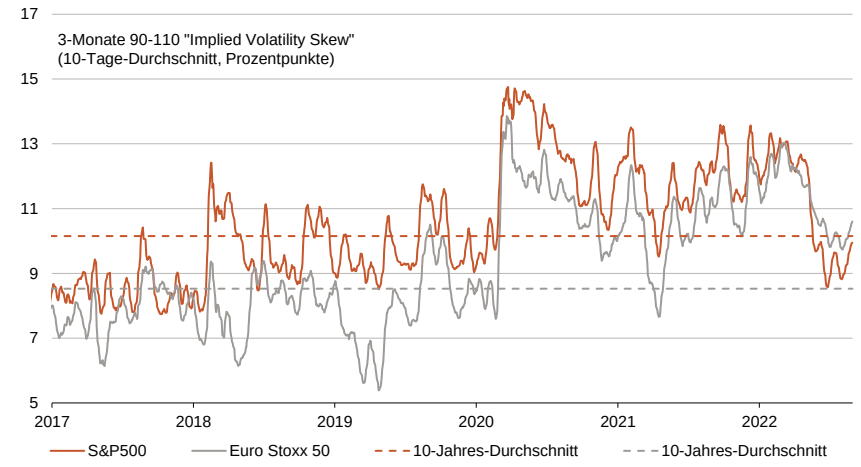
Spekulative Positionierung



- Mit dem Renditesprung haben die spekulativen Anleger zuletzt ihre Short-Positionen bei US-Staatsanleihen ausgebaut.
- Auch die Positionierung bei den US-Aktienindizes ist tendenziell short. Lediglich beim Nasdaq 100 ist sie neutral.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. 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" (Anleihen, Währungen), „Asset Manager/Institutional" & „Leveraged Funds" (Aktien) und „Managed Money" (Rohstoffe) und zeigt, wie sich spekulative Anleger positioniert sind. *Gewichtet mit der jeweiligen Duration
Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 25.08.2012 - 25.08.2022

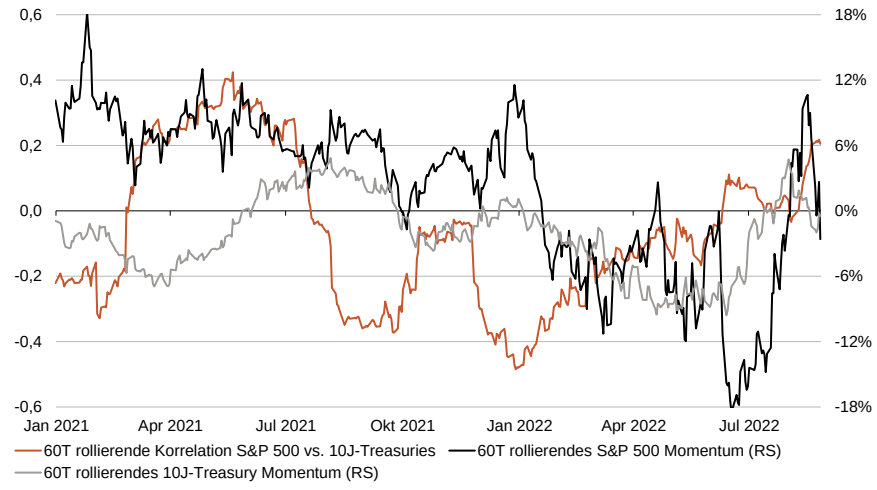
Put-Call-Skew



- Nach einem deutlichem Rückgang der Skew in den letzten Monaten ist sie jüngst wieder merklich gestiegen.
- Bei US-Aktien liegt sie jedoch weiterhin unter dem historischen Durchschnitt, was darauf hindeutet, dass die Nachfrage nach Absicherungen etwas nachgelassen hat.

Die Put-Call-Skew (90-110) gibt die Differenz der impliziten Volatilität von Puts gegenüber Calls an, deren Strike jeweils 10% vom aktuellen Basiswert entfernt ist. Sie ist ein Maß dafür, wie viel mehr Anleger bereit sind für Absicherungen (Puts) gegenüber Aufwärtspartizipation (Calls) zu bezahlen. Je höher (niedriger) die Skew, desto vorsichtiger (optimistischer) sind die Marktteilnehmer. Außerdem steigt die Skew typischerweise mit dem Niveau der impliziten Volatilität.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 26.08.2022

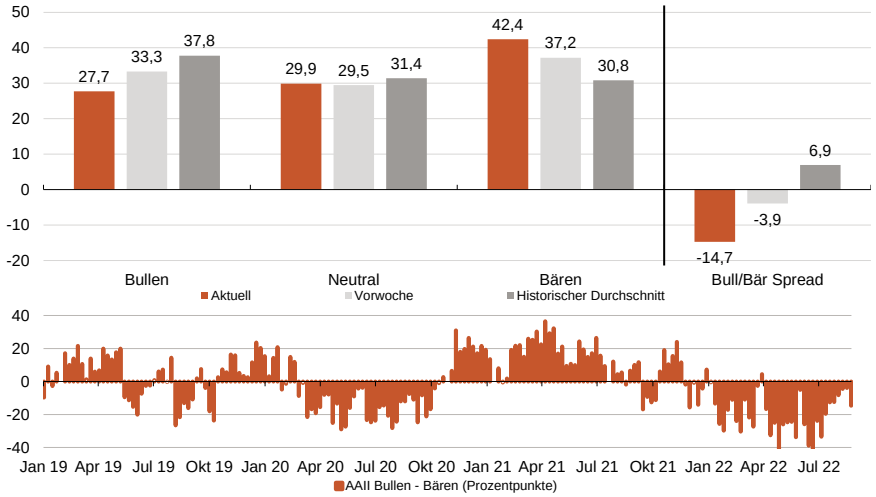
60-Tage-Momentum und -Korrelation



- Das 60T-Momentum des S&P 500 ist in den letzten zwei Wochen deutlich gefallen und nun unter der Null-Linie.
- Das Treasury-Momentum ist ebenfalls ins Negative gedreht.
- Die positive Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen hat hingegen weiter zugenommen. US-Staatsanleihen boten zuletzt somit keine Diversifikation.

