

### Aktueller Marktkommentar

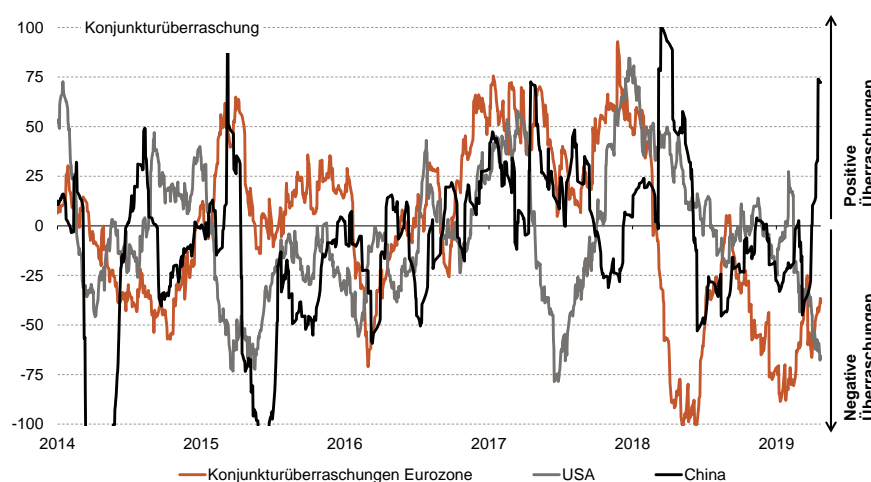
Der S&P 500 mit einem neuen Allzeithoch, der VIX Index unter 13 sowie der DAX mit einer Jahresentwicklung von fast 17% stimmen Anleger zunehmend positiv. Die Gefahr zunehmender Selbstgefälligkeit steigt. Diese ist zwar noch nicht ausgeprägt, aber eine Reihe von Indikatoren senden erste Warnsignale. So setzen Marktteilnehmer verstärkt auf riskantere Positionen (z.B. Short-Positionierungen im VIX), sogar europäische Aktien-ETFs verzeichnen zuletzt Nettozuflüsse und alternative Risikomaße wie z.B. die Put-Call-Ratio für den Euro Stoxx 50 reflektieren weniger Nachfrage nach Absicherungsinstrumenten. Chinesische Aktien sind zudem letzte Woche so stark gefallen wie seit Oktober 2018 nicht mehr. Die Aktienmärkte benötigen nun zunehmend positive Impulse von den Konjunkturdaten in der Eurozone und den USA, einen Trade-Deal zwischen China und den USA und/oder eine Brexit-Klärung. Ansonsten wird die Luft dünn und Anleger müssen sich auf Rücksetzer in den nächsten Monaten einstellen.

### Kurzfristiger Ausblick

Die Berichtsaison in den USA und Europa nimmt weiter Fahrt auf. In Europa berichten alleine diese Woche 62 Unternehmen ihre Q1-Ergebnisse. Und in den USA dreht sich alles um die Frage, ob eine Gewinnrezession in Q1 vermieden werden kann – die bisherigen Ergebnisse lassen vermuten, dass trotz negativer Gewinnwachstumserwartungen der Analysten für Q1 am Ende die Gewinne gegenüber dem Vorjahr wachsen werden.

In den nächsten Tagen werden eine Menge wichtiger Konjunkturdaten veröffentlicht, beispielsweise am Dienstag das Q1-BIP der Eurozone sowie am Donnerstag die Kernteuerungsrate der Eurozone. Zudem steht diese Woche der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in den USA an. Die bisher veröffentlichten regionalen Indikatoren für die Industrie sind im April tendenziell gesunken und lassen einen niedrigeren ISM-Wert als im Vormonat vermuten. Von der Fed-Sitzung am 1. Mai werden keine neuen Impulse erwartet.

### Konjunkturdaten in China haben positiv überrascht. Wie geht es weiter?



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

*Die aktuelle Unternehmensberichtsaison bleibt im Fokus der Investoren.*

*Wichtige Konjunkturdaten werden Anfang Mai veröffentlicht.*

- Die Konjunkturdaten in China haben jüngst deutlich positiv überrascht. Der Stimulus von Regierung und Zentralbank scheint zu wirken und die Aktienmärkte haben dies honoriert.
- Im Gegensatz zu China haben die Konjunkturdaten im Westen im Schnitt weiter enttäuscht. Das muss sich in den kommenden Wochen ändern, damit die Aktienmärkte weiter steigen können.
- Positive Impulse gäben auch eine Brexit-Klärung sowie ein Trade-Deal zwischen China und den USA. Ansonsten dürfte es bei Aktien schwieriger werden.

Erläuterungen siehe Seite 5.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 26.04.2019



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (29.03.19 - 26.04.19)	YTD (31.12.18 - 26.04.19)	26.04.18	26.04.17	26.04.16	26.04.15	25.04.14
Brent	7,3	37,2	9,2	29,0	5,2	-44,4	-29,9
Aktien Industrienationen	3,8	19,2	15,1	1,6	18,3	-8,2	40,0
Aktien Emerging Markets	2,5	15,0	4,9	6,8	24,0	-21,8	39,4
Globale Wandelanleihen	1,6	10,4	3,6	11,3	12,7	-5,1	3,6
Aktien Frontier Markets	0,8	9,9	-3,6	8,8	15,6	-17,3	19,4
USD/EUR-Wechselkurs	0,6	2,8	8,5	-9,9	3,6	-3,7	27,2
Globale Unternehmensanleihen	0,2	4,0	2,7	4,0	1,6	1,5	-1,0
Gold	0,1	3,1	6,0	-6,5	5,8	1,5	15,1
REITs	0,0	17,7	23,6	-13,3	2,5	-1,4	41,7
Eonia	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,0
Globale Staatsanleihen	-0,8	0,8	-0,4	4,9	-2,2	5,0	-5,5
Industriemetalle	-2,7	12,0	-3,3	9,9	20,9	-22,2	15,0

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

- Die Aktienmärkte legten über die letzten Wochen weiter zu und der S&P 500 erreichte letzte Woche ein neues Allzeithoch. Unterstützend war vor allem die bis dato sehr erfreuliche Q1-Berichtssaison. US-Unternehmen haