Aktueller Marktkommentar

Zuletzt haben vor allem die Anleiherenditen die Schlagzeilen beherrscht. Fallende Anleiherenditen haben die Zinskurve in den USA invertiert – in der Vergangenheit ein verlässlicher Vorbote für eine anstehende Rezession –, während die 10-jährige Bundesrendite die japanische Staatsanleiherendite unterschritten hat. Was ist da los? Zum einen haben die Konjunkturdaten die ohnehin schon geringen Erwartungen unterboten – Wachstumsängste sind zurück. Darüber hinaus sind die politischen Sorgen nicht weniger geworden, sichere Häfen bleiben nachgefragt. Zudem haben die großen Zentralbanken in den USA und der Eurozone dem Markt signalisiert, dass sie keine Eile mit einer Leitzinserhöhung haben, was die Jagd nach Rendite weiter angefacht hat. In den USA werden schon Zinssenkungen vom Markt eingepreist. Entsprechend positiv haben sich globale Immobilienaktien entwickelt – 18% seit Jahresanfang! Solange die politischen Risiken nicht abebben und die Konjunkturdaten sich nicht stabilisieren, wird ein Anstieg der Anleiherenditen schwierig.

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

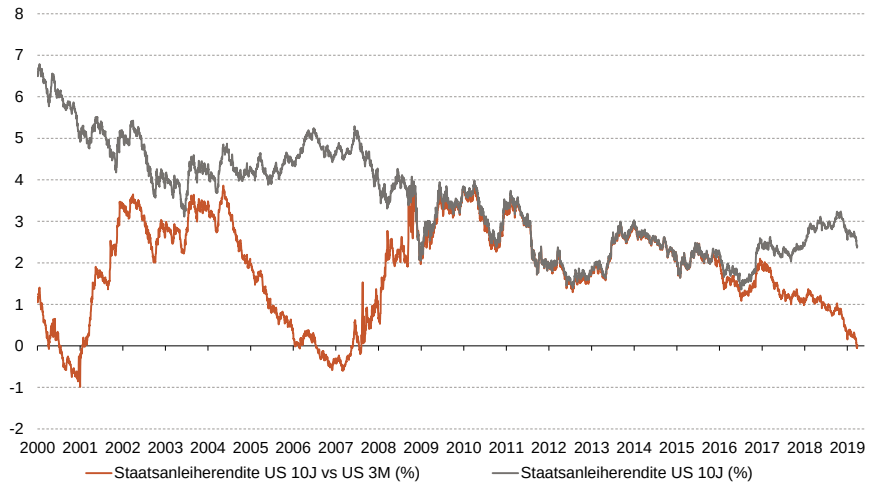
Heiße Phase beim Brexit steht an.

Der Brexit geht in die heiße Phase, denn ohne Verabschiedung eines Austrittsabkommens durch das britische Parlament ist die Austrittsfrist nur bis zum 12. April verlängert. Die Verhandlungen zwischen den USA und China zum Handelskonflikt scheinen hingegen konstruktiv zu verlaufen, sodass der Optimismus für eine Einigung trotz der zeitlichen Verzögerung bislang groß ist.

Insbesondere in den USA steht eine Reihe von Konjunkturdaten an.

Zum Quartalsanfang stehen in den USA eine Reihe von Daten an: Am Dienstag werden die Auftragseingänge für langlebige Güter, am Mittwoch der ISM-Index außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes und am Freitag die Arbeitsmarktdaten inklusiver der Stundenlohnentwicklung veröffentlicht. In Deutschland dürften am Donnerstag die Auftragseingänge in der Industrie zeigen, ob sich nach den schwachen PMI-Daten die Konjunkturaussichten verbessern. Am 10. April steht die EZB-Sitzung im Fokus, wenngleich keine Zinserhöhung mehr in 2019 erwartet wird. Zudem beginnt nächste Woche die neue US-Unternehmensberichtssaison.

Ist die Invertierung der US-Zinskurve ein Warnsignal?



- Eine inverse US-Zinskurve war in der Vergangenheit 12-24 Monate vor einer US-Rezession zu beobachten.
- Die Invertierung hat aktuell aber auch andere Ursachen als Wachstumsängste und fallenden Inflationserwartungen: die Anleihebestände der Zentralbanken, die politischen Risiken sowie die Jagd nach Rendite im Niedrigzinsumfeld. Sie dürfte mehr diese Aspekte widerspiegeln, als Faktoren die zu einer Rezession führen.
- Allerdings besteht die Gefahr einer sich selbsterfüllenden Prophezeiung.

Quelle: Bloomberg, Stand: 01.01.2000 - 29.03.2019

Multi-Asset

	4W (01.03.19 - 29.03.19)	YTD (31.12.18 - 29.03.19)	29.03.18 29.03.19	29.03.17 29.03.18	29.03.16 29.03.17	29.03.15 29.03.16	28.03.14 29.03.15
REITs	5,5	17,8	24,2	-13,3	2,4	-2,5	46,2
Brent	5,1	27,8	10,8	16,3	20,9	-43,8	-38,2
Aktien Frontier Markets	2,7	9,1	-6,8	11,3	19,2	-15,6	21,3
Industriemetalle	2,1	15,2	6,1	-2,3	33,8	-24,7	18,4
Aktien Industrienationen	2,1	14,8	14,0	-0,8	21,3	-7,5	35,0
Aktien Emerging Markets	2,1	12,2	1,6	7,6	27,9	-15,7	25,8
Globale Unternehmensanleihen	1,7	3,8	1,2	6,4	1,6	1,1	-0,5
Globale Staatsanleihen	1,5	1,6	-1,6	7,8	-2,1	4,6	-4,9
USD/EUR-Wechselkurs	1,3	2,2	9,6	-12,5	4,9	-3,6	26,3
Gold	1,2	3,0	6,9	-7,5	5,8	-0,1	16,9
Eonia	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,0
Globale Wandelanleihen	-0,2	8,6	1,9	13,4	13,1	-4,9	1,5

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 Capitalizaiton Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- REITs haben sich aufgrund der weiter gefallenen Anleiherenditen in den vergangenen vier Wochen am stärksten entwickelt und weisen nach Rohöl auch die beste YTD-Performance auf.
- Aktien, Anleihen und Rohstoffe gewannen ebenfalls hinzu, während globale Wandelanleihen leicht nachgaben.
- Seit Jahresbeginn liegen alle Anlageklassen außer Kasse im grünen Bereich.

Gesamtrendite („Total Return") für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.03.2014 - 29.03.2019

Aktien

	4W (01.03.19 - 29.03.19)	YTD (31.12.18 - 29.03.19)	29.03.18 29.03.19	29.03.17 29.03.18	29.03.16 29.03.17	29.03.15 29.03.16	28.03.14 29.03.15
Stoxx Europa 50	3,1	13,9	8,8	-2,8	16,7	-15,7	21,2
MSCI EM Asien	2,6	13,4	2,2	9,9	27,8	-15,9	38,3
Stoxx Europa Defensiv	2,6	11,0	14,2	-2,4	9,6	-11,7	22,4
S&P 500	2,5	16,0	19,9	-0,2	23,0	-1,4	42,8
MSCI Großbritannien	2,5	13,9	9,5	-2,1	13,9	-14,2	21,0
Topix	2,0	9,5	0,7	3,0	21,9	-7,5	45,2
MSCI EM Osteuropa	1,7	10,8	9,4	5,2	33,1	-7,0	-1,8
Euro Stoxx 50	1,4	12,2	2,6	-0,9	19,1	-16,3	19,1
Stoxx Europa Small 200	0,1	13,1	0,9	8,1	14,7	-6,2	15,4
Stoxx Europa Zyklisch	-0,1	12,6	-2,2	3,8	23,6	-17,9	17,7
DAX	-0,7	9,2	-4,7	-0,9	23,4	-16,7	23,8
Russell 2000	-1,7	16,9	11,8	-1,2	31,5	-12,2	37,6

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; Topix: Topix TR (japanische Aktien); Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; Russell 2000: Russell 2000 TR (US Small Caps); Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe 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.