Das 60-Tage-Momentum gibt die rollierende Rendite der letzten 60 Tage an. Je stärker das Momentum steigt (fällt), desto mehr bauen systematische Momentum-Strategien ihre Positionen in der entsprechenden Anlageklasse auf (ab). Vorzeichenwechsel der Rendite markieren wichtige Wendepunkte. Die 60-Tage-Korrelation gibt an, wie gleichgerichtet sich Aktien und Anleihen bewegen. Je höher (niedriger) die Korrelation, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 26.08.2022

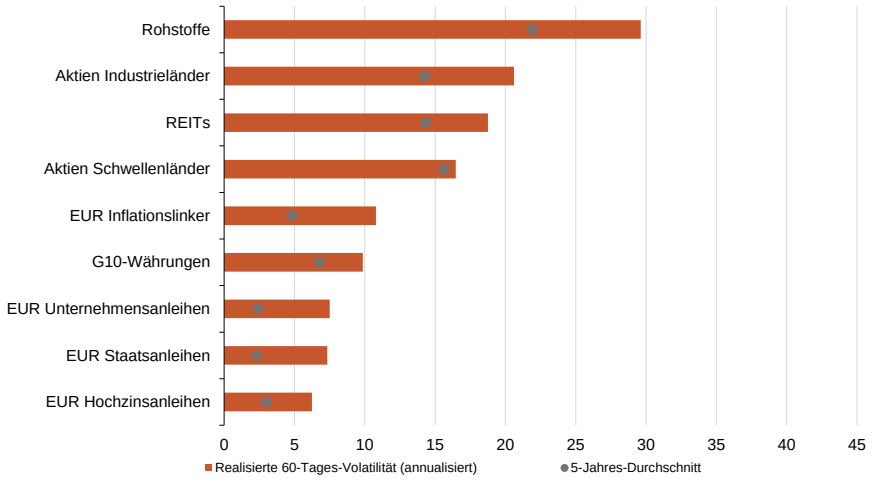
AAII Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Bären sind wieder zurück. Im Vergleich zur Vorwoche gab es zuletzt deutlich weniger Bullen und mehr Bären. Somit ist der Bull/Bär-Spread auf -14,7 gesprungen, was deutlich unter dem historischen Durchschnitt von 6,9 liegt.

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. Tendenziell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.
Quelle: Bloomberg, AAII, Zeitraum: 23.07.1987 - 26.08.2022

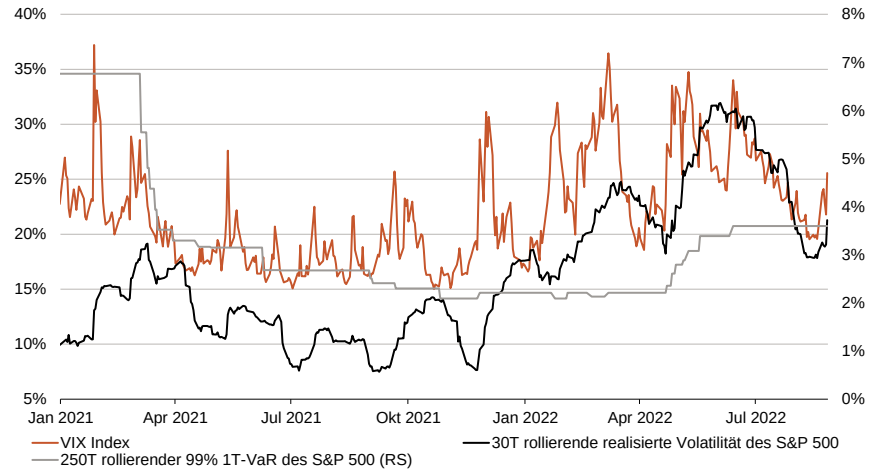
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierte Volatilität bleibt historisch erhöht. Dies gilt insbesondere für Rohstoffe, welche zuletzt unter den Rezessionssorgen gelitten haben.
- Aber auch Aktien aus den Industrieländern oder REITs litten unter dem hin und her der Anlegerstimmung. Nach der Rallye seit Mitte Juni lasteten zuletzt wieder die Zinssorgen auf beiden Segmenten.
- Lediglich die Volatilität von Schwellenländeraktien notiert nahe dem historischen 5J-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: 31.12.2017 - 26.08.2022

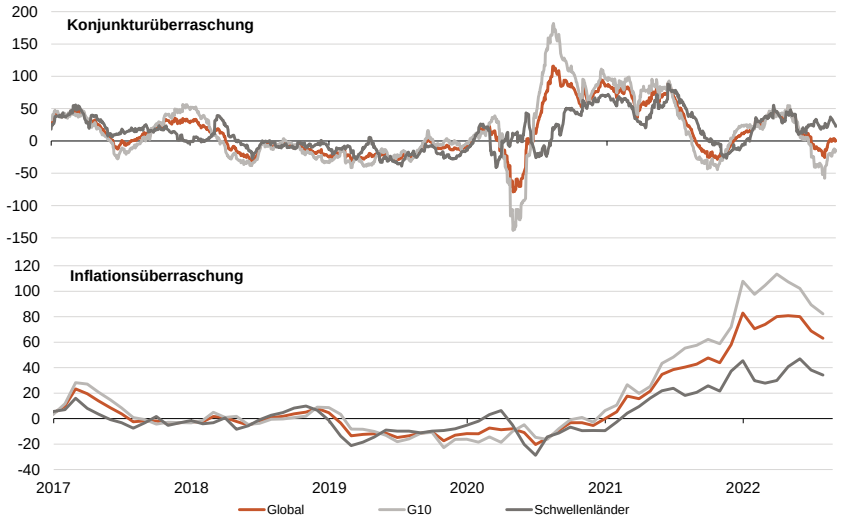
Volatilität und Value-at-Risk des S&P 500



- Vor dem Jackson Hole Meeting hatte die implizierte Volatilität zunächst deutlich zugenommen, kam jedoch zuletzt leicht runter. Infolge der restriktiven Töne auf dem Meeting, stieg sie dann wieder an und notiert nun wieder bei 26%.

Der VIX Index ist ein Maß für die in Optionen gepreiste implizite Volatilität des S&P 500 über ungefähr die nächste 30 Tage. Die realisierte Volatilität gibt die Schwankungsbreite der täglichen Renditen an. Der historische 99% Value-at-Risk gibt den minimalen Verlust der Tage, die zu den schlechtesten 1% des Beobachtungszeitraum gehören, an. Je höher (niedriger) der VIX, die realisierte Volatilität und der Value-at-Risk, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 26.08.2022

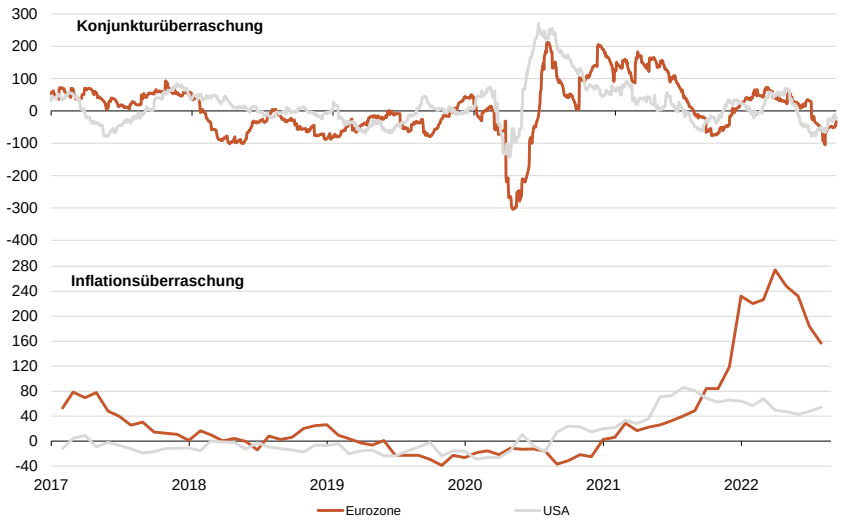
Global



- Die globalen Überraschungsindikatoren tauchten nach einem kurzen Luftholen in den positiven Bereich wieder unter die Null-Grenze.
- Die Konjunkturdaten der Industriedaten überraschten zuletzt immerhin weniger negativ. In den Schwellenländern nahmen die positiven Konjunkturüberraschungen – auch wenn sie weiterhin überwiegen – hingen wieder ab.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 26.08.2022

