

### Aktueller Marktkommentar

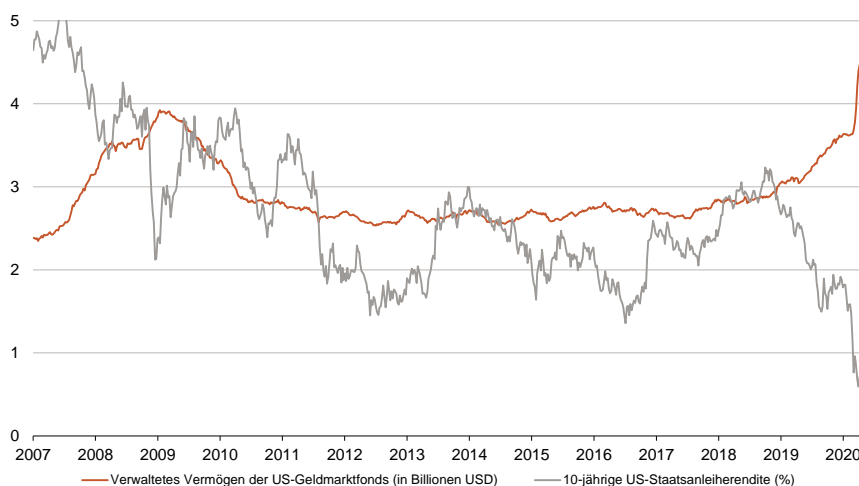
Wieso fallen die Aktienkurse nicht weiter – schließlich droht eine schwere, globale Rezession und die Unternehmensgewinne brechen ein? Entsprechend vorsichtig sind viele Anleger positioniert und die Broker pessimistisch gestimmt. Der Konsensus geht davon aus, dass die alten Tiefstände von Mitte März mindestens noch einmal getestet, wenn nicht unterschritten werden. Rennen alle in eine Richtung, erhöht das jedoch die Wahrscheinlichkeit, auf dem falschen Fuß erwischt zu werden. Die Aktienmärkte sind zuletzt kräftig gestiegen, auch der DAX befindet sich nach mehr als 20% Erholung wieder im Bullenmarkt. Und nun dürften die ersten systematischen Strategien, die auf Preismomentum setzen, wieder Aktien kaufen – und das bei dünner Liquidität. Viele Investoren bekommen allmählich Angst, auf dem Weg nach oben nicht dabei zu sein. Die Unsicherheit bleibt allerdings gewaltig, sodass es uns richtig erscheint, risikobehaftete Anlagen nur Schritt für Schritt zu erhöhen, zumal wir bei Aktien bereits seit drei Wochen etwas Übergewichtet sind.

### Kurzfristiger Ausblick

In Europa ist die Corona-Welle wahrscheinlich an ihrem Hochpunkt angekommen, während dieser in den USA ebenfalls zeitnah bevorstehen dürfte. Somit liegt der Fokus der Anleger auf der langsamen Rückkehr zur Normalität. Österreich und Dänemark haben diese bereits für Mitte April angekündigt. Auch in anderen Ländern wie Deutschland und den USA wird diese intensiv diskutiert. Am 16.-17. April besprechen sich die G20-Finanzminister und Zentralbankpräsidenten.

Heute ist der inoffizielle Start der S&P 500-Berichtssaison. Die Anleger werden gespannt die Auswirkungen der Pandemie auf die Unternehmensausblicke verfolgen. Am Mittwoch werden für die USA die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion für März sowie der Empire State Index für April veröffentlicht. Am Donnerstag stehen wieder die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung (USA) und am Freitag das Q1-Wirtschaftswachstum, die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze im März für China an.

### Anleger verfügen über genügend trockenes Pulver



- Das Volumen von Geldmarktfonds in den USA, z.B., hat ein Rekordvolumen von ca. 4,5 Billionen USD erreicht. Deutlich höher als in der Spitze der Finanzmarktkrise. Trockenes Pulver haben die Anleger damit genügend.
- Gleichzeitig sinken die Zinsen weltweit immer mehr. Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen sind auf ein neues Rekordtief im März gesunken. Die Anleger werden somit zwangsläufig in riskantere Segmente gedrängt, wollen sie eine auskömmliche Rendite erzielen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 03.01.2007 - 08.04.2020

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

*Schrittweise Rückkehr zur Normalität in Sicht.*

*Konjunkturdaten und Unternehmenskennzahlen sind wieder stärker im Fokus.*



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (13.03.20 - 10.04.20)	YTD (31.12.19 - 10.04.20)	10.04.19	10.04.18	10.04.17	10.04.16	10.04.15
Gold			33,0	7,0	-8,4	8,8	-4,5
Aktien Industrienationen	-13,8	6,3	-3,6	14,7	-1,0	24,2	-13,1
Globale Wandelanleihen	-7,0	1,7	-0,9	13,2	-2,4	21,0	-12,0
USD/EUR-Wechselkurs			3,1	9,6	-14,2	7,6	-7,0
Aktien Emerging Markets	-17,9	1,1	-14,3	4,6	7,8	29,2	-24,9
Globale Staatsanleihen			8,5	8,0	-7,4	2,8	0,5
Globale Unternehmensanleihen	-0,6	0,1	6,1	11,0	-8,5	8,1	-4,4
Eonia	0,0		-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2
REITs	-11,9	-0,2	-6,4	25,4	-16,8	6,4	-4,8
Aktien Frontier Markets	-23,8	-3,6	-16,5	-5,8	7,5	24,0	-20,8
Brent	-48,2	-5,8	-47,0	14,8	9,5	27,0	-45,4
Industriemetalle	-16,4	-7,1	-19,8	0,8	3,2	36,3	-28,9

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index; Globale Staatsanleihen: Bloomberg Barclays Global Agg Treasuries TR; Globale Unternehmensanleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate Credit TR; Globale Wandelanleihen: Bloomberg Barclays Global Convertibles Composite TR; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR; Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Eonia: Eonia Capitalization Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- Über die letzten vier Wochen haben sich Gold und Industrienationen-Aktien am besten entwickelt. REITs und Industriemetalle gehörten zu den relativen Verlierern.
- Die Aktienmärkte profitierten von den massiven Stimulierungsmaßnahmen weltweit und ersten Indikationen eines baldigen Coronavirus-Hochpunkts.
- REITs litten unter der hohen Verschuldung einiger Immobilienunternehmen sowie drohenden Mietausfällen.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 09.10.2015 - 10.04.2020

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (13.03.20 - 10.04.20)	YTD (31.12.19 - 10.04.20)	10.04.19	10.04.18	10.04.17	10.04.16	10.04.15
Topix	-13,4	15,3	-3,8	0,6	4,8	25,0	-14,8
MSCI EM Osteuropa	-26,7	15,1	-13,3	24,2	-1,8	28,4	-18,1
Stoxx Europa Defensiv	-13,4	15,0	-5,0	11,3	-0,3	9,5	-15,5
DAX	-20,3	14,4	-11,3	-4,0	1,6	26,8	-22,2
Stoxx Europa 50	-17,2	12,2	-8,9	7,6	-0,8	19,0	-20,4
Euro Stoxx 50	-22,5	12,0	-13,3	2,3	1,3	23,1	-21,8
Stoxx Europa Small 200	-21,3	11,4	-12,5	2,4	6,8	18,4	-11,8
MSCI Großbritannien	-24,8	10,5	-20,5	8,0	0,2	17,1	-19,0
Stoxx Europa Zyklisch	-25,4	8,5	-18,8	0,1	4,3	28,2	-23,0
S&P 500	-10,8	4,4	1,6	21,4	-1,3	26,5	-7,6
MSCI USA Small Caps	-23,2	3,2	-17,8	16,5	-2,3	32,5	-16,3
MSCI EM Asien	-13,0	1,2	-9,1	3,9	10,4	30,0	-25,3

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; Topix: Topix TR (japanische Aktien); Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; MSCI USA Small Caps: MSCI USA Small Caps TR; Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclical TR; Stoxx Europa Defensiv: Stoxx Europe Defensives TR; DAX: DAX TR; MSCI Großbritannien: MSCI UK TR; MSCI EM Asien: MSCI EM Asia TR; MSCI EM Osteuropa: MSCI EM Eastern Europe TR.

- Über die letzten vier Wochen stiegen japanische Aktien am meisten.
- Zyklische Aktien aus Europa hatten weiterhin das Nachsehen.
- Seit Jahresbeginn hat der S&P 500 nun „nur“ noch 11% in Euro gerechnet verloren. Der Stoxx Europa 50 steht bei -17%. Den US-Aktien kamen neben der vorteilhafteren Sektorstruktur auch die koordinierten fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen zugute.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 09.10.2015 - 10.04.2020

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (13.03.20 - 10.04.20)	YTD (31.12.19 - 10.04.20)	10.04.19	10.04.18	10.04.17	10.04.16	10.04.15
Britische Staatsanleihen		5,0	11,4	5,8	-3,0	1,0	-7,1
US-Staatsanleihen		3,4	17,0	14,3	-14,2	5,9	-4,1
USD Unternehmensanleihen		2,7	11,1	15,1	-12,2	10,7	-5,9
USD Hochzinsanleihen	-6,8	1,5	-0,9	17,0	-11,3	22,8	-11,3
Italienische Staatsanleihen	-1,4	0,3	6,8	-1,6	4,8	-2,8	1,3
EM-Staatsanleihen (lokal)	-3,9	-1,1	2,2	7,2	-5,6	12,1	-9,3
EUR Inflationsind. Anleihen	-5,2	-1,3	-0,6	-0,7	4,6	0,0	-2,6
EUR Hochzinsanleihen	-11,6	-1,8	-8,3	2,3	3,2	7,5	-1,4
EUR Finanzanleihen	-4,4	1,5	-2,0	2,4	1,6	3,2	0,5
Deutsche Staatsanleihen	-2,4		2,6	4,3	-1,5	-0,2	1,1
EUR Nicht-Finanzanleihen	-3,5		-2,8	2,7	0,8	2,3	0,5
EM-Staatsanleihen (hart)	-10,9	-3,8	-7,1	0,6	1,3	6,2	1,7

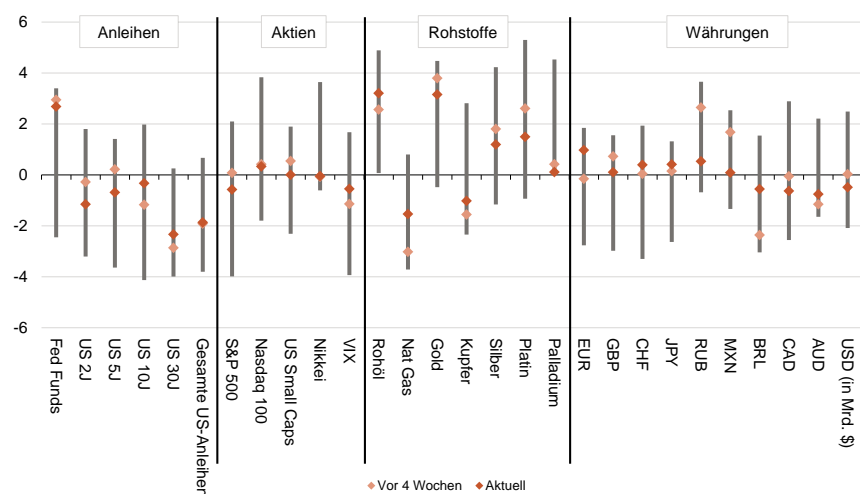
Deutsche Staatsanleihen: Barclays Germany Govt All Bonds TR; Italienische Staatsanleihen: Barclays Italy Govt All Bonds TR; US-Staatsanleihen: Barclays US Treasury TR; Britische Staatsanl.: Barcl. UK Govt All Bonds TR; EUR Inflationsind. Anl.: Barcl. Euro Govt Inflation-Linked Bond All Maturities TR; 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.

- Im Gegensatz zu den Aktienmärkten konnten sich die Anleihemärkte kaum von ihren Tiefständen erholen. Insbesondere die riskanteren Segmente wie harte EM-Staatsanleihen und Hochzinsanleihen bleiben unter Druck.
- EUR-Hochzinsanleihen haben mehr als 1% in den letzten vier Wochen verloren. Seit Jahresbeginn haben sie knapp 12% abgegeben.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 09.10.2015 - 10.04.2020



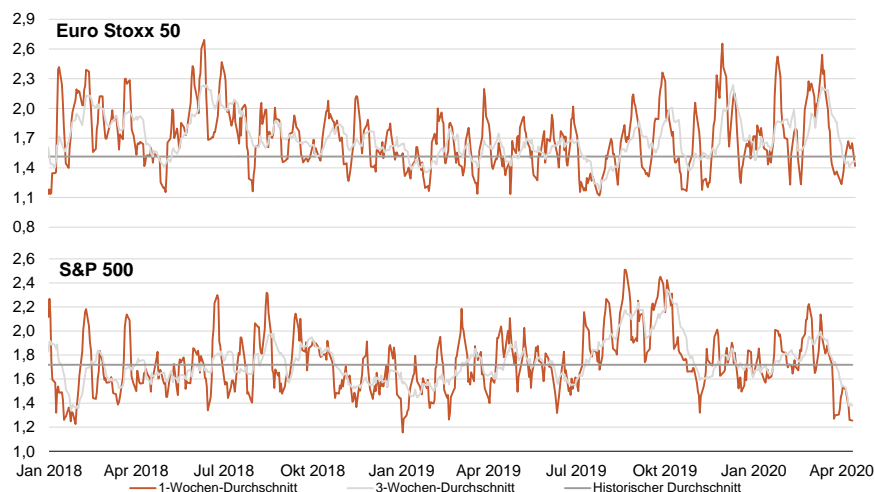
## Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Anleger bleiben weiterhin tendenziell neutral positioniert.
- Eine der größten Änderungen gab es im Währungsbereich: Über die letzten vier Wochen wich der Pessimismus gegenüber dem Euro einem Optimismus.

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: 07.04.2010 - 07.04.2020

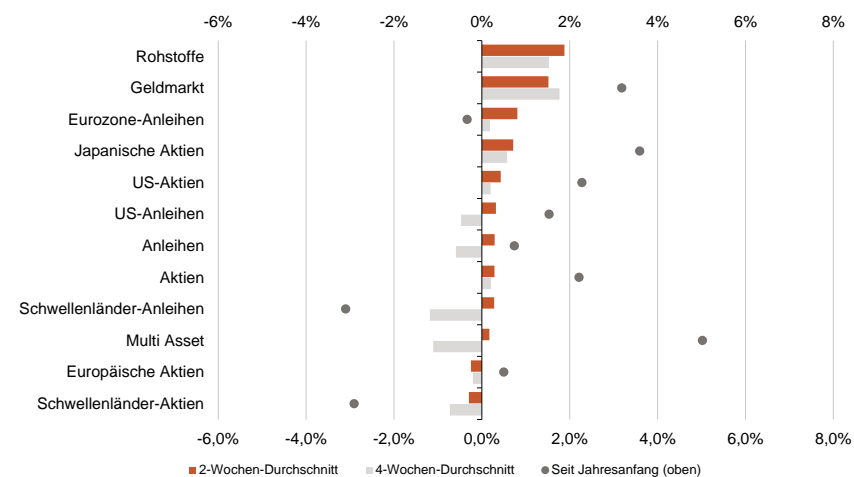
## Put-Call-Ratio



- Die Put-Call-Ratios bleiben historisch niedrig. Das dürfte zum einen daran liegen, dass viele Absicherungen (Puts) mit Gewinn in den letzten Wochen aufgelöst wurden.
- Zudem sind Put-Optionen aufgrund der nach wie vor sehr hohen Volatilität momentan sehr teuer, sodass viele Anleger vor Absicherungen über Put-Optionen zurückschrecken.

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 - 10.04.2020

## ETF-Flüsse

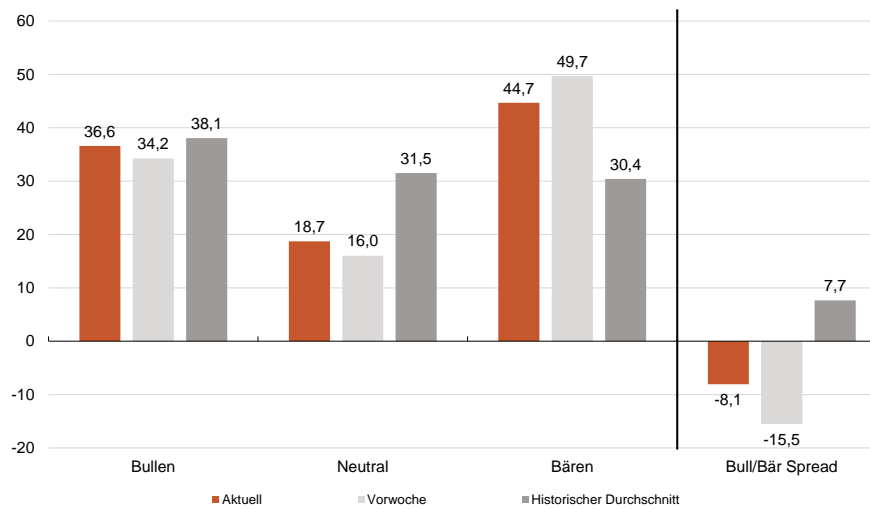


- Die meisten ETF-Zuflüsse haben zuletzt Rohstoffe (Gold) und Geldmarkt-Vehikel gesehen.
- Insgesamt hat sich das Momentum bzgl. Risikoanlagen in den letzten beiden Wochen deutlich verbessert. Über die letzten vier Wochen gab es beispielsweise Abflüsse bei Schwellenländer-Anleihen, über die letzten zwei Wochen jedoch wieder Zuflüsse.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2019 - 10.04.2020



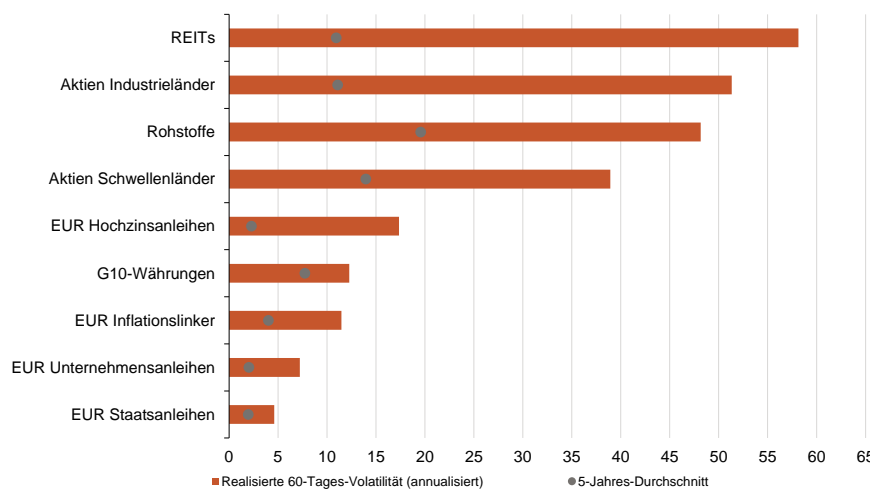
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich zuletzt wieder etwas verbessert, dennoch überwiegen die Bären die Bullen noch immer mit ca. 8Pp.
- Auffällig ist, dass der Anteil der Bullen nahe dem historischen Durchschnitt ist und somit einige Investoren in der aktuellen Situation eine günstige Möglichkeit sehen Aktien zu kaufen.

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, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 09.04.2020

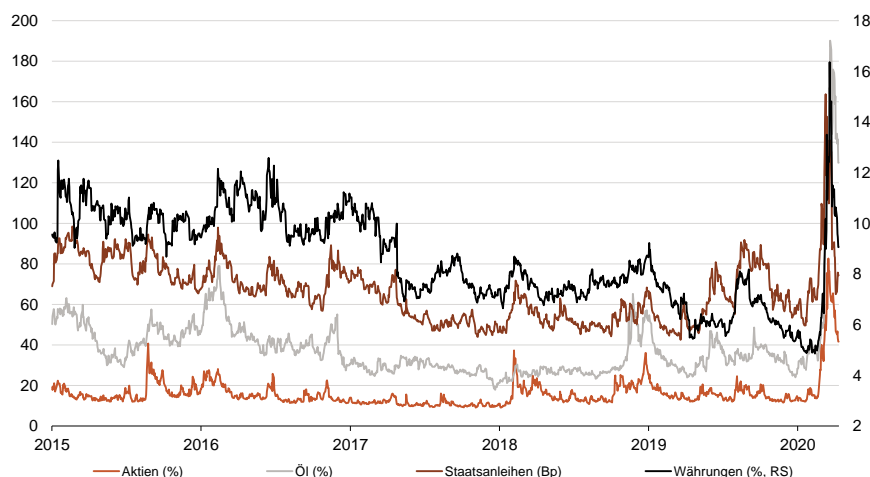
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierte Volatilität der letzten 60 Tage ist über alle Anlageklassen hinweg deutlich über ihrem Durchschnitt der letzten 5 Jahre.
- Am volatilsten zeigten sich REITs und Aktien der Industrieländer – noch vor den Rohstoffen, trotz des Öl-Schocks.
- Da das Epizentrum des Coronavirus mittlerweile in den entwickelten Ländern liegt, weisen Schwellenländeraktien im Vergleich eine geringere Volatilität auf.

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: 10.04.2015 - 10.04.2020

**Implizite Volatilitäten**

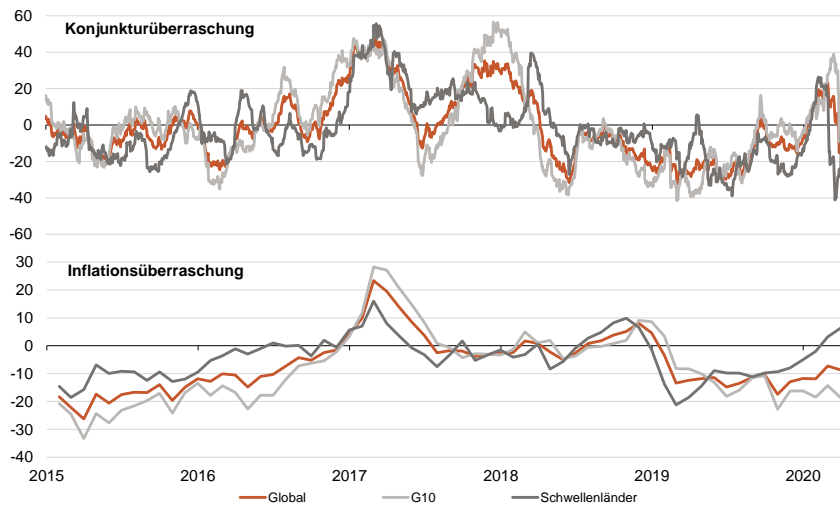


- Die impliziten Volatilitäten scheinen ihren Höhepunkt nun überschritten zu haben und sind durch die Bank weg in den letzten zwei Wochen gefallen.
- Die Volatilität bei Öl ist allerdings mit 115 im historischen Vergleich immer noch extrem hoch. Der VIX notiert aktuell bei ca. 42 und hat sich somit seit seinem Höhepunkt halbiert.

Der Preis von Optionen hängt von der Schwankungsbreite, d.h. der Volatilität des Basisinstruments ab. Die implizite Volatilität lässt sich entsprechend als Maß für die aktuell am Markt erwartete Schwankungsbreite des Basiswertes über die Restlaufzeit der Option interpretieren. Sie ist ein Maß für die vorherrschende Unsicherheit an den Finanzmärkten. Aktien = VIX Index, Öl = OVX Index, Staatsanleihen = MOVE Index, Währungen = CVIX Index  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 10.04.2020



## Global

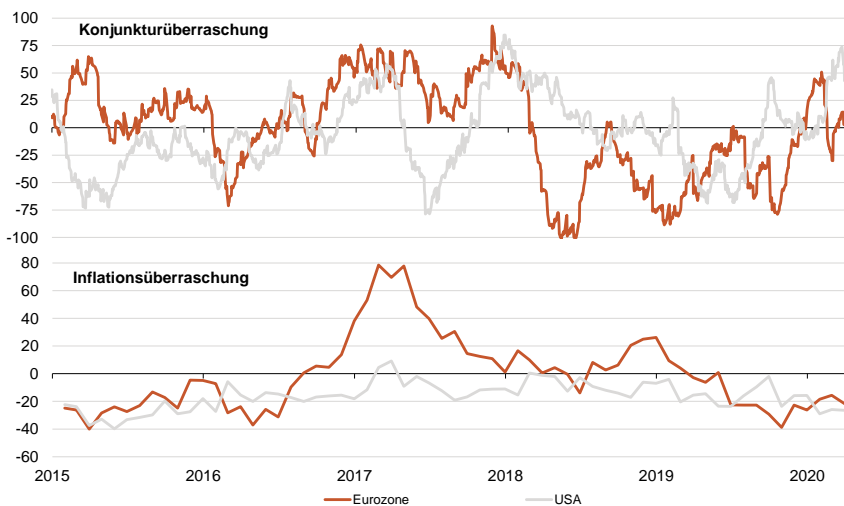


- Die durchschnittlichen Konjunkturüberraschungen in den Schwellenländern sind dank Chinas Rückkehr Richtung Wirtschaftsnormalität wieder nahe neutral. Die Einkaufsmanagerindizes in China für März haben durch die Bank weg nach oben überrascht. Bei den Industrienationen sieht das Bild mit merklich negativen Konjunkturüberraschungen noch deutlich schlechter aus.
- Die Inflation in den Schwellenländern überraschte jüngst nach oben, während in den Industrienationen das Gegenteil der Fall ist.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 10.04.2020

## Eurozone & USA

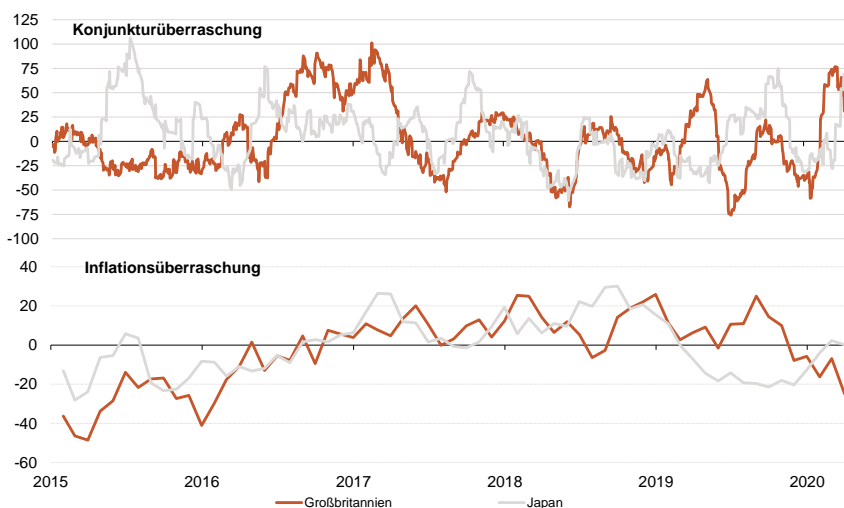


- Sowohl in der Eurozone als auch in den USA befinden sich die Konjunkturüberraschungen im deutlich negativen Bereich. In den USA stieg die Arbeitslosigkeit deutlich stärker als erwartet an und das Verbrauchervertrauen brach massiv ein, während der ISM-Einkaufsmanagerindex der Industrie mit 49,1 besser als erwartet ausgefallen ist. Die lag jedoch überwiegend an der Berechnungsweise der Zuliefererkomponente. In der Eurozone sind das Verbrauchervertrauen, die Arbeitsmarktdaten und die Einkaufsmanagerindizes deutlich eingebrochen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 10.04.2020

## Großbritannien & Japan



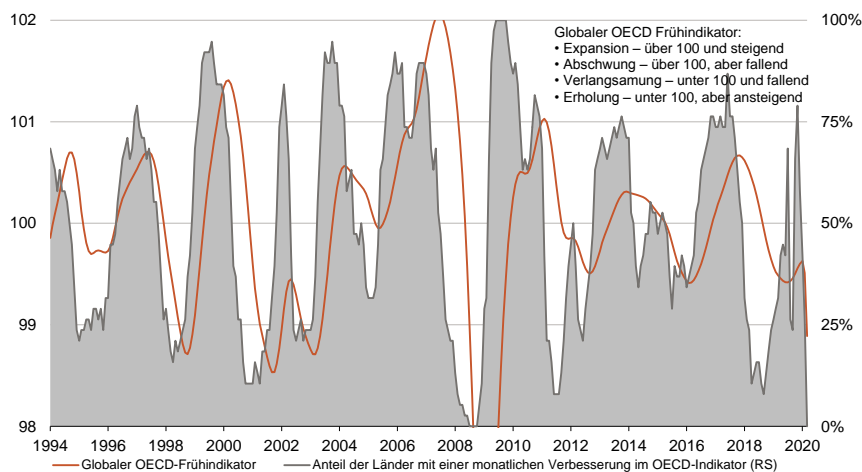
- Japan überraschte nach oben. Die Industrieproduktion, die Maschinenaufträge und die Einzelhandelsumsätze im Februar waren stärker als erwartet.
- In Großbritannien beginnen die Konjunkturüberraschungen zu bröckeln. Die Corona-Effekte dürften auch dort weiter durchschlagen.

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: 01.01.2015 - 10.04.2020



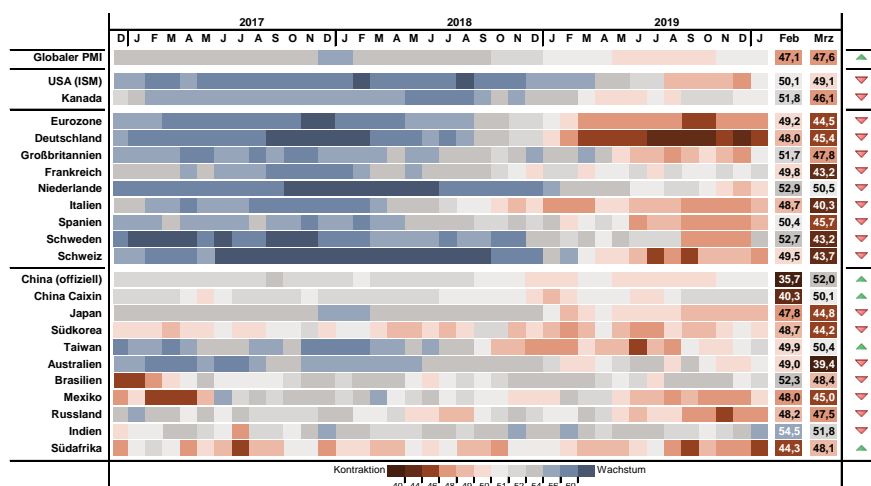
## OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator zeigt mit einem Wert unter 99 Punkten und fallend einen deutlichen Wirtschaftseinbruch an. Für kein einziges Land gab es im März eine Verbesserung des Indikators gegenüber dem 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 - 31.03.2020

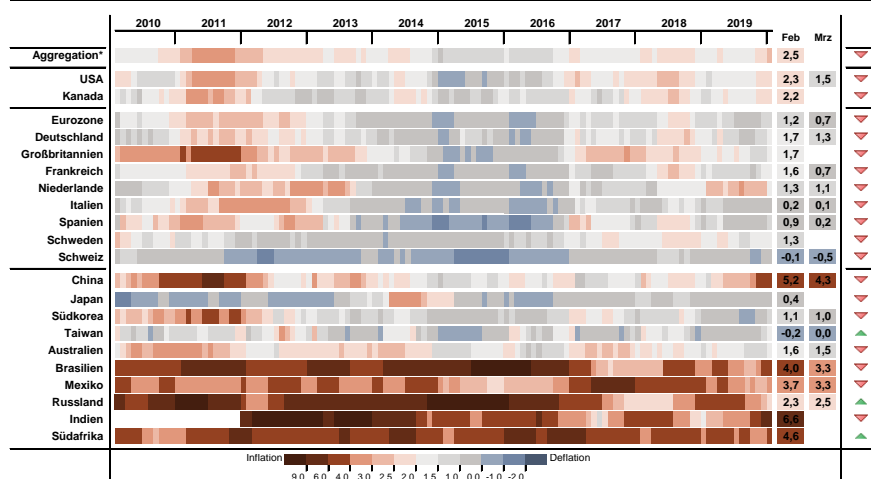
## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Dank der deutlichen Erholung der chinesischen PMIs und der relativen Stabilität des ISM-Index in den USA konnte sich der globale PMI im März auf 47,6 verbessern.
- In Europa ist der März-PMI in allen hier gezeigten Ländern gefallen und bei den meisten Ländern unter der 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: 31.12.2016 - 31.03.2020

## Gesamtinflation

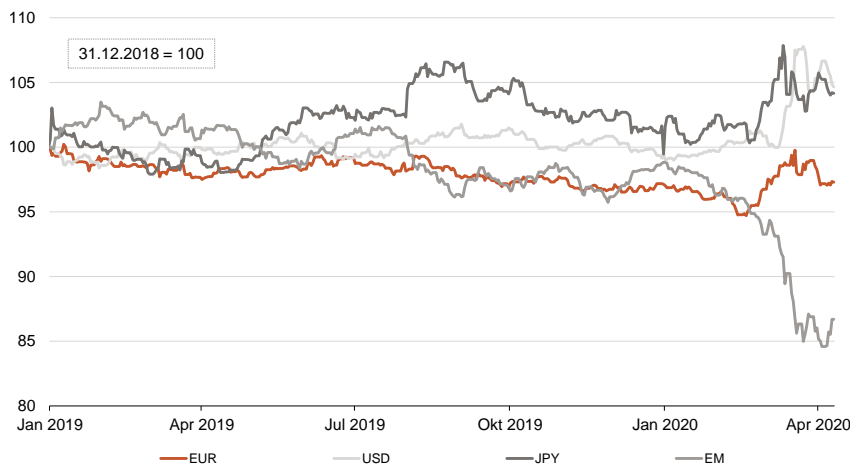


- Die Inflationsrate im Euroraum ist von 1,2% im Februar auf 0,7% im März gesunken. Maßgeblich hierfür war der Preissturz bei Rohöl. Aber auch die Kernteuerungsrate fiel. Auch in den USA war der Ölpreisverfall spürbar.
- In der Schweiz ist die Inflation auch im März mit -0,5% negativ. Somit herrscht deutliche Deflation. Die Möglichkeiten der Zentralbank sind bei bereits deutlich negativen Zinsen begrenzt.