- Auf 4-Wochen-Sicht entwickelten sich europäische Aktien besser als amerikanische Aktien, sodass der Stoxx Europa 50 nun seit Jahresbeginn nur noch knapp hinter dem S&P 500 liegt.
- Der DAX erzielte zuletzt allerdings eine negative Performance, da unter anderem der schwache Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im März (44,1 Punkte) die Konjunktursorgen verstärkte.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.03.2014 - 29.03.2019

Anleihen

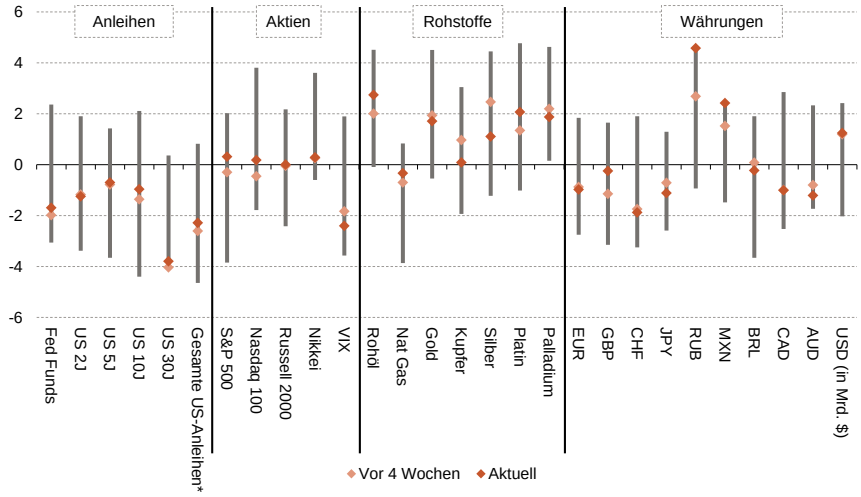
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD) 4W (01.03.19 - 29.03.19)	YTD (31.12.18 - 29.03.19)	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre 29.03.18 29.03.19	29.03.17 29.03.18	29.03.16 29.03.17	29.03.15 29.03.16	28.03.14 29.03.15
USD Unternehmensanleihen	3,8	7,1	15,1	-10,4	8,4	-2,3	33,9
US-Staatsanleihen	3,6	4,0	14,1	-12,2	2,8	-0,4	32,9
Britische Staatsanleihen	2,8	7,6	5,5	-0,3	-3,5	-4,0	29,8
USD Hochzinsanleihen	2,2	9,7	17,2	-9,6	20,1	-7,7	28,2
Deutsche Staatsanleihen	1,8	2,1	4,3	-0,4	-0,7	0,9	11,2
EM-Staatsanleihen (hart)	1,6	4,4	3,8	4,2	8,9	3,5	0,1
EUR Nicht-Finanzanleihen	1,6	3,3	2,5	1,6	2,1	0,4	7,6
Italienische Staatsanleihen	1,5	1,6	-2,2	5,3	-3,5	2,4	14,9
EUR Inflationsind. Anleihen	1,2	1,3	-1,2	5,0	0,3	-2,9	8,8
EUR Finanzanleihen	1,1	3,0	2,0	2,1	3,0	0,6	6,4
EUR Hochzinsanleihen	0,8	4,8	1,8	3,2	7,6	-1,0	4,1
EM-Staatsanleihen (lokal)	-0,1	2,4	-3,8	9,4	7,0	-2,3	-5,5

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: Markit 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.

- Mit Ausnahme von EM-Staatsanleihen in lokaler Währung legten alle Anleihesegmente über die vergangenen vier Wochen zu.
- Britische Staatsanleihen setzten ihre Rallye fort, da sie im Rahmen der Unsicherheiten um den Brexit als sicherer Hafen nachgefragt wurden.
- USD-Anleihen profitierten von fallenden Treasury-Renditen sowie einem stärkeren US-Dollar.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.03.2014 - 29.03.2019

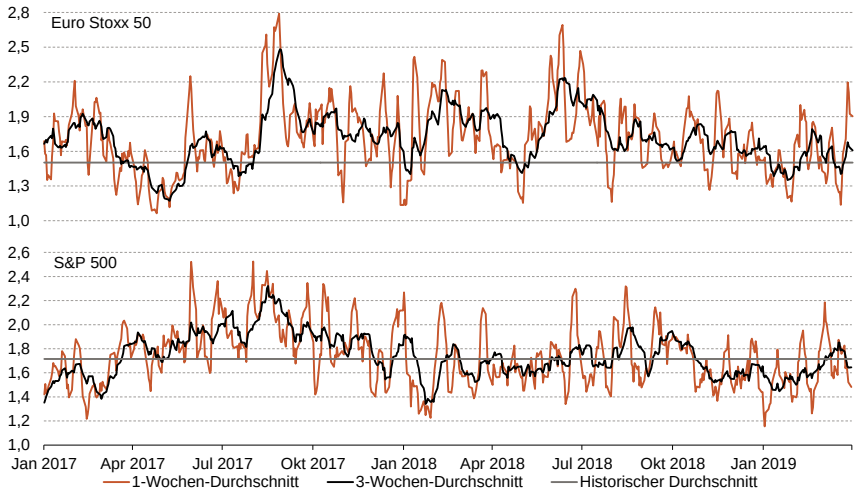
Spekulative Positionierung



- Zuletzt haben spekulative Anleger ihre Shorts bei US-Anleihen reduziert, was den Fall der Anleiherenditen verstärkte. Auch bei Aktien wurden die Short-Positionen tendenziell geschlossen.
- Optimistisch bleiben die Hedge Fonds weiterhin für Rohöl und den russischen Rubel. Dort wurden die Long-Positionen weiter aufgestockt.

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: 26.03.2009 - 26.03.2019

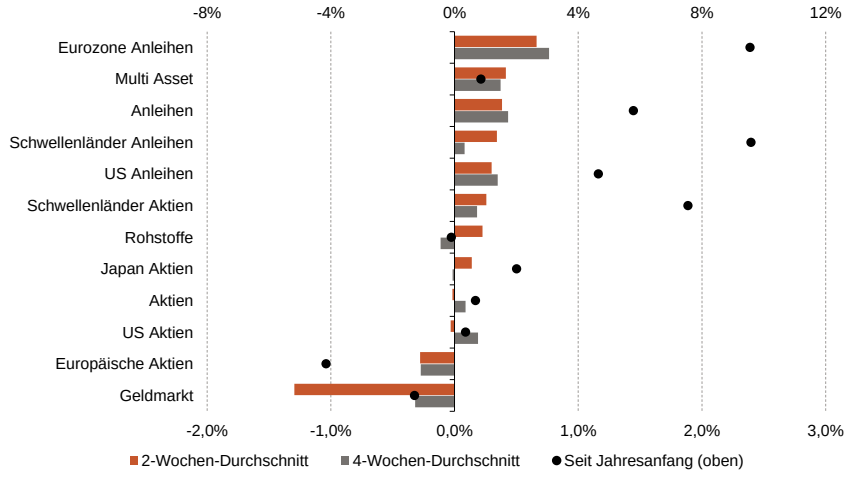
Put-Call-Ratio



- Die Put-Call-Ratios für europäische und US-Aktien weisen zuletzt eine erhebliche Divergenz auf.
- Während die Marktteilnehmer für die USA wieder etwas optimistischer gestimmt scheinen, erhöhten sie jüngst die Absicherungen für europäische Aktien aufgrund von anhaltenden politischen Unsicherheiten und Wachstumssorgen.

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: 01.01.2017 - 29.03.2019

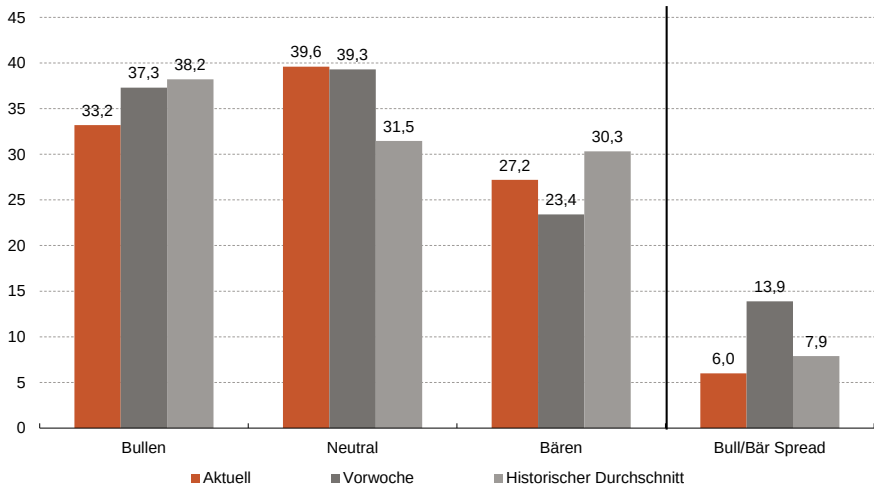
ETF-Flüsse



- Die größten ETF-Zuflüsse (in % des verwalteten Vermögens) verzeichneten Anleihen-ETFs der Eurozone, wohingegen europäische Aktien-ETFs weitere Nettomittelabflüsse hinnehmen mussten - mittlerweile rund -3,9 Mrd. USD seit Jahresbeginn. Die größten ETF-Abflüsse erlitten Geldmarkt-ETFs.
- Die absolut größten Nettomittelabflüsse fielen mit rund -5,0 Mrd. USD innerhalb der letzten zwei Wochen auf amerikanische Aktien-ETFs.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2018 - 29.03.2019

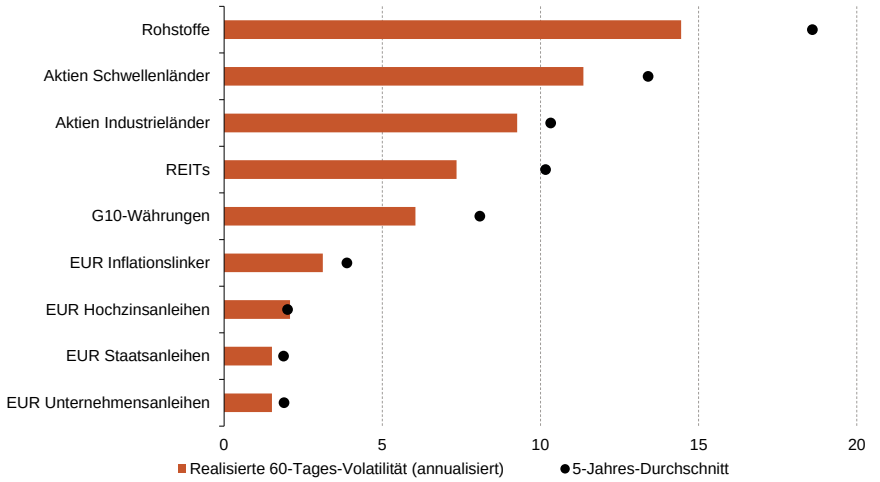
AAII Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Der Anteil der Bullen ist im Vergleich zur Vorwoche um 4 Prozentpunkte gefallen, währen der Anteil der Bären fast genau um diesen Wert stieg.
- Der auf 6,0% gesunkene Bull/Bär-Spread spiegelt nur eine moderat optimistische Haltung der Anleger wider, die weiteres Potenzial für die Märkte bietet.

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 - 28.03.2019

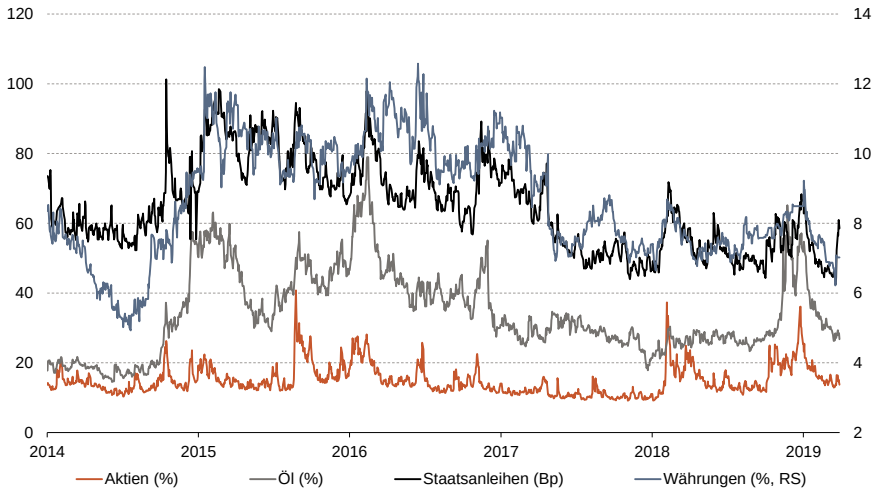
Realisierte Volatilitäten



- In den letzten zwei Wochen sind die realisierten 60-Tages-Volatilitäten verbreitet zurückgegangen, insbesondere bei Rohstoffen und REITs. Im Vergleich zum volatilen Dezember und Jahresanfang ist relative Ruhe eingekehrt.
- Mit Ausnahme von EUR Hochzinsanleihen ist die realisierte Volatilität bei allen Subanlageklassen unter den jeweiligen 5-Jahres-Durchschnitt gesunken.

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: 29.03.2014 - 29.03.2019

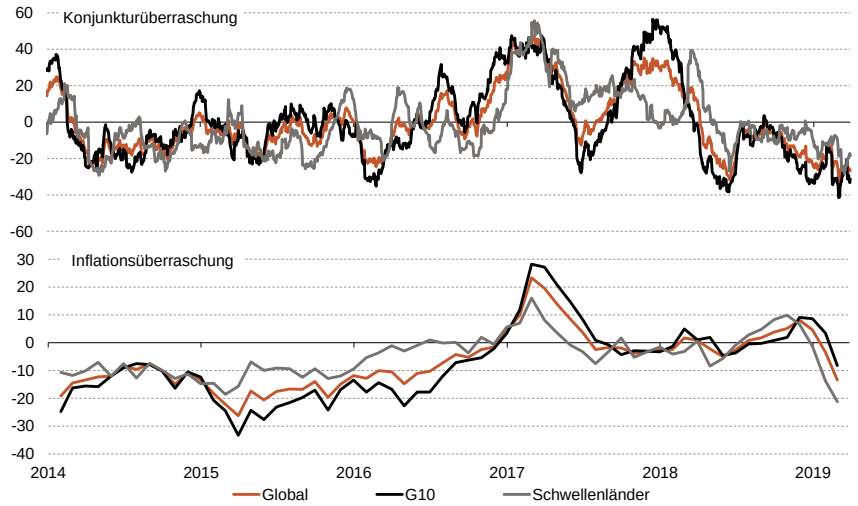
Implizite Volatilitäten



- Die impliziten Volatilitäten verharrten überwiegend auf niedrigen Niveaus, nur bei Staatsanleihen sprang sie deutlich an.
- Die kurzzeitige Invertierung der US-Zinsstrukturkurve hat Wachstumssorgen ausgelöst, sodass Staatsanleihen gefragt waren. Auch die Einpreisung von US-Zinssenkungen und ein Aufschub einer EZB-Zinswende haben unterstützt.

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 - 29.03.2019

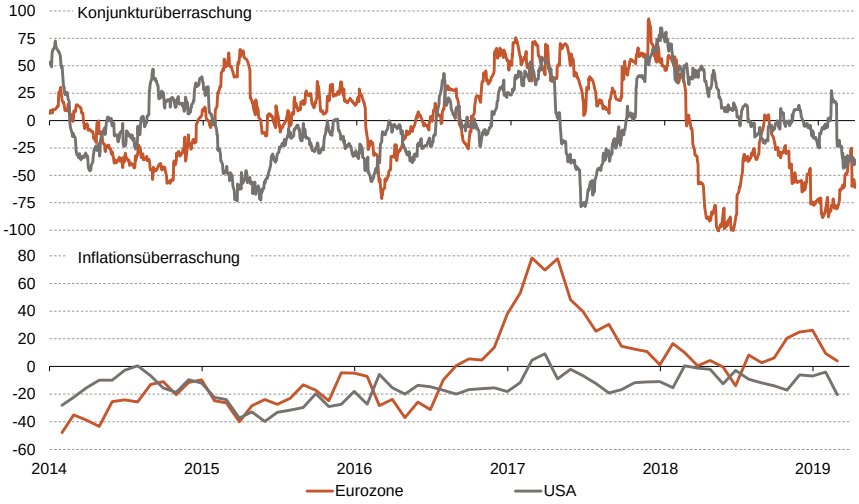
Global



- Die Konjunkturdaten in den Schwellenländern haben jüngst weniger stark enttäuscht. In Russland waren z.B. die Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze im Februar besser als erwartet.
- Aus globaler und G10-Sicht gab es kaum eine Verbesserung. Die Konjunkturdaten haben weiterhin enttäuscht. Vor allem aus der Eurozone gab es jüngst enttäuschende Daten.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.03.2019

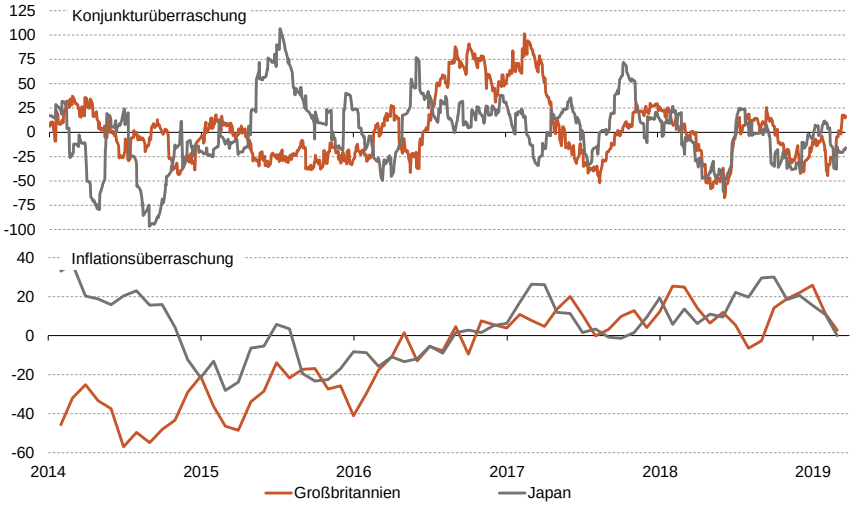
Eurozone & USA



- Die Eurozone konnte das Momentum in Richtung positiven Konjunkturüberraschungen nicht fortsetzten. In Deutschland hat der Einkaufsmanagerindex für die Industrie mit 44,1 Punkten (erw. 48) stark enttäuscht, was die Rezessionsängste wieder aufflammen ließ. Ein besser als erwarteter Ifo und ZEW Index hat die Märkte jedoch etwas beruhigt.
- In den USA war jüngst das Konsumentenvertrauen schlechter als erwartet, während die Handelsbilanz im Januar besser als erwartet ausgefallen ist.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.03.2019

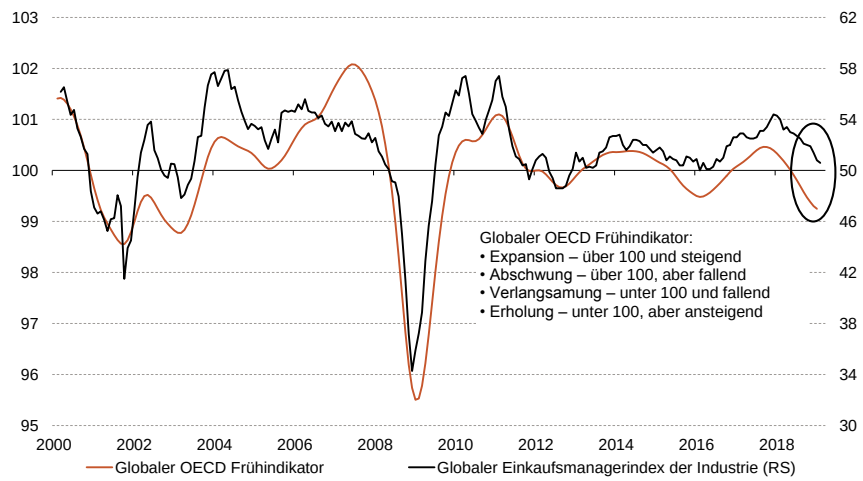
Großbritannien & Japan



- Trotz des Brexit-Chaos konnten die Konjunkturdaten in Großbritannien nach oben überraschen. Die Arbeitslosenquote fiel auf 3,9%, der niedrigste Wert seit 1975. Die Inflation ist unerwartet auf 1,9% (erw. 1,8%) gestiegen.
- In Japan ist die Arbeitslosenquote auf das Allzeittief von 2,3% gefallen.

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: 01.01.2014 - 29.03.2019

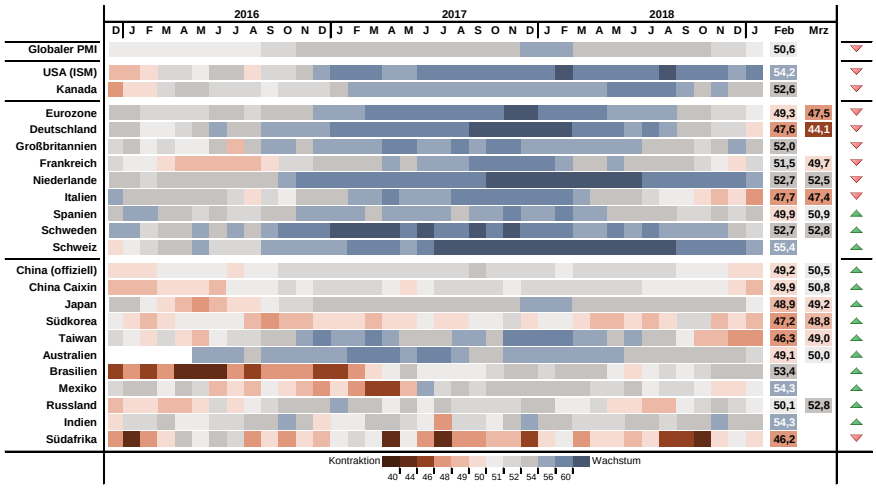
OECD Frühindikator & Einkaufsmanagerindex



- Nach den jüngst enttäuschenden PMI-Werten für die Industrie in Europa, wird die konjunkturelle Erholung noch etwas auf sich warten lassen. Der globale PMI könnte im März unter die wichtige 50er-Marke fallen.
- Dieses Bild bestätigt auch der OECD Frühindikator, welcher immer noch fallend ist, wenn auch mit abnehmender Geschwindigkeit.

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 - 28.02.2018

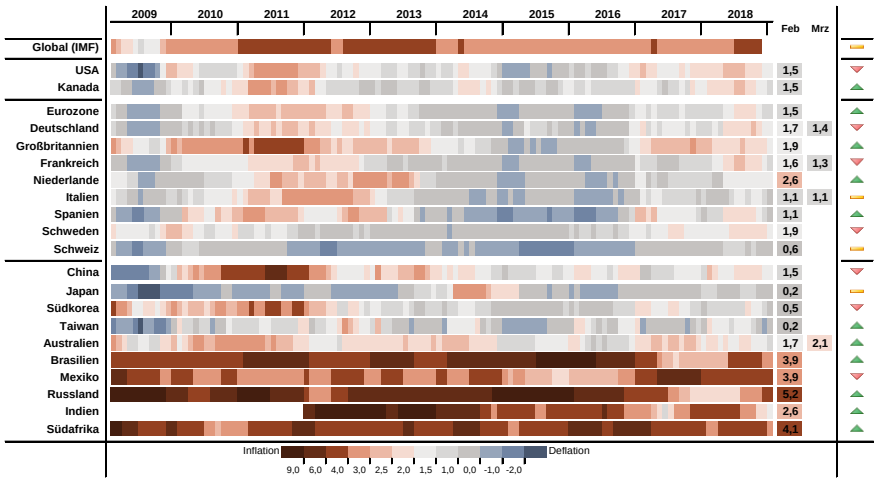
Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Die industrielle Lage in Deutschland hat sich weiter verschlechtert. Der PMI ist mit einem Wert von 44,1 auf dem niedrigsten Stand seit August 2012 gefallen.
- In China sind die PMIs jüngst wieder über 50 gestiegen, was auf eine Erholung der Konjunktur hindeuten könnte.

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: 31.12.2015 - 31.03.2019

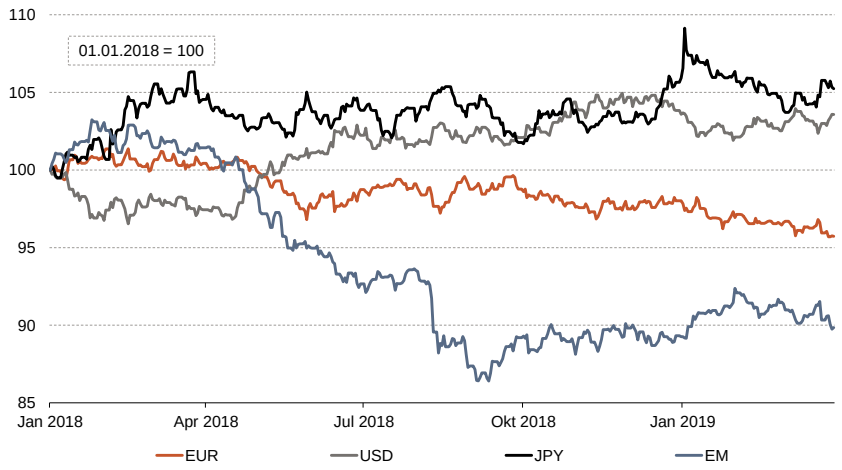
Gesamtinflation



- Nach zuletzt stabilen Inflationsdaten in Deutschland ist die Inflation im März mit 1,4% deutlich geringer als im Vormonat ausgefallen. In Frankreich ist die Inflation auf 1,3% gefallen.
- Die Inflation in Großbritannien ist im Februar auf 1,9% gestiegen. Vor allem steigende Nahrungsmittelpreise führten zu einer erhöhten Inflation.

Die Messung der Inflation (in %, ggü. Vorjahr) erfolgt anhand eines Verbraucherpreisindizes, auch Warenkorb genannt. In diesem Warenkorb sind anteilig alle Güter und Dienstleistungen enthalten, die ein Haushalt im Durchschnitt pro Jahr erwirbt.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.03.2009 - 31.03.2019

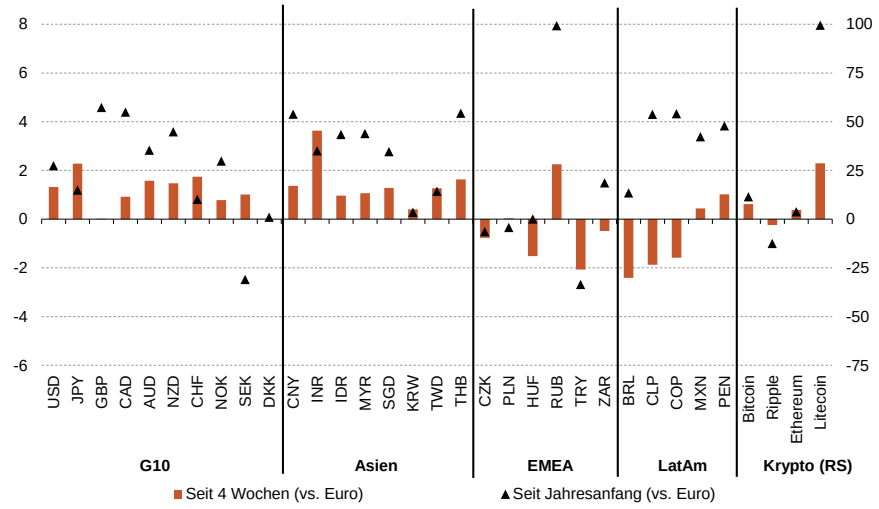
Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Der handelsgewichtete Yen beendete vorerst den seit Jahresbeginn herrschenden Abwärtstrend und profitierte von globalen Wachstumssorgen.
- Spiegelbildlich legte auch der USD zu, während EM-Währungen an Wert verloren.
- Der Euro wurde zusätzlich durch den ungewissen Ausgang der Brexit-Abstimmungen und Konjunktursorgen belastet.

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 - 29.03.2019

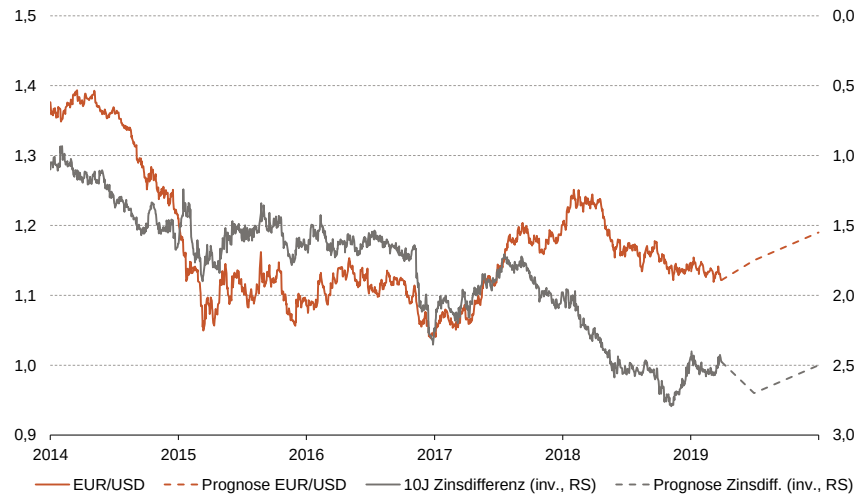
Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Unter den G10-Währungen entwickelten sich der Schweizer Franken und der japanische Yen aufgrund ihrer Charakteristika als sicherere Häfen am besten gegenüber dem Euro.
- Eine weitere Aufhellung der Wirtschaftsdaten sowie innen- und außenpolitische Stabilisierung haben die indische Rupie aufwerten lassen.
- Mit dem brasilianischen Real und dem chilenischen sowie dem kolumbianischen Peso gerieten vor allem lateinamerikanische Währungen unter Druck.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 29.03.2019

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der EUR/USD-Wechselkurs schwankt weiter um 1,13 Dollar je Euro seitwärts. Unsere Ökonomen erwarten eine Aufwertung des Euros gegenüber dem USD im Laufe des Jahres.
- Nachdem die Renditen der Staatsanleihen auf beiden Seiten des Atlantiks zuletzt gefallen sind, verharrt die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen Bunds und 10-jährigen Treasuries weiter um die Marke von 2,5 Prozentpunkten.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigend Bundesanleihen. Die Prognosen wurden von der Berenberg Volkswirtschaft erstellt.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.03.2019

Sektor- und Styleperformance in Europa

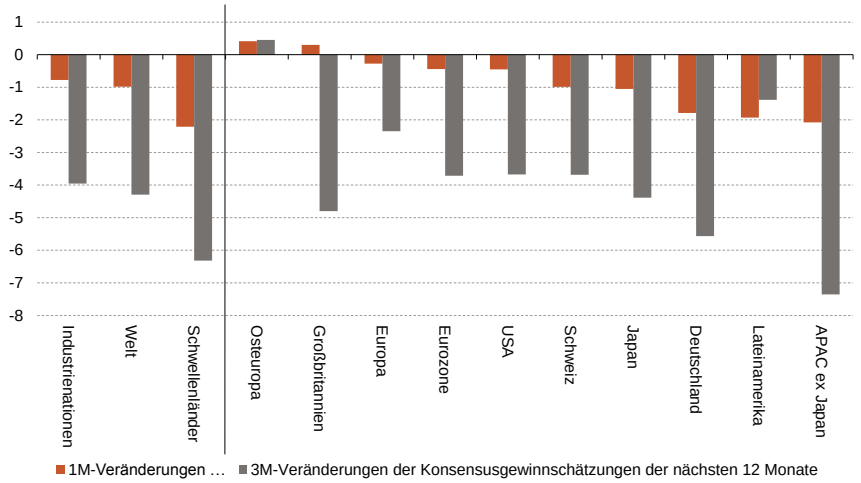
	4W (01.03.19 - 29.03.19)	YTD (31.12.18 - 29.03.19)	29.03.18 29.03.19	29.03.17 29.03.18	29.03.16 29.03.17	29.03.15 29.03.16	28.03.14 29.03.15
Basiskonsumgüter	6,2	17,2	14,7	-6,0	8,8	1,5	28,6
Gesundheit	3,3	13,4	18,9	-8,8	9,8	-16,1	37,0
Versorger	3,1	11,7	17,0	1,7	3,8	-8,1	11,0
Growth	2,8	15,0	8,9	0,6	11,8	-8,2	25,6
Telekommunikation	2,6	2,4	0,7	-9,4	-4,3	-8,1	28,4
Energie	2,5	12,7	16,2	6,7	26,5	-15,5	-1,9
Informationstechnologie	2,0	16,1	10,5	6,3	22,8	-5,3	25,5
Grundstoffe	1,4	15,9	5,1	6,8	37,8	-22,5	14,4
Industrie	0,9	13,9	3,0	3,0	20,7	-8,4	15,5
Value	0,5	10,6	2,1	0,0	21,0	-18,9	17,7
Zyklische Konsumgüter	-1,0	14,2	-0,6	3,3	12,2	-13,9	29,8
Finanzen	-2,2	8,9	-8,6	2,8	24,3	-22,9	20,4

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.

- Basiskonsumgüter verzeichneten in den letzten vier Wochen starke Zuwächse und führen damit auch seit Jahresbeginn die europäischen Aktienmärkte an.
- Weitere defensive Sektoren, wie Versorger oder Telekommunikation, legten zuletzt zu, während Finanztitel sowie zyklische Konsumgüter über die letzten vier Wochen eine negative Performance aufwiesen.