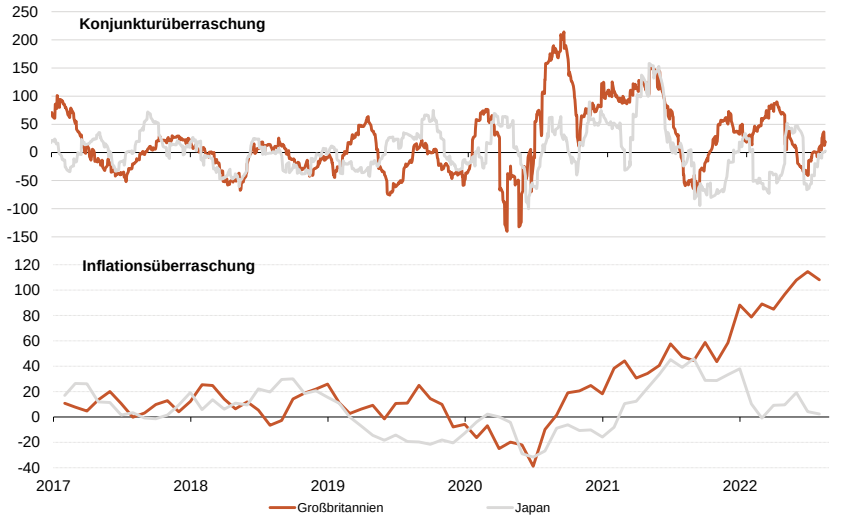
Eurozone & USA



- Nachdem die Konjunkturüberraschungen in den USA zwischenzeitlich das höchste Niveau seit Mitte Mai erreicht hatten, nahmen die negativen Überraschungen jedoch zuletzt wieder merklich zu und drückten den Überraschungsindex nach unten. Hier enttäuschten die Häuserverkäufe und der PMI.
- Auch in der Eurozone verliefen die Konjunkturüberraschungen im negativen Bereich und erreichten über die letzten Wochen ein Niveau von knapp unter -30. Zuletzt enttäuschten das vierteljährliche BIP und die Handelsbilanz.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 26.08.2022

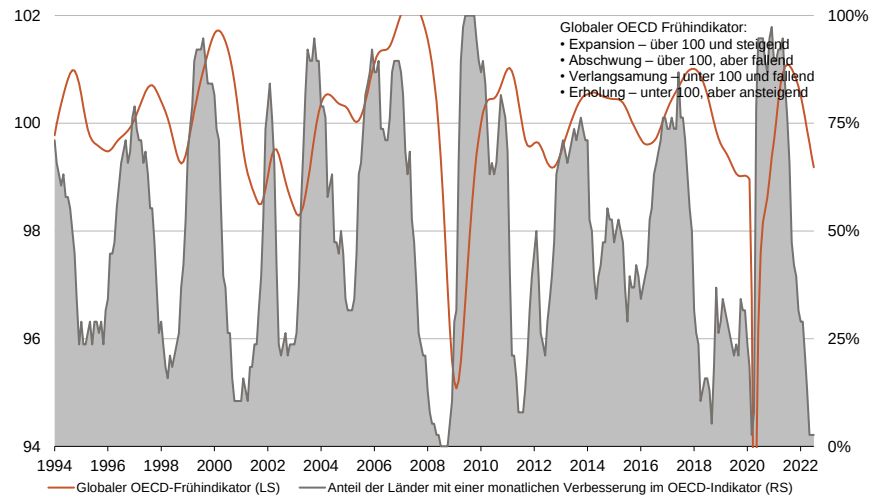
Großbritannien & Japan



- In Großbritannien kamen die Konjunkturüberraschungen herunter. In Japan hingegen scheint sich das Bild zu drehen. Hier überwogen das erste Mal seit Juni wieder die positiven Konjunkturüberraschungen.

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: 01.01.2017 - 26.08.2022

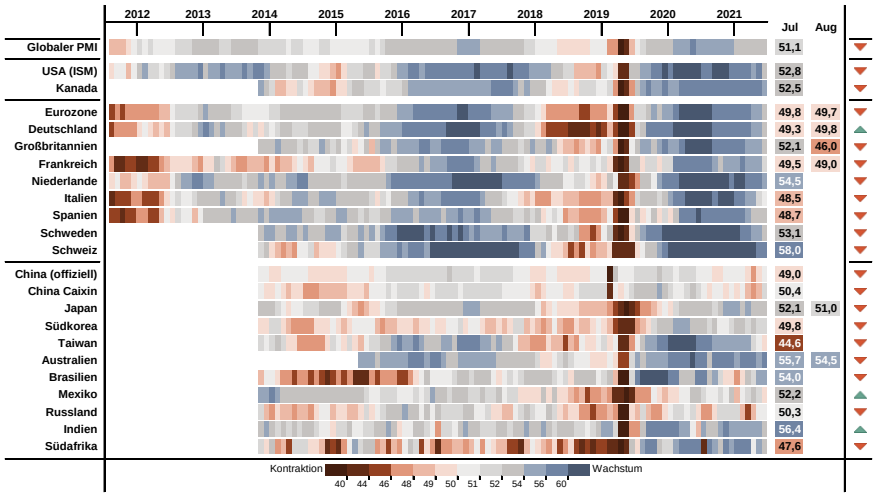
OECD Frühindikator



- Der OECD-Indikator liegt nun schon seit ein paar Wochen deutlich unter 100 und fällt weiter – ein Indikator für die wirtschaftliche Verlangsamung.
- Auch auf Länderebene spiegelt sich das trübere Bild – lediglich 3% der Länder verbesserten sich im Vergleich zum Vormonat.

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 - 31.07.2022

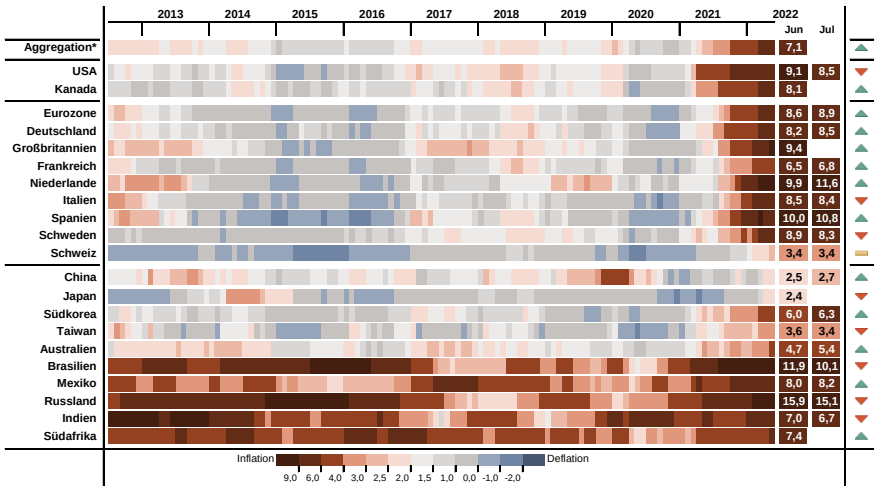
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Auch die vorläufigen Einkaufsmanagerdaten für August spiegeln das sich verdüsternde Bild. Die Daten für die Eurozone, Großbritannien, Frankreich, Japan und Australien haben sich verschlechtert. Lediglich Deutschland konnte sich verbessern, liegt aber weiterhin unter der wichtigen, auf eine rückläufige Industrie deutende 50er-Marke.