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: 31.03.2010 - 31.03.2020



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

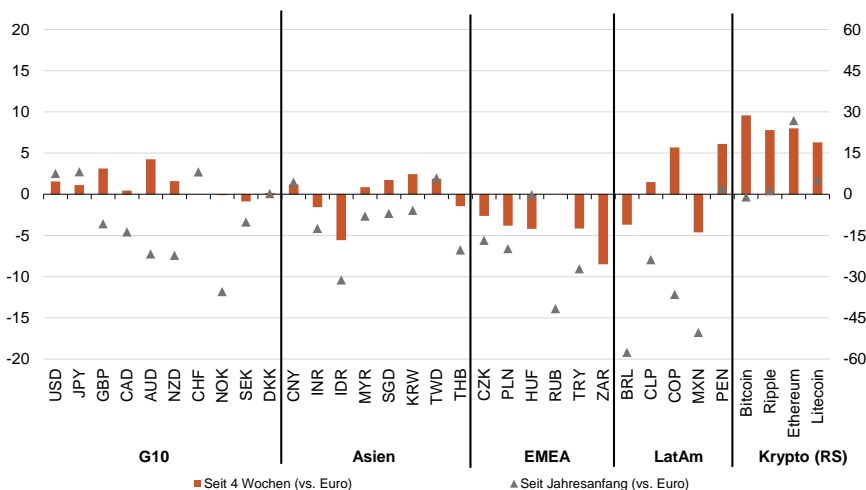


- Schwellenländer-Währungen konnten die jüngste Rally an den Aktienmärkten nicht nachvollziehen, beginnen aber langsam einen Boden auszubilden.
- Der US-Dollar und der japanische Yen bleiben in ihrer Funktion als sichere Häfen weiterhin gefragt.
- Der Euro musste zunächst wieder etwas nachgeben, tendierte allerdings die letzten Tage auf handelsgewichteter Basis seitwärts.

Ein handelsgewichteter Index wird verwendet, um den effektiven Wert eines Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb zu messen. Die Bedeutung anderer Währungen hängt vom Anteil des Handels mit dem Land bzw. der Währungszone ab.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 10.04.2020

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

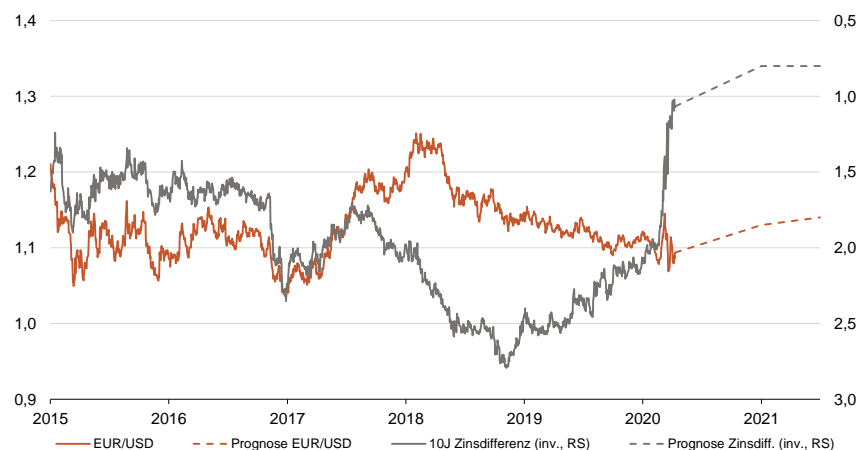


- Ein klarer Trend war beim Euro in den letzten Wochen nicht zu erkennen. Während er sich gegenüber den Währungen Osteuropas behaupten konnte, musste er gegenüber einigen asiatischen Währungen nachgeben.
- Seit Jahresanfang bleibt jedoch das Bild intakt, dass der Euro gegenüber Hochzins- und Rohstoffwährungen hinzugewonnen hat. Sichere Häfen behalten in dem aktuellen Umfeld weiter die Nase vorn.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 10.04.2020

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



- Der EUR-USD-Wechselkurs zeigte sich in letzter Zeit äußerst volatil. Ein klarer Trend lässt sich nicht erkennen. Aktuell schwankt er um die Marke von 1.09 Euro je US-Dollar.
- Die Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bunds hat sich weiter eingengt und beträgt aktuell nur noch etwas über 1% und ist somit so niedrig wie seit Anfang 2014 nicht mehr.

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: 01.01.2015 - 30.06.2021



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (13.03.20 - 10.04.20)	YTD (31.12.19 - 10.04.20)	10.04.19	10.04.18	10.04.17	10.04.16	10.04.15
			10.04.20	10.04.19	10.04.18	10.04.17	10.04.16
Energie	-31,9	29,6	-36,1	12,5	10,1	30,0	-20,5
Informationstechnologie	-11,4	15,4	2,4	10,7	7,9	24,7	-10,8
Grundstoffe	-20,1	14,7	-17,0	8,8	6,0	42,4	-25,9
Gesundheit	-5,4	14,0	10,6	15,6	-6,8	7,0	-18,4
Zyklische Konsumgüter	-24,7	13,0	-14,4	-1,5	6,4	15,9	-20,0
Growth	-13,3	11,7	-1,7	8,3	1,4	14,1	-13,3
Basiskonsumgüter	-9,9	11,6	-3,8	12,6	-5,3	10,5	-3,5
Telekommunikation	-21,7	11,1	-20,9	-1,5	-5,0	-2,4	-12,7
Value	-26,6	10,8	-22,8	2,3	2,0	23,9	-23,2
Industrie	-25,2	7,2	-14,2	5,0	2,7	24,2	-12,8
Versorger	-11,3	4,3	2,5	16,7	0,8	7,2	-12,0
Finanzen	-31,7		-26,2	-6,4	4,6	28,9	-28,6

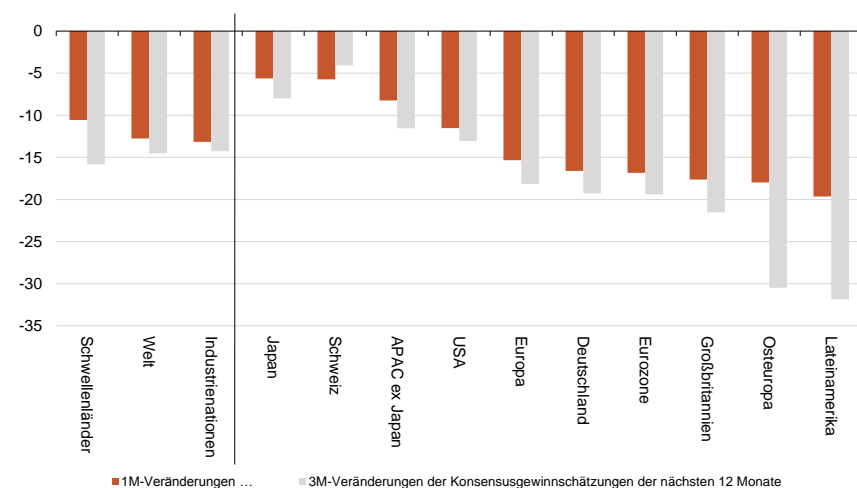
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Der europäische Energiesektor hat sich über die letzten Wochen im Zuge des wieder gestiegenen Ölpreises deutlich erholt.
- Seit Jahresbeginn bleiben jedoch der Finanz- und der Ölsektor weiterhin die relativen Verlierer.
- Einer der relativen Gewinner ist der Gesundheitssektor: Seit Jahresbeginn liegt dieser nur noch 5% hinten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 09.04.2015 - 10.04.2020

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen

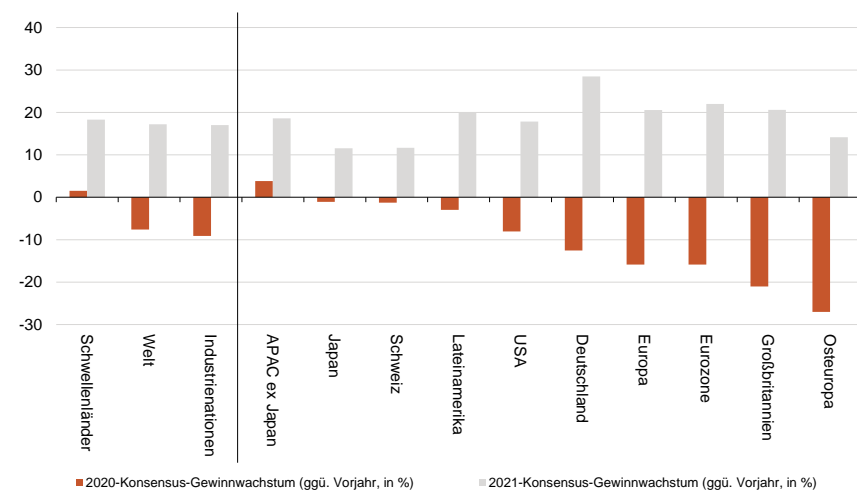


- Alle Regionen haben über die letzten 1 und 3 Monate negative Gewinnrevisio-nen gesehen. Die Spreizung zwischen den Regionen ist allerdings gewaltig: Die rohstoffreichen Regionen Osteuropa und Lateinamerika haben eine Reduzierung der Gewinnerwartungen von mehr als 30% in den letzten drei Monaten erlebt. Die Gewinnerwartungen für die von der Sektorstruktur defensive Schweiz sind jedoch nur geringfügig über die letzten drei Monate nach unten revidiert worden.

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

Quelle: FactSet, Stand: 10.04.2020

## Gewinnwachstum



- Das erwartete Gewinnwachstum für 2020 ist nun auch global ins Negative gerutscht – auch wenn die Analysten noch ein leicht positives Wachstum für die Schwellenländer erwarten.
- Die anstehende Q1-Berichtssaison dürfte mehr Klarheit über die Gewinnentwicklung der Unternehmen geben und zu weiteren negativen Gewinnrevisio-nen führen.

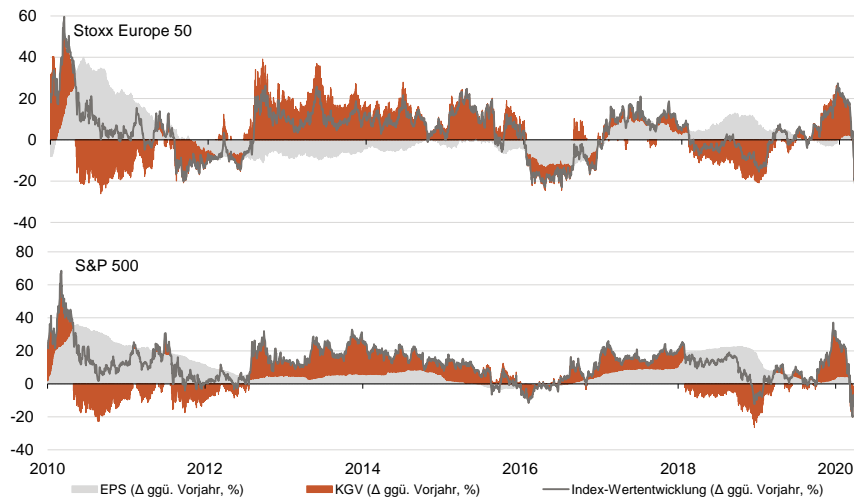
Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan

Quelle: FactSet, Stand: 10.04.2020





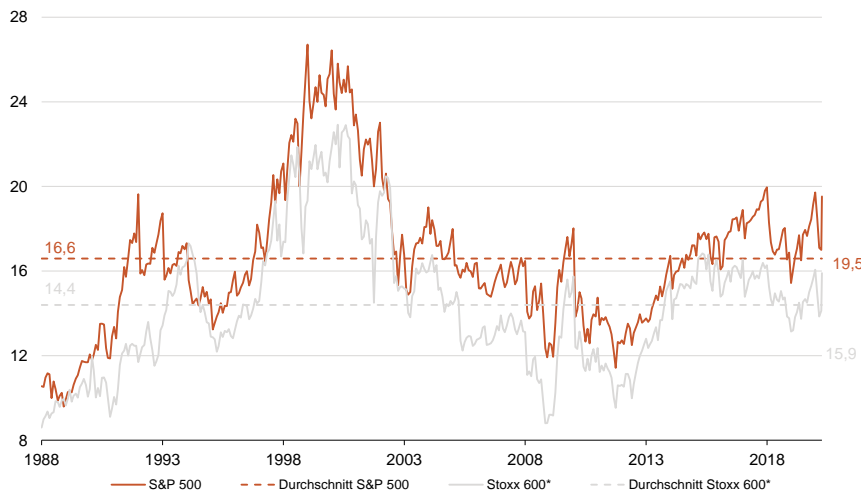
## Kontributionsanalyse



- Im Vergleich zu vor 12 Monaten notieren europäische Aktien nach wie vor deutlich niedriger – auch wenn das KGV über diesen Zeitpunkt leicht angestiegen ist. Die Gewinnerwartungen sind kräftig gefallen.
- In den USA sind die Märkte hingegen weniger stark gefallen. Die Gewinnschätzungen sind deutlich weniger stark als in Europa gesunken, während das KGV ebenfalls gestiegen ist.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinnschätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2010 - 10.04.2020

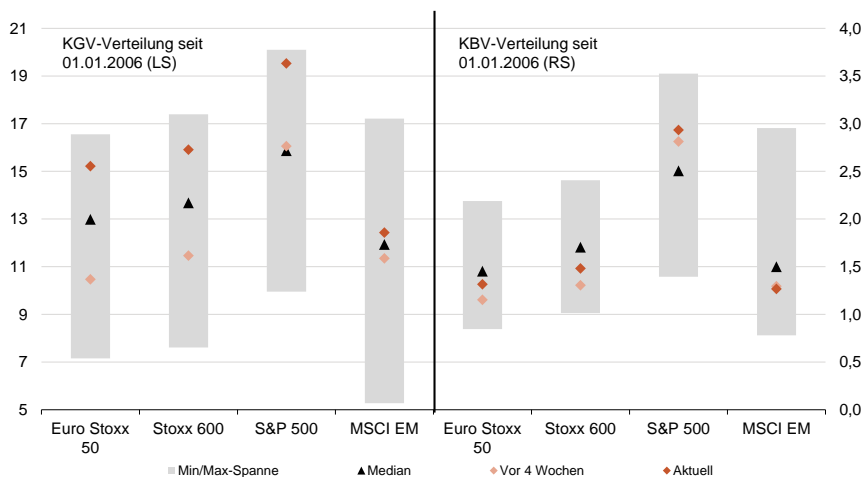
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die ausgeprägte Aktienmarkttrallry der letzten zwei Wochen hat zu einer deutlichen Ausweitung der Bewertungen geführt. Europäische und US-Aktien sind nun wieder teurer zur eigenen KGV-Historie bewertet.
- Relativ zu Anleihen bleiben Aktien jedoch sehr günstig bewertet.

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie der jeweilige KGV-Durchschnitt seit 1988. \*Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.  
Quelle: Bloomberg, IBES, Zeitraum: 31.12.1987 - 10.04.2020

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

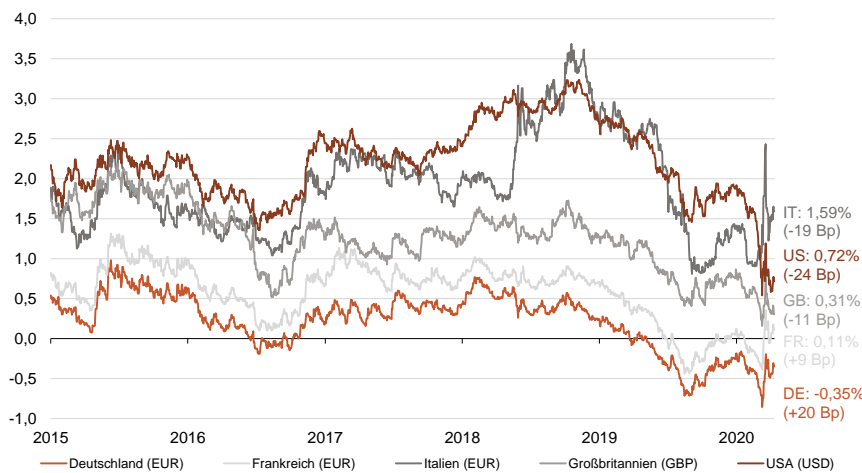


- Auf Kurs-Buchwert-Basis bleiben US-Aktien weiterhin teuer bewertet.
- Alle anderen Regionen sind hingegen günstig im Vergleich zur eigenen Historie bewertet.