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: 28.03.2014 - 29.03.2019

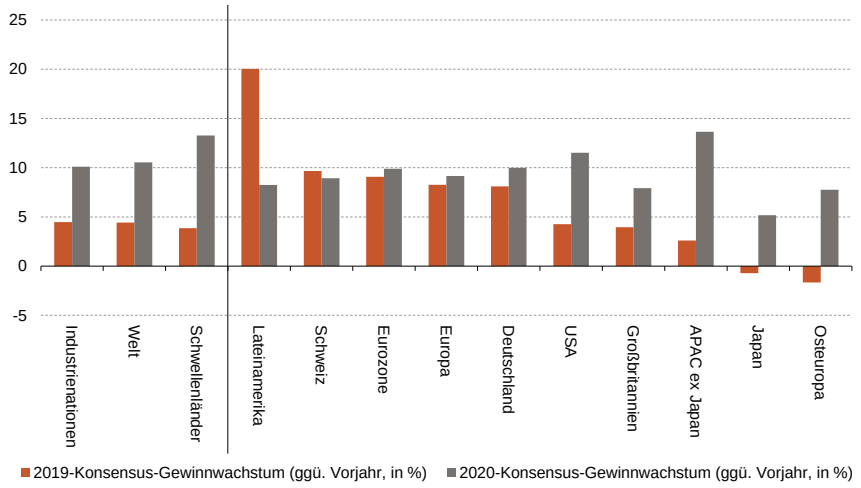
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Mit Ausnahme von Osteuropa und Großbritannien setzten sich die negativen Gewinnrevisionen fort.
- Die Unternehmen in den Schwellenländern, insbesondere in Asien-Pazifik, sind weiter besonders von der globalen Wachstumsverlangsamung betroffen.
- In Europa scheint sich eine Stabilisierung der Gewinnschätzungen abzuzeichnen.

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: 29.03.2019

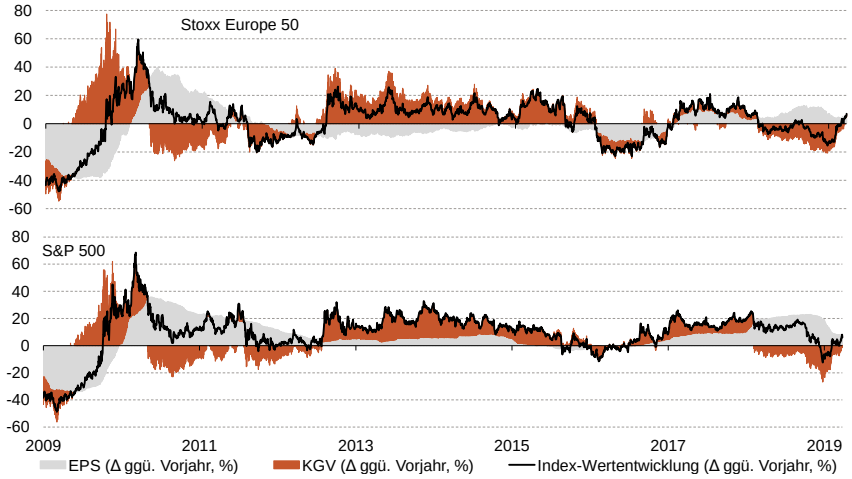
Gewinnwachstum



- Das vom Konsensus erwartete Gewinnwachstum für 2019 variiert stark von Region zu Region. Denn während in Japan und Osteuropa mit Gewinnrückgängen gegenüber dem Vorjahr gerechnet wird, erwarten die Analysten, dass lateinamerikanische Unternehmen ihre Gewinne um 20% steigern können.
- Das Bild für das Jahr 2020 sieht deutlich einheitlicher aus, wobei in Asien-Pazifik das stärkste Wachstum erwartet wird.

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: 29.03.2019

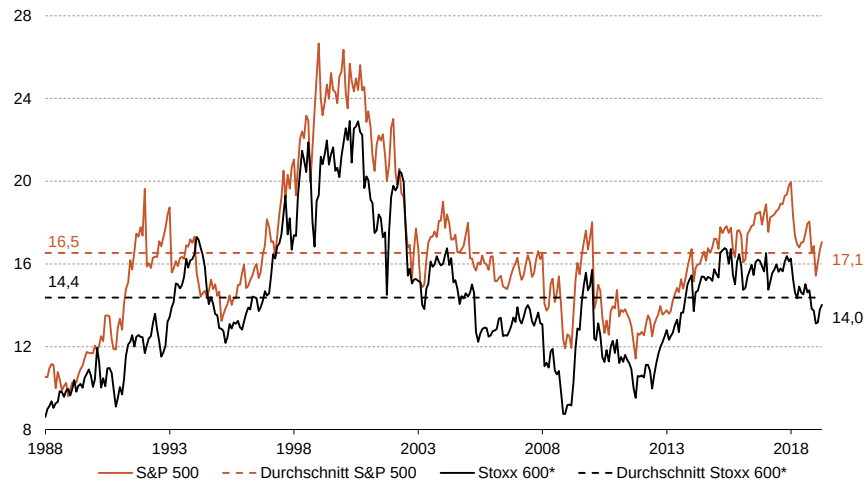
Kontributionsanalyse



- Aktien haben sowohl in Europa als auch in den USA in den letzten zwölf Monaten an Wert gewonnen, angetrieben durch steigende Gewinnschätzungen.
- Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ging hingegen verglichen zum Vorjahr leicht zurück.

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 - 29.03.2019

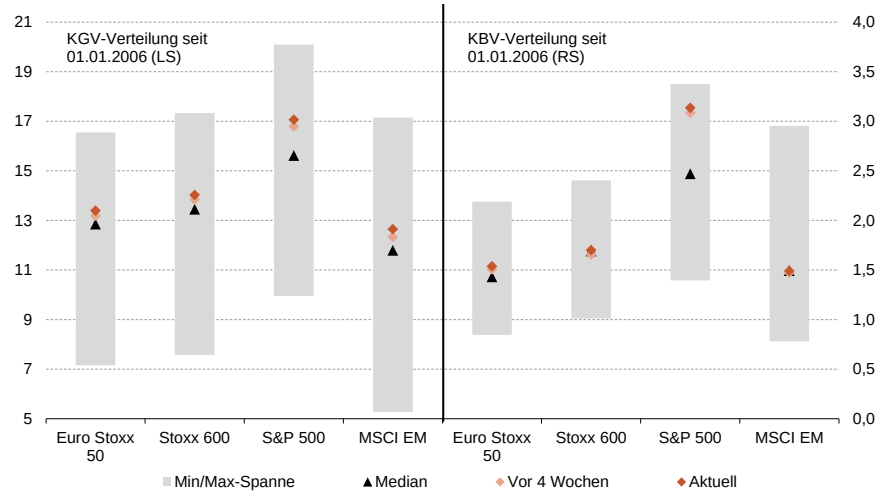
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Negative Gewinnrevisionen und steigende Aktienkurse haben die Kurs-Gewinn-Verhältnisse jüngst in die Höhe getrieben.
- US-Aktien sind nun leicht teurer als im historischen Durchschnitt, während europäische Aktien leicht günstiger notieren.
- Damit die Aktien weiter nach oben klettern, müssen die Konjunkturdaten sich demnächst stabilisieren.

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 - 29.03.2019

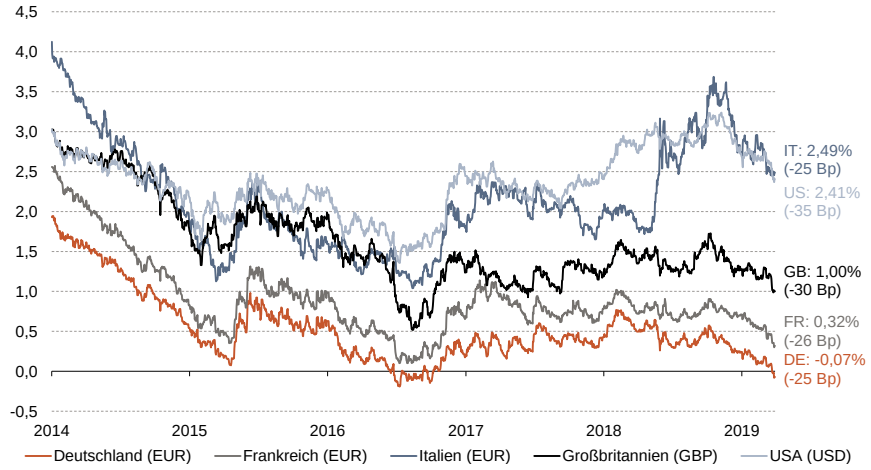
Historische Verteilung: Kurs-Gewinn- & Kurs-Buchwert-Verhältnis



- Verglichen mit dem historischen Median seit 2006 sind Aktien auf KGV-Basis leicht teuer in der Eurozone, Europa und den Schwellenländern bewertet.
- Die USA bleiben die teuerste Aktienregion in absoluter und relativer Hinsicht. Dies gilt sowohl für das Kurs-Gewinn- als auch für das Kurs-Buchwert-Verhältnis.