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: 26.08.2012 - 26.08.2022

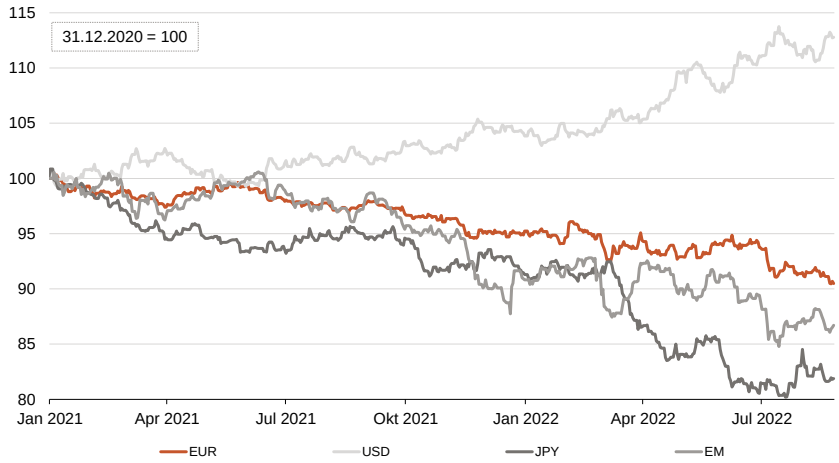
Gesamtinflation



- Die Inflationsraten für Juli zeigen ein gemischtes Bild. Während sie in der Eurozone, Deutschland, Frankreich, Spanien, China, Australien, Mexiko, Südkorea und der Niederlande gestiegen sind, sind sie auf globaler Ebene, in Italien, Schweden, Taiwan, Brasilien, Russland und Indien im Vergleich zum Vormonat gefallen.

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: 26.08.2012 - 26.08.2022

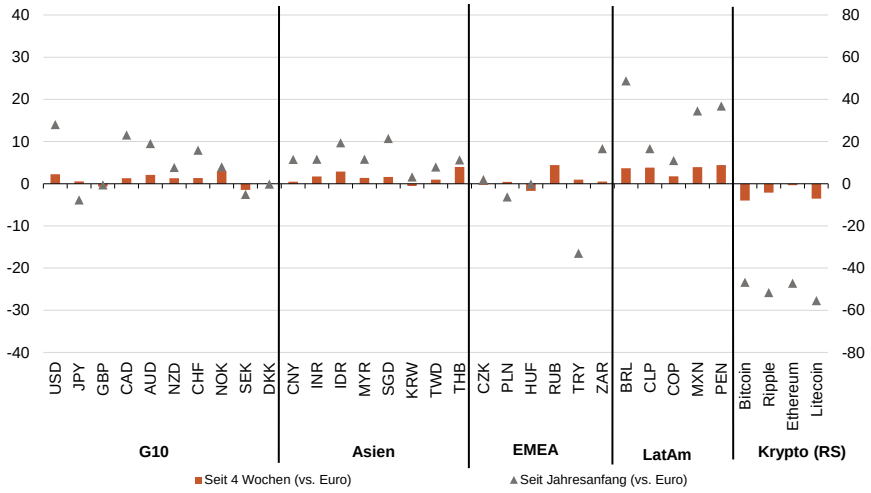
Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Der US-Dollar nahm nach der Rallye zunächst leicht ab und reagierte auf Jackson-Hole nur mit einem leichtem Aufwärtstrend.
- Der Euro verlor weiter, während der japanische Yen und Schwellenländerwährungen zulegte.

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: 01.01.2021 - 26.08.2022

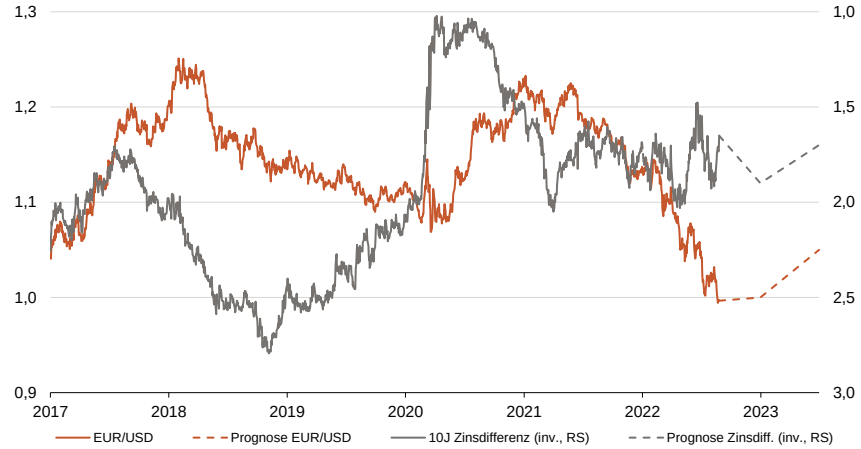
Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Der Euro wertete gegenüber den meisten Währungen in den letzten vier Wochen ab.
- Von den Währungen der Industrienationen gab lediglich die schwedische Krone gegenüber dem Euro nach. Von den asiatischen Währungen verlor nur der südkoreanische Won gegenüber dem Euro.
- Lateinamerikanische Währungen gewannen in der Breite gegenüber dem Euro dazu.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 26.08.2022

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der Euro/USD-Wechselkurs ist nach der kurzen Bodenbildung über die letzten vier Wochen dann doch unter die Parität gefallen und notiert mittlerweile um die 0,99.
- Treiber hinter der jüngsten US-Dollar-Stärke war vor allem der Blick auf und die dann durch Jackson Hole bestätigte weitere restriktivere Zinspolitik der Fed.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigend Bundesanleihen. Die Prognosen wurden von der Berenberg Volkswirtschaft erstellt.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 31.12.2022

Sektor- und Styleperformance in Europa

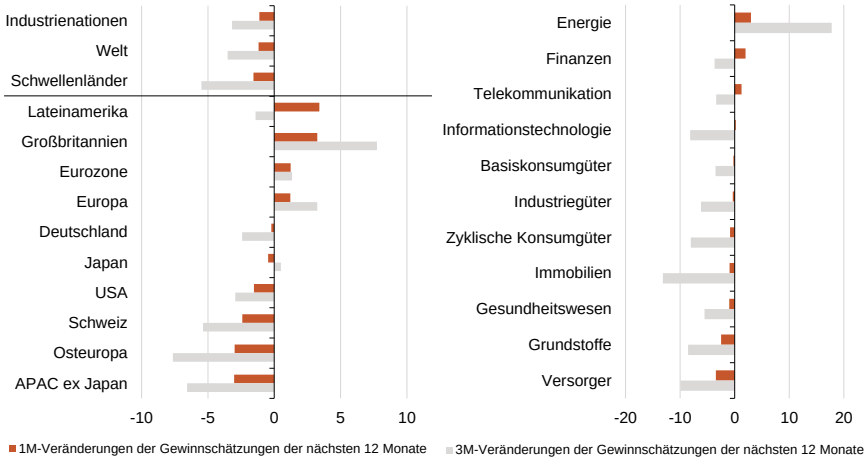
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (29.07.22 - 26.08.22) ▒ YTD (31.12.21 - 26.08.22)	26.08.21 26.08.22	26.08.20 26.08.21	26.08.19 26.08.20	26.08.18 26.08.19	25.08.17 26.08.18
Energie	8,6 / 36,3	58,3	28,5	-34,5	-11,9	30,7
Versorger	0,3 / -3,9	-0,5	14,0	13,3	18,1	-1,1
Value	-1,2 / -4,0	-0,2	28,3	-8,9	-5,8	2,2
Basiskonsumgüter	-1,2 / -2,8	4,8	12,8	-3,2	12,6	2,4
Grundstoffe	-1,3 / -11,0	-9,4	37,2	15,9	-7,2	9,1
Finanzen	-1,5 / -10,3	-5,3	36,1	-10,4	-10,0	-5,1
Zyklische Konsumgüter	-3,4 / -18,5	-14,1	40,2	1,4	-0,6	6,1
Telekommunikation	-3,5 / -2,9	-7,6	24,3	-13,5	0,6	-9,4
Growth	-3,5 / -15,1	-10,9	28,3	10,9	5,3	8,1
Gesundheit	-4,0 / -3,1	0,5	17,1	12,0	11,5	6,2
Informationstechnologie	-5,1 / -25,5	-24,6	39,4	27,2	-1,6	20,6
Industrie	-5,2 / -18,9	-15,5	36,4	9,0	-0,8	8,1

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 Communication Services NR; Versorger: MSCI Europe Utilities NR; Value: MSCI Europe Value NR; Growth: MSCI Europe Growth NR.

- Der wieder steigende Rohölpreis und anhaltend positive Gewinnrevisionen halfen dem Energiesektor an die Spitze der 4-Wochen-Performance. Aber auch der Versorger konnten leicht zulegen.
- Die Verlierer waren hingegen Sektoren wie Informationstechnologie und Industrie.

Gesamtrendite europäischer Aktiensektoren und europäischer Style-Indies, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance. Der Unterschied zwischen Value und Growth liegt in der Bewertung. Ein Wachstumstitel ist hoch bewertet, weil von dem Unternehmen ein starkes Wachstum erwartet wird. Valuetitel haben in der Regel weniger Wachstumsphantasie und sind niedriger bewertet.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.08.2017 - 26.08.2022

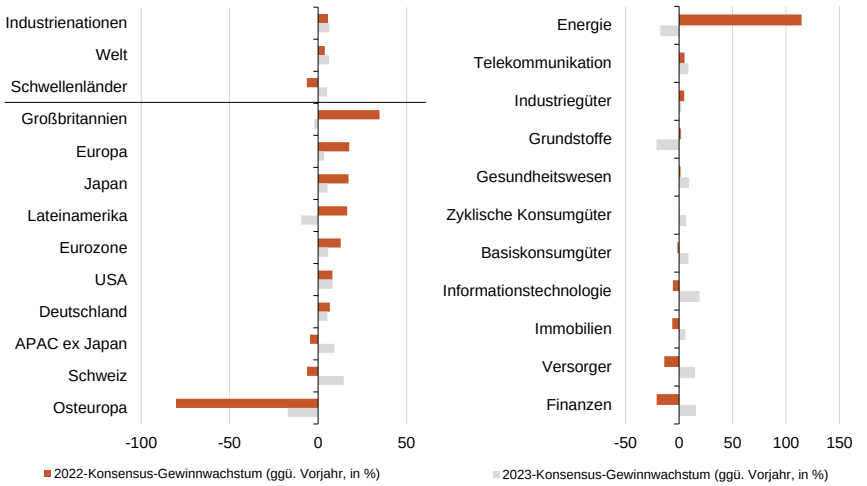
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Die Analysten sehen zunehmend Herausforderungen auf die Unternehmen zukommen. In den letzten vier Wochen haben die Analysten die Konsens-Gewinnschätzungen in den Industrie-, aber auch in den Schwellenländern gesenkt.
- Regional konnten sich dieser Entwicklung zuletzt das Gros der Unternehmen aus Großbritannien und Lateinamerika entziehen. Das könnte sich mit der zunehmenden Wirtschaftseintrübung jedoch schnell ändern.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate der regionalen sowie Europa Sektor MSCI Indizes, in Prozent.
Quelle: FactSet, Stand: 26.08.2022

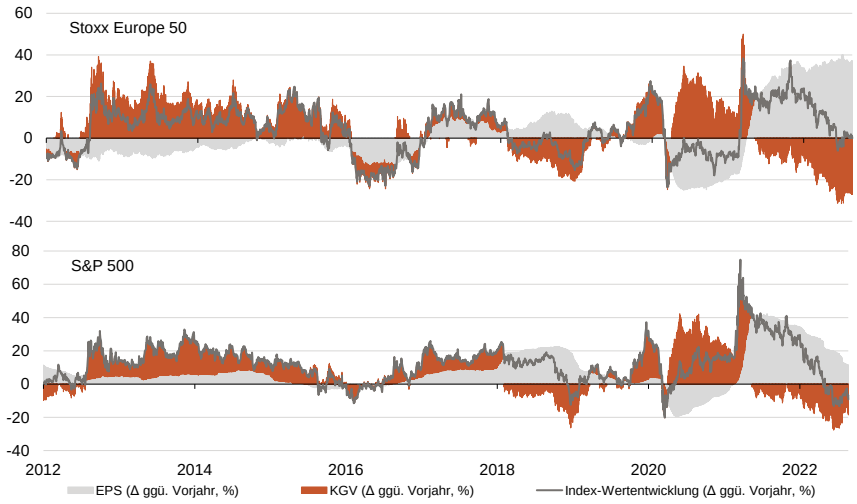
Gewinnwachstum



- Geopolitische Risiken, Inflationsdruck, Personalmangel und Lieferengpässe haben sich seit Jahresanfang bei den Unternehmensgewinnen deutlich bemerkbar gemacht. Zu Jahresanfang sah der Konsens für 2022 ein globales Gewinnwachstum von mehr als 7%. Mit den jüngsten Gewinnrevisionen ist dieses Wachstum nun unter die Marke von 4% gerutscht. Ein weiterer Verfall ist nicht ausgeschlossen.

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"). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 26.08.2022

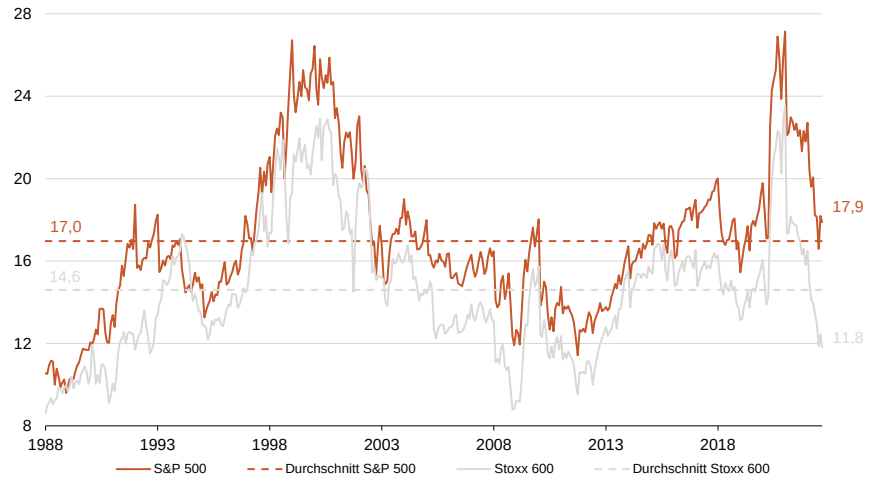
Kontributionsanalyse



- Trotz Rezessions- und Inflationssorgen haben sowohl der Stoxx Europe 50 und der S&P500 im Jahresvergleich kaum an Wert verloren. Das lag vor allem an den bis dato wachsenden Gewinnen, welche die Bewertungseinengung größtenteils ausgleichen konnten.

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: Factset, Zeitraum: 01.01.2012 - 26.08.2022

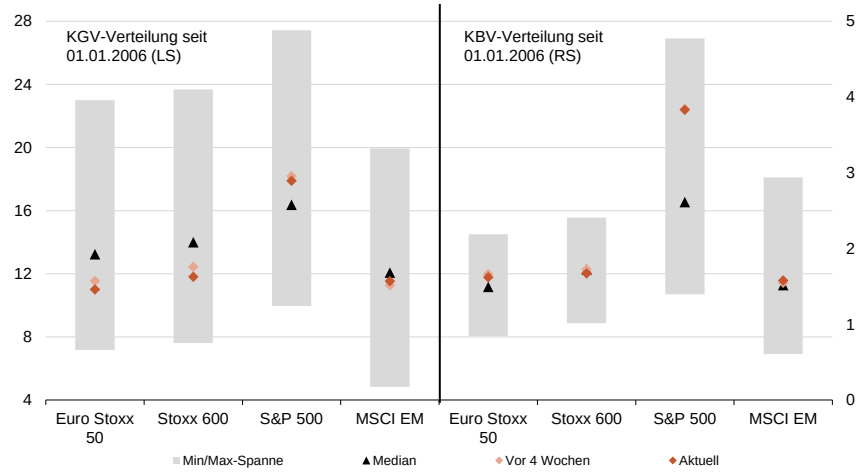
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Märkte haben sich mit der jüngsten Erholungsrallye deutlich von ihren Juni-Tiefs entfernt. Diese Rallye war jedoch nicht in allen Aktienmärkten gleich stark zu spüren. US-Aktien konnten sich deutlich mehr als ihre europäischen Pendants erholen.
- Die Bewertungsprämie von US-Aktien gegenüber europäischen Aktien hat sich somit in den letzten Wochen deutlich ausgeweitet. US-Aktien handeln nun mit einem historisch hohen KGV-Aufschlag von rund 6 Punkten.

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, Factset, Zeitraum: 31.12.1987 - 26.08.2022

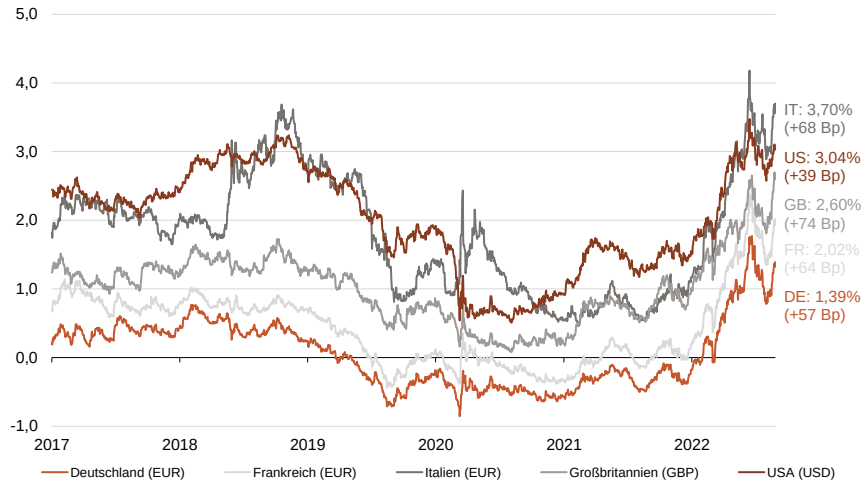
Historische Verteilung: Kurs-Gewinn- & Kurs-Buchwert-Verhältnis



- In den letzten vier Wochen hat sich die Bewertung des S&P 500 kaum verändert. Er handelt jedoch sowohl auf KGV- als auch auf KBV-Basis merklich oberhalb des 10-Jahres-Median.
- Europäische und Schwellenländeraktien sind hingegen historisch nicht teuer bewertet und notieren auf einem historisch fairen Bewertungsniveau.

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 - 26.08.2022

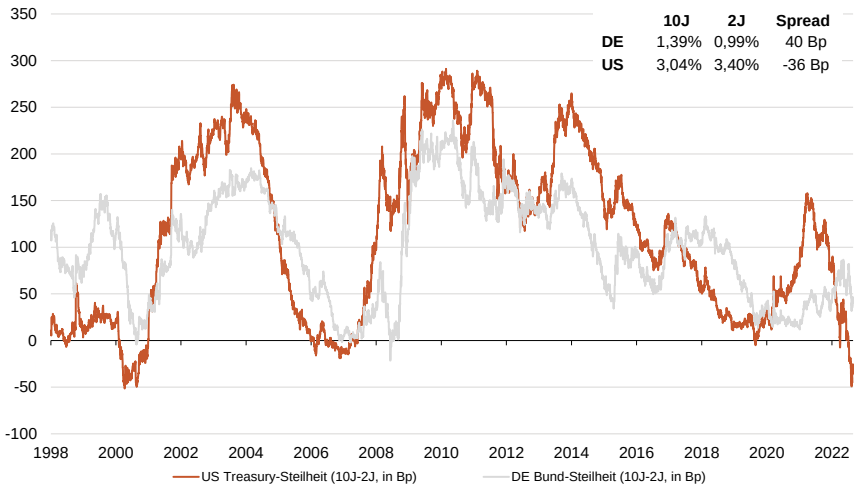
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Nach dem deutlichen Renditerückgang seit Juni legten die Renditen sicherer Staatsanleihen ab Anfang August wieder zu, als die globalen Anleihemärkte infolge restriktiverer Aussagen seitens der Zentralbanken fielen.
- Infolgedessen rentierten US-Staatsanleihen zuletzt wieder über der 3%-Marke.
- Britische Staatsanleihen sahen in den letzten vier Wochen mit 74 Basispunkten die stärkste Renditebewegung.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 26.08.2022