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 - 10.04.2020



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

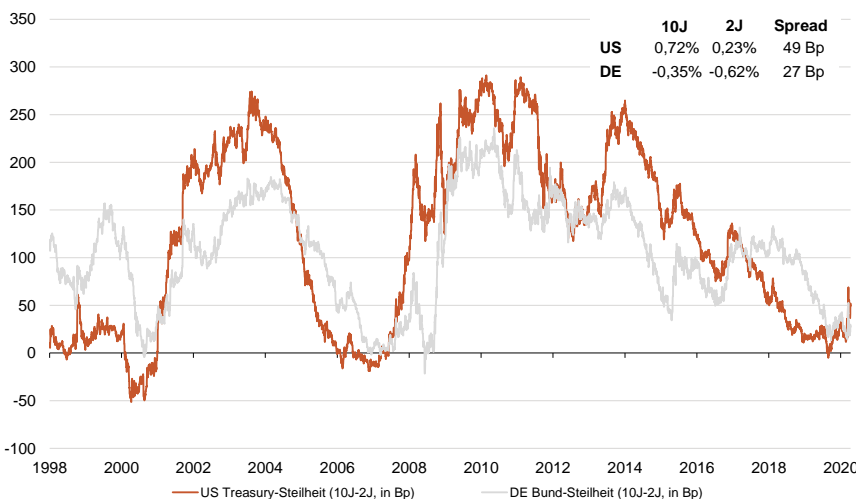


- Die Renditen steigen wieder. Bei 10-jährigen deutschen Staatsanleihen, aber auch bei anderen europäischen Staatsanleihen wie in Frankreich war die Renditesteigerung spürbar.
- Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen stabilisiert sich nach einem kurzen Ausflug über die 1%-Marke wieder deutlich darunter. Das massive Kaufprogramm der Fed stützten die Papiere. Mittlerweile hält die Fed knapp 20% der handelbaren US-Staatsanleihen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 10.04.2020

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

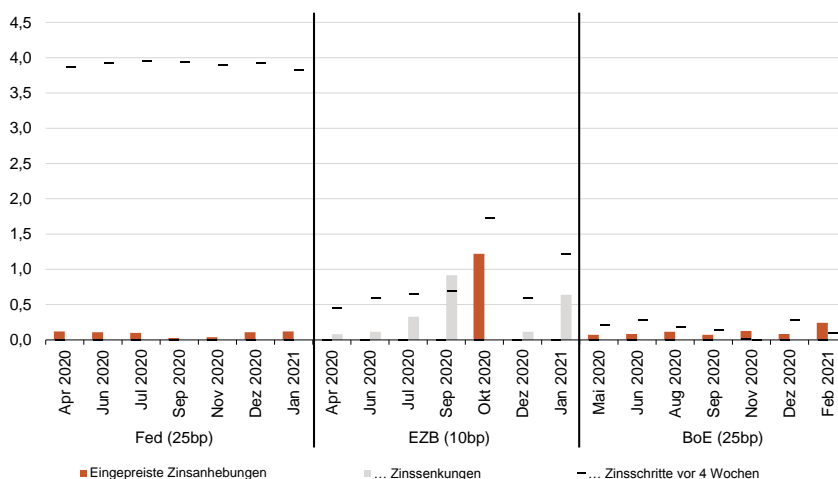


- Nach einem massiven Anstieg der Steilheit der US-Renditestrukturkurve auf über 70 Basispunkte kam diese jüngst wieder auf rund 50 Basispunkte zurück. Das massive Kaufprogramm der Fed, auch am langen Ende der Kurve hat den Markt beruhigt.

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 - 10.04.2020

## Implizite Leitzinsveränderungen



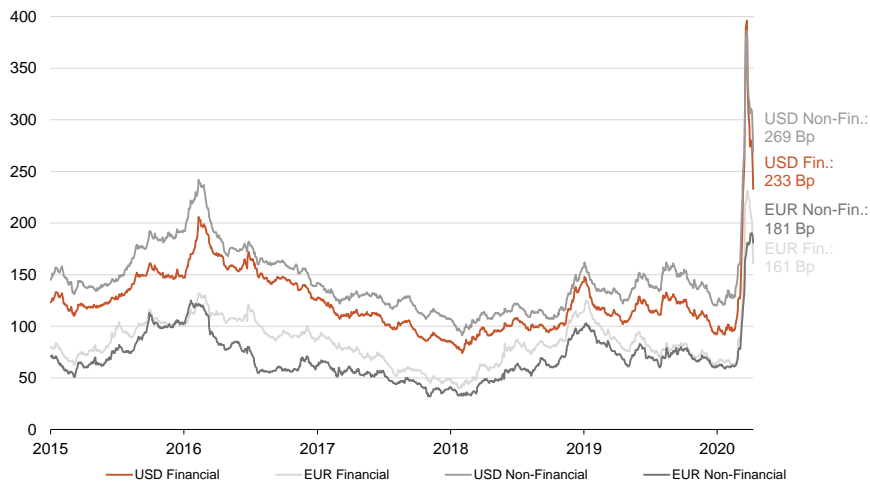
- Nach der Ankündigung der neuen massiven Liquiditätsinitiative der Fed am letzten Donnerstag erwartet der Markt keine wesentlichen Änderungen der US-Zentralbankzinsen in 2020. In den USA wird lediglich eine Zinssteigerung mit rund 10% Wahrscheinlichkeit gepreist.
- Für die Eurozone wird weiterhin eine Zinssenkung in 2020 erwartet. Die eingepreiste Wahrscheinlichkeit eines solchen Schrittes im September beträgt nahezu 100%.

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: 13.03.2020 - 10.04.2020



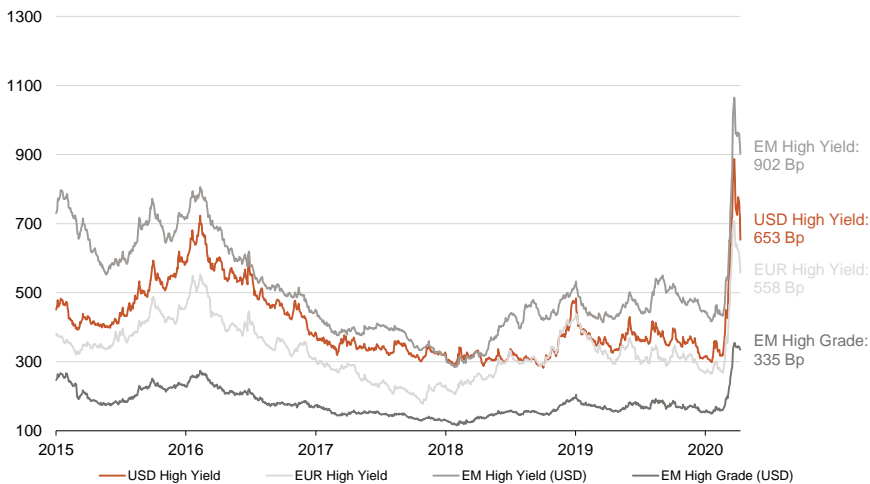
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Zinsattraktivität von Investment-Grade-Unternehmensanleihen hat jüngst wieder zu deutlichen Mittelzuflüssen in das Segment geführt. Die Risikoaufschläge sind somit wieder merklich gesunken. Dies gilt insbesondere für USD-Unternehmensanleihen und EUR-Finanzanleihen. EUR-Nicht-Finanzanleihen konnten die Erholung noch nicht ganz nachvollziehen. Dort belastete insbesondere der Freizeit- und Immobiliensektor den aggregierten Index.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2015 - 10.04.2020