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 - 29.03.2019

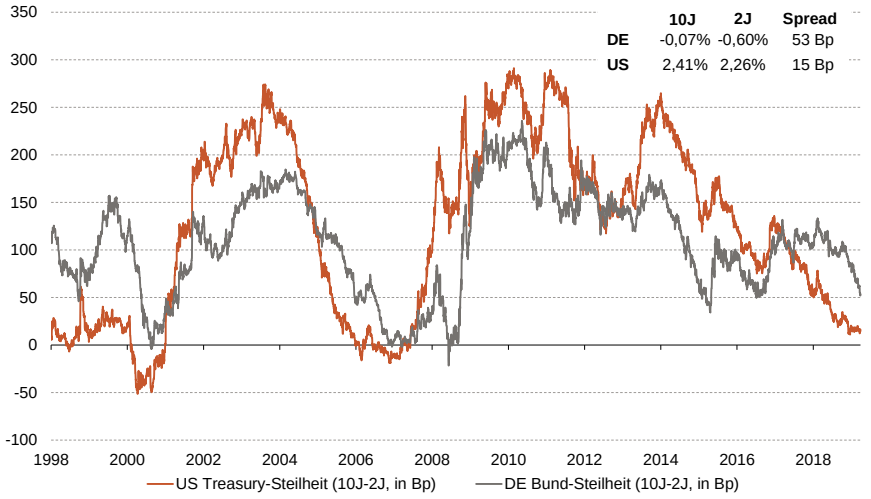
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Nachdem die Zentralbanken weiterhin taubenhaft agieren und die Konjunktursorgen zurückgekehrt sind, sind die Renditen auf Staatsanleihen in der Breite gefallen. Mit einer Renditeeinengung von 35 Basispunkten waren die US-Staatsanleihen die Spitzenreiter.
- Die Renditen auf 10-jährige deutsche Staatsanleihen sind ins Negative gedreht, was zuletzt 2016 der Fall war.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.03.2019

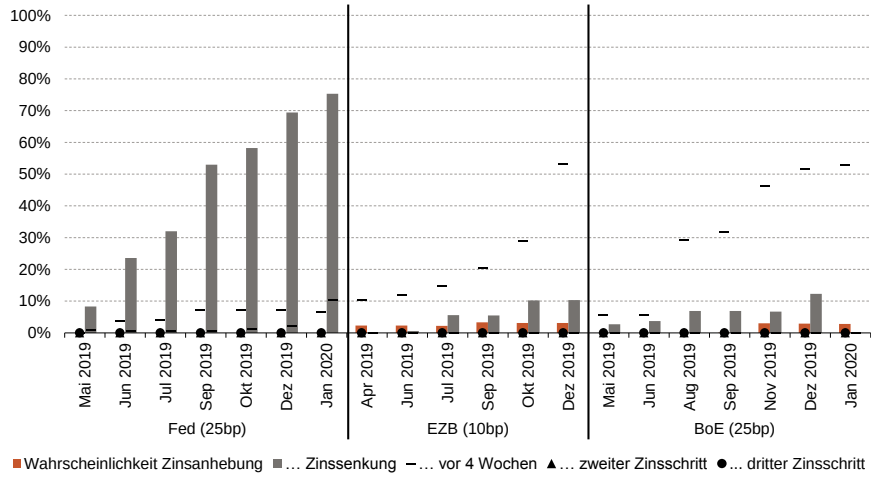
Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Sowohl die 2- als auch 10-jährige deutschen Staatsanleihen weisen nun negative Renditen auf. Infolgedessen hat sich der Spread auf 53 Bp eingeengt.
- Die Steilheit zwischen 3-monatigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen ist jüngst ins Negative gedreht, während die Differenz zwischen den 2- und 10-jährigen weiterhin nahe 20 Basispunkte verharrt.

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 - 29.03.2019

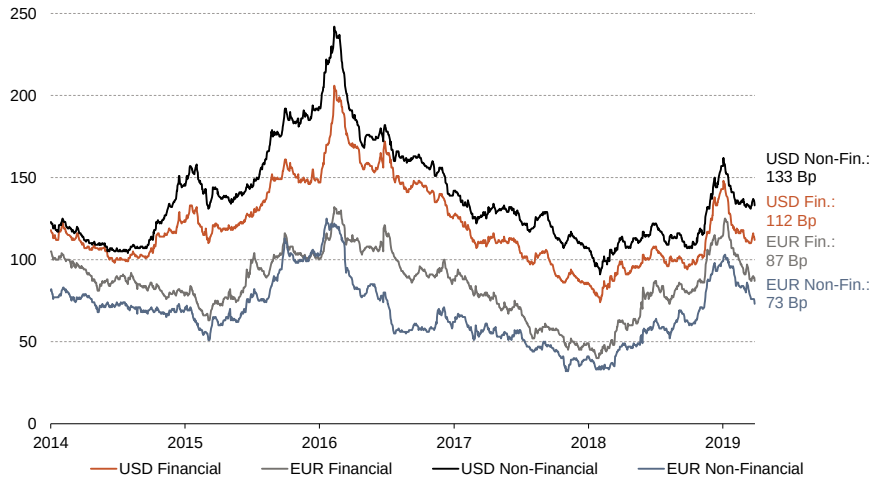
Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



- Der Markt preist für 2019 keine Zinserhöhung durch die Fed, EZB oder BoE mehr ein. Niedrige Inflationswerte und schwache Konjunkturdaten bremsen die Zentralbanken aus.
- Für die USA erwartet der Markt sogar eine Zinssenkung in 2019 mit einer Wahrscheinlichkeit von knapp 70%, denn Trump macht Druck und die US-Zinsstrukturkurve (3M vs. 10J) invertierte jüngst.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Wahrscheinlichkeit einer Änderung des Leitzinses zu ermitteln.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.03.2019 - 29.03.2019

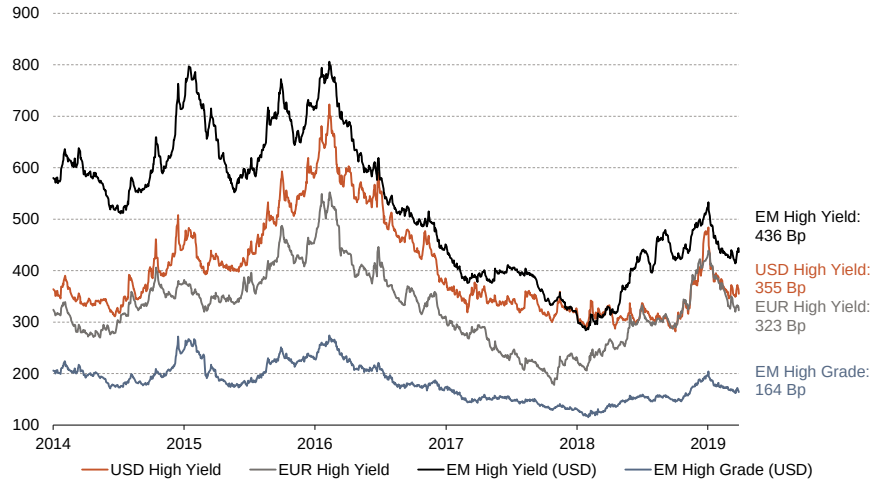
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Jüngst sind die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen wieder leicht gestiegen, was auf ein Ende der seit Jahresanfang fortschreitenden Spreadeinengung hindeuten könnte.
- Lediglich die Risikoaufschläge auf EUR-Nicht-Finanzanleihen sind im Zwei-Wochen-Vergleich leicht gesunken. Besonders der Medien- und Energie-Sektor haben sinkende Risikoaufschläge erfahren.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 29.03.2019

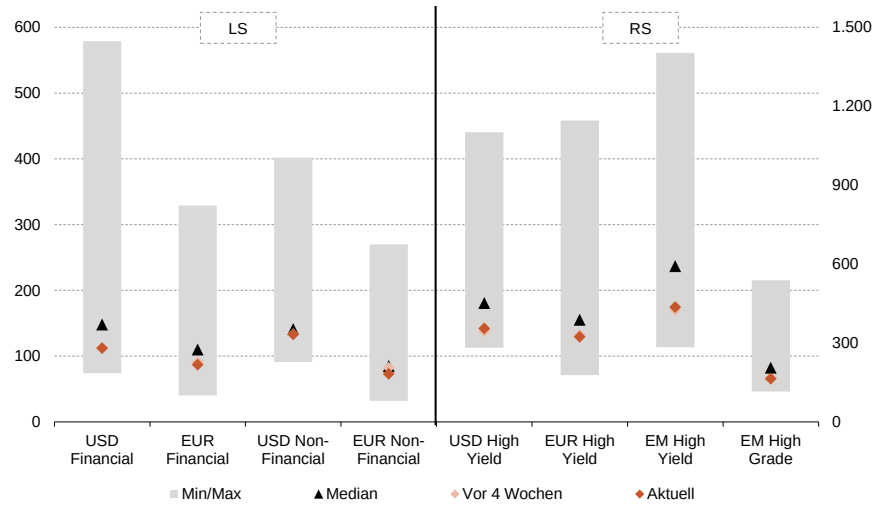
Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Auch bei den Hochzinsanleihen gab es zuletzt eine Spreadausweitung. Hiervon waren besonders EM- und USD-Hochzinsanleihen betroffen.
- Auf der USD-Seite wurde vor allem der Automobil-, Retail- und Freizeit-Sektor durch steigende Risikoaufschläge belastet. Die sich eintrübenden Konjunkturaussichten belasten somit besonders die zyklischen Sektoren.

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 - 29.03.2019

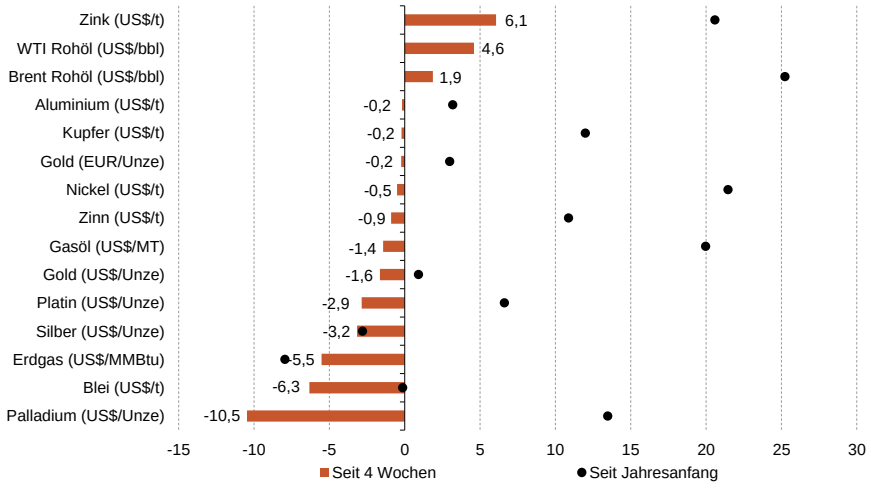
Historische Verteilung der Credit-Spreads (in Bp)



- Nach seit Jahresanfang stetig sinkenden Risikoaufschlägen gab es zuletzt wieder leicht steigende Risikoaufschläge.
- Der Risikoaufschlag auf USD-Nicht-Finanzanleihen ist nach der letzten Bewegung nun nahe dem 10-Jahres-Median.

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: 04.01.2009 - 29.03.2019

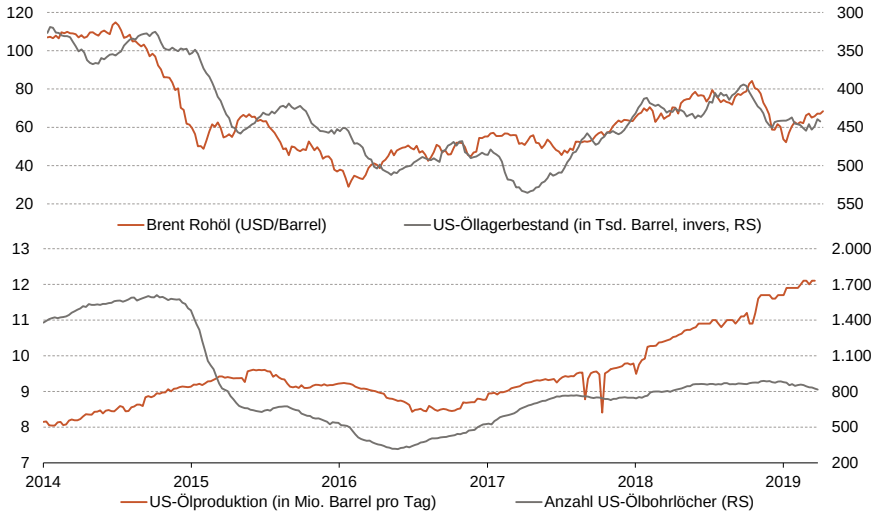
Performance Rohstoffe



- Auf 4-Wochen-Sicht verzeichneten Rohstoffe überwiegend Verluste. Konjunktursorgen, ein fester US-Dollar und eine noch nicht absehbare Einigung im Handelskonflikt zwischen den USA und China haben die Anlageklasse belastet.
- Der Rohölpreis ist leicht angestiegen. Größere Zugewinne wurde unter anderem durch US-Präsident Trump verhindert, der Druck auf die OPEC ausübt die Fördermenge zu erhöhen.
- Palladium hat deutlich korrigiert. Dies könnte der Beginn des Platzens der jüngsten Spekulationsblase sein.

Gesamtrendite („Total Return") von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 29.03.2019

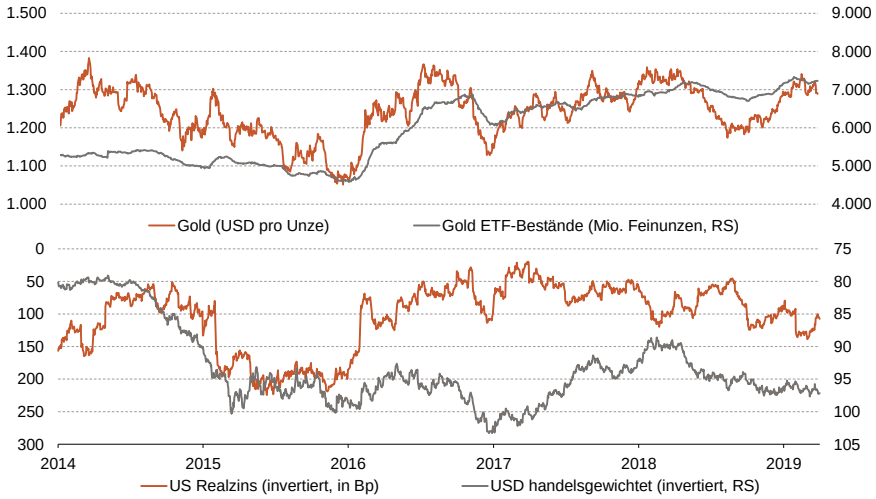
Rohöl



- Die OPEC und insbesondere Saudi-Arabien halten das Ölangebot knapp. Zusätzlich treiben Förderausfälle in Venezuela den Preis, während der geringer als vereinbarter Förderrückgang in Russland nicht ins Gewicht fiel.
- Der Rückgang der aktiven Bohrlöcher in den USA könnte ein Hinweis sein, dass der zukünftige Anstieg der US-Ölproduktion weniger dynamisch als bislang erwartet ausfällt.
- Zuletzt unterstützte ein Anstieg der spekulativen Netto-Long-Positionen.

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 - 29.03.2019

Gold



- Der Goldpreis ist zuletzt erneut unter die Marke von 1.300 US-Dollar je Unze zurückgefallen. Insbesondere der feste US-Dollar hat belastet.
- Das Umfeld von Konjunktursorgen, sinkenden US-Realzinsen, steigenden ETF-Beständen und der abwartenden Geldpolitik der Fed und EZB spricht für einen Goldpreisanstieg.

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 - 29.03.2019

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

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

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

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

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ► Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

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 ein Online-Glossar zur Verfügung.
Stand: 1. April 2019

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