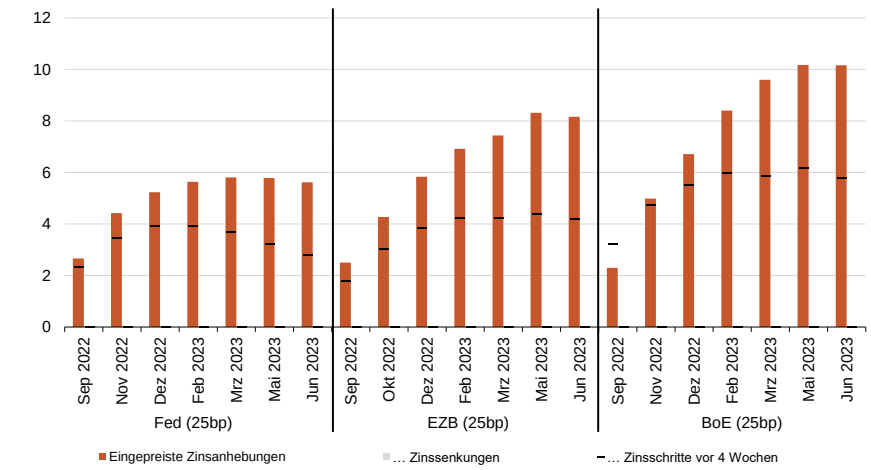
Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Das Tief der US-Renditestrukturkurve scheint hinter uns zu liegen. Zwar ist die Kurve noch invertiert, mit -36 Basispunkten ist sie jedoch merklich vom August-Tief entfernt.
- Die deutsche Renditestrukturkurve tut sich mit dem Weg nach unten hingegen weiterhin schwer. Die Invertierung ist noch über 40Bp entfernt.

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 - 26.08.2022

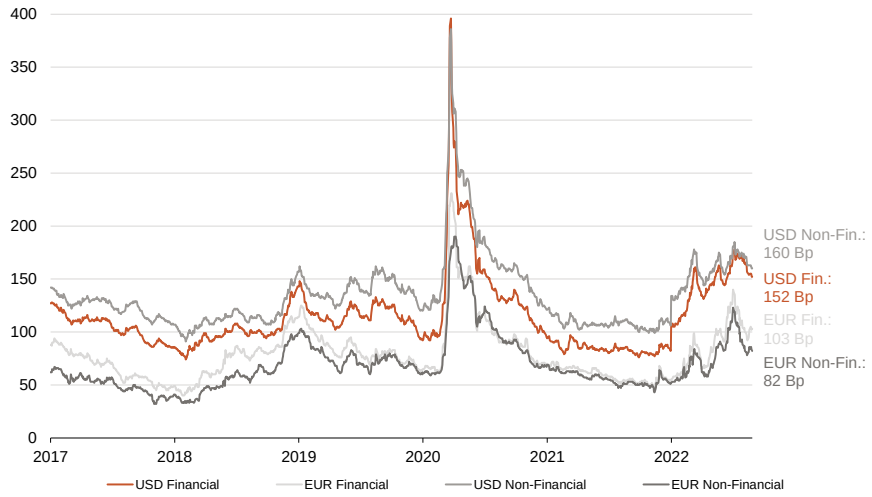
Implizite Leitzinsveränderungen



- Die restriktive Töne von Fed-Präsident Powell bei Jackson Hole ließen die Zinsanhebungserwartungen deutlich anziehen. Im Vergleich zu vor vier Wochen erwartet der Markt nun fünf statt vier Zinsschritte bis zum Jahresende.
- Die Zinsphantasien der Marktteilnehmer bezüglich der EZB sind in den letzten vier Wochen deutlich gestiegen. Für September werden rund 60Bp Zinserhöhung gepreist. Bis zum Jahresende erwartet der Markt knapp 150Bp.

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: 29.07.2022 - 26.08.2022

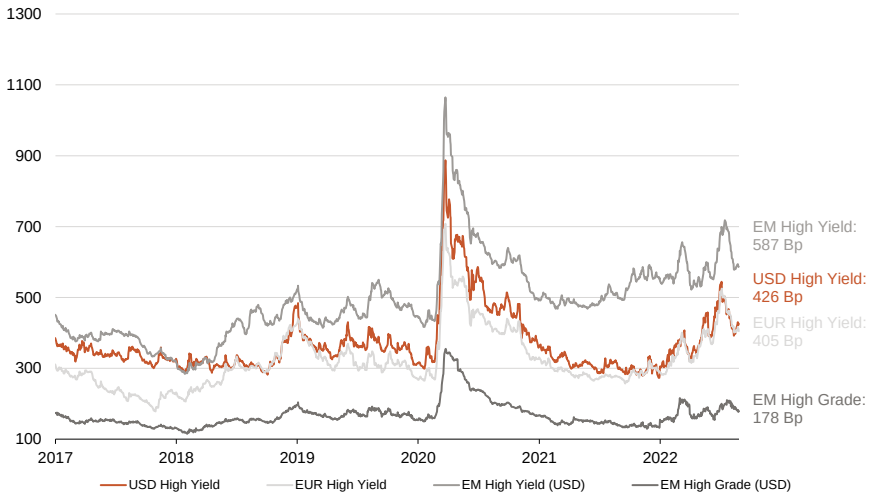
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen sind in den letzten zwei Wochen nicht weiter gefallen. In manchen Segmenten wie EUR-Finanzanleihen ist der Spread sogar um rund 10 Basispunkte gestiegen.
- In allen anderen IG-Segmenten wie USD-Finanz- oder Nicht-Finanzanleihen ging es hingegen eher seitwärts.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 26.08.2022

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Hochzinsanleihen sahen nach dem massiven Spreadverfall ebenfalls eine leichte Gegenbewegung. Das Risk-On-Umfeld scheint somit vorerst vorbei.
- USD-Hochzinsanleihen sahen in den letzten zwei Wochen eine Spreadausweitung von mehr als 25 Basispunkten.
- EUR- und EM-Hochzinsanleihe-Spreads tendierten hingegen nur marginal nach oben.