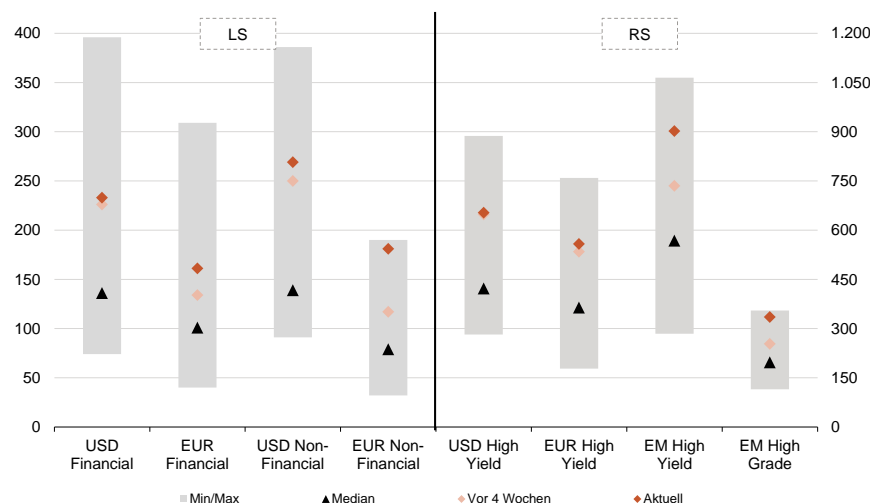
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Auch wenn Hochzinsanleihen ebenfalls eine Erholung verzeichnen, ist diese bei weitem noch nicht so ausgeprägt wie bei IG-Unternehmensanleihen oder gar wie bei Aktien. Die Anleger scheuen sich vor zu hohem Kreditrisiko.
- Die Erholung bei Schwellenländer-Hartwährungsanleihen ist bisher kaum ersichtlich, da es für die lokalen Firmen ungleich schwerer sein wird die USD-Schulden zu begleichen.

Wie hoch das mit der Unternehmensanleihe verbundene Risiko ist, zeigt sich an ihrem Asset Swap Spread (in Bp). Dieser gibt die Rendite an, die der Emittent zusätzlich zum Swapsatz für die jeweilige Laufzeit als Ausgleich für sein Bonitätsrisiko zahlen muss. Siehe weitere Erläuterungen unten.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2015 - 10.04.2020

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

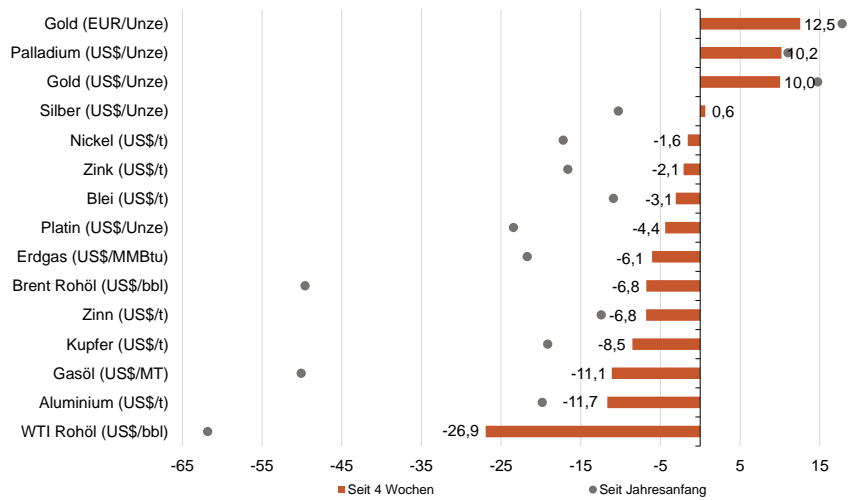


- Die Risikoaufschläge sind in den meisten Segmenten jüngst weiter gesunken. Im Vergleich zum historischen 10-Jahres-Median sind die aktuellen Risikoaufschläge weiterhin attraktiv.
- Der Risikoaufschlag auf EUR-Nicht-Finanz- und EM-IG-Anleihen befindet sich andererseits weiterhin nahe des 10-Jahreshochs.

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: 10.04.2010 - 10.04.2020



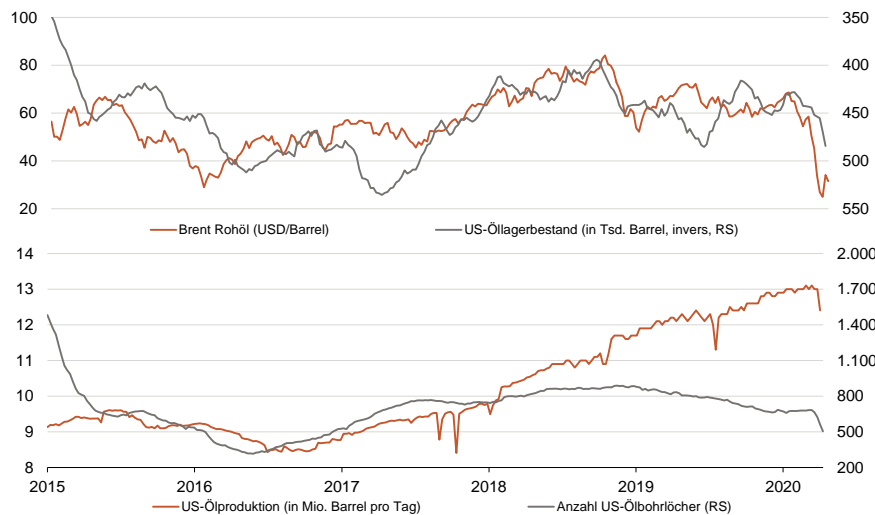
Performance Rohstoffe



- Einzig Edelmetalle konnten in den letzten vier Wochen eine positive Rendite verzeichnen. Während Gold zu alter Stärke gefunden hat, handelt es sich bei Silber lediglich um eine Momentaufnahme. Tatsächlich ist dessen Rendite seit Jahresbeginn immer noch negativ.
- Industriemetalle leiden weiter unter dem Stillstand der Industrie und unterbrochenen Lieferketten.
- WTI ist mit einem Verlust von über 60% seit Jahresanfang wenig verwunderlich das Schlusslicht am Rohstoffmarkt.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2020 - 10.04.2020

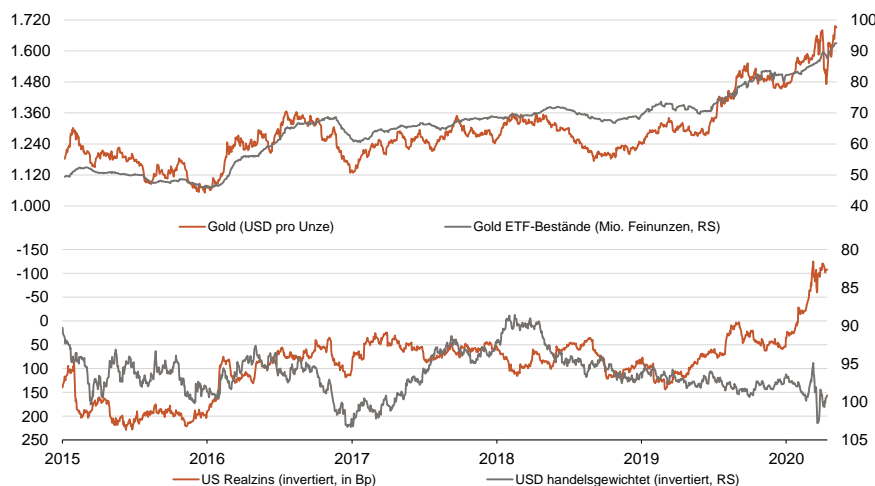
Rohöl



- Brent konnte sich seit seinem Tiefpunkt bei knapp 22 USD je Barrel um über 50% erholen und notiert aktuell bei knapp 33 USD je Barrel.
- Grund für die rasante Erholung sind die nun beschlossenen Kürzungen der OPEC+ i.H.v. knapp 10 Millionen Barrel pro Tag. Allerdings dürften diese trotzdem nicht ausreichen, um den Nachfrageschock auszugleichen. Das Enttäuschungspotenzial ist somit hoch.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 10.04.2020

Gold



- Nachdem auch Gold in den vergangenen Wochen abverkauft wurde, konnte es zuletzt wieder kräftig zulegen und notiert aktuell bei ca. 1.710 USD je Unze. Gold scheint somit seinen Charakter als sicheren Hafen wiedergefunden zu haben.
- Motor der Rally waren wie in der Vergangenheit vor allem die ETF-Investoren.

Der US-Dollar sowie der reale, d. h. inflationsbereinigte Zinssatz zählen zu den fundamentalen Preisfaktoren des Goldpreises. Steigende Realzinsen belasten tendenziell den Goldpreis, während sinkende Realzinsen unterstützend wirken. Das Gleiche gilt für den US-Dollar. Die Entwicklung der Gold-ETF-Bestände spiegelt die Nachfrage von Finanzanlegern nach Gold wider.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2015 - 10.04.2020



# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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

## AUTOREN



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



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



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

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell 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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 14. April 2020

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)