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: 01.01.2017 - 26.08.2022

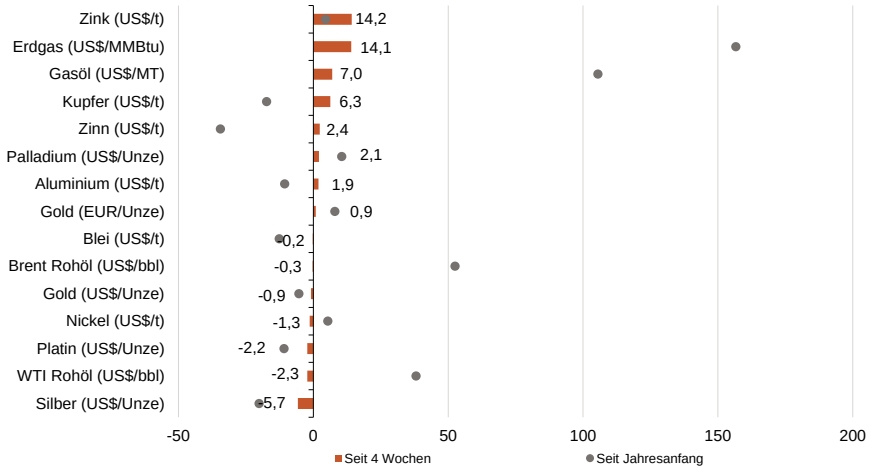
Anleihesegmente in der Übersicht

	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (%, lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	26/08/21 26/08/22	26/08/20 26/08/21	26/08/19 26/08/20	26/08/18 26/08/19	26/08/17 26/08/18
EUR Government	1,91	0,45	7,5	-	-	-	-3,0	-12,5	-14,2	0,8	-0,1	10,7	0,3
Germany	1,16	0,47	7,6	-	-	-	-3,2	-11,0	-12,3	0,0	-2,2	8,0	1,0
EUR Corporate	3,02	0,55	4,8	90	-8	67	-2,4	-10,9	-12,2	2,7	-0,7	6,3	0,3
Financial	3,10	0,59	4,0	103	-7	71	-2,1	-9,4	-10,4	2,3	-0,3	5,8	0,1
Non-Financial	2,97	0,52	5,2	82	-10	67	-2,5	-11,8	-13,2	2,9	-0,9	6,6	0,4
EUR High Yield	6,58	0,05	3,4	405	-55	76	0,6	-10,9	-11,2	8,8	0,1	5,0	1,3
US Treasury	3,30	0,29	6,5	-	-	-	-1,5	-9,7	-10,3	-2,6	7,6	10,2	-1,2
USD Corporate	4,71	0,16	7,2	158	-16	79	-0,6	-13,0	-13,4	2,3	7,9	12,6	-0,5
Financial	4,72	0,17	5,4	152	-20	81	-0,3	-10,6	-11,3	2,1	7,8	11,2	-0,6
Non-Financial	4,70	0,15	8,1	160	-15	78	-0,7	-14,0	-14,4	2,3	7,9	13,1	-0,5
USD High Yield	8,05	-0,07	4,5	426	-41	66	1,0	-9,5	-8,5	10,0	4,0	6,2	3,6
EM High Grade	5,05	0,11	5,5	178	-25	46	0,3	-12,8	-13,4	2,7	4,9	10,8	-0,5
EM High Yield	10,46	-0,89	4,1	587	-99	63	3,9	-16,6	-20,8	7,6	7,3	9,9	-2,1

- Während die Risikoaufschläge tiefer als vor vier Wochen stehen, sind die Renditen auf sichere Staatsanleihen deutlich gestiegen. Die Inflationssorgen scheinen somit erneut die Rezessionssorgen zu dominieren.
- Das Gros der Anleihesegmente, insbesondere Staatsanleihen, haben somit Performance eingebüßt.

ICE BofA Indizes in folgender Abfolge: Euro Government; German Government; Euro Corporate; Euro Financial; Euro Non-Financial; Euro High Yield; US Treasury; US Corporate; US Financial; US Non-Financial; US High Yield; High Grade Emerging Markets Corporate Plus; High Yield Emerging Markets Corporate Plus. EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 26.08.2017 - 26.08.2022

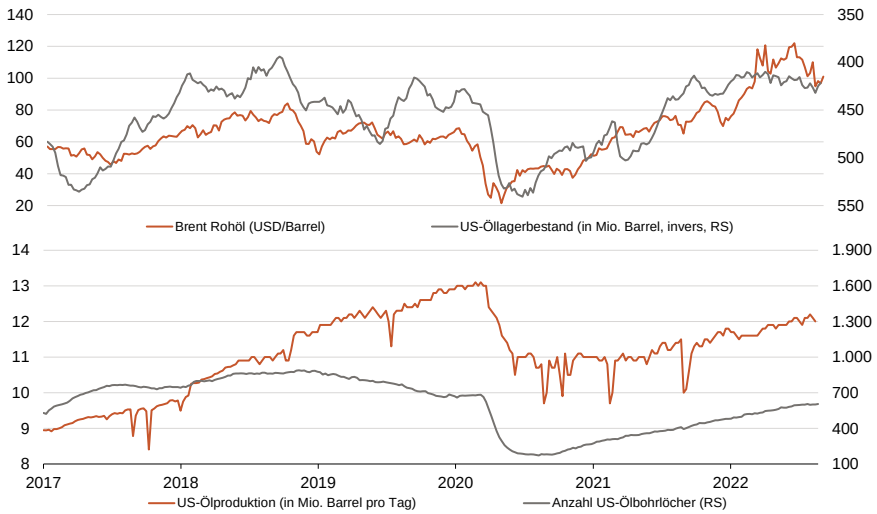
Performance Rohstoffe



- Rohstoffe entwickelten sich über die letzten vier Wochen uneinheitlich.
- Gewinner waren Zink, Erdgas, Gasöl, Kupfer, Zinn, Palladium, Aluminium und Gold gegenüber dem Euro.
- Blei, Rohöl, Gold gegenüber dem US-Dollar, Platin, Silber und Nickel mussten Verluste mitnehmen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 26.08.2022

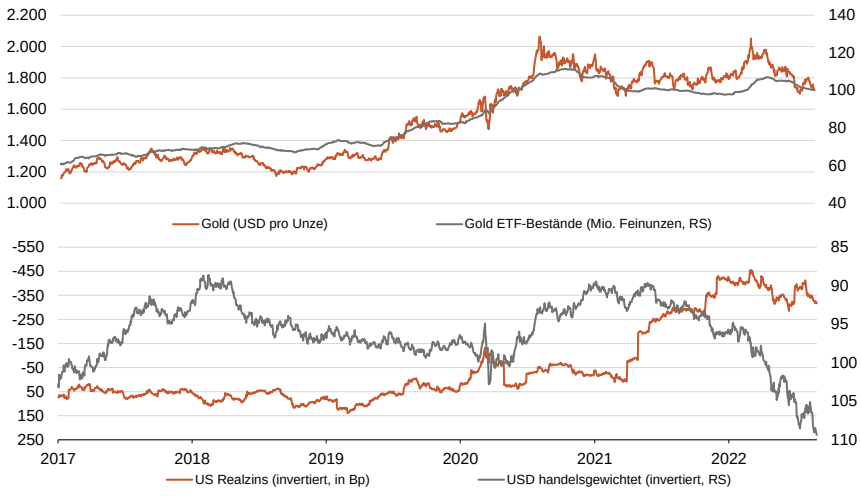
Rohöl



- Rohöl konnte über die letzten vier Wochen Boden bilden. Während der Ölpreis zunächst trotz weiterhin angespannter Angebotssituation unter Rezessionsängsten litt, wurde er zuletzt durch die Aussagen des OPEC-Mitglieds Saudi Arabiens befeuert. Dieser erwähnte mögliche künstliche Produktionskürzungen, was die Angebotssituation weiter verschärfen dürfte.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 26.08.2022

Gold



- Gold bewegte sich über die letzten vier Wochen seitwärts.
- Der steigende Realzins und der stärkere Dollar wurden durch erhöhte geopolitische Risiken kompensiert.

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: 01.01.2017 - 26.08.2022

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstratege 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

Karsten Schneider, CFA | 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

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

Philina Kuhzarani | Analyst Multi Asset Strategy & Research
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit
+49 69 91 30 90-533 | philina.kuhzarani@berenberg.com

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.
Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.
Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.
Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.
Datum: 29. August 2022

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ► Monitor
  Fokus
  Investment Committee
  Protokoll

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
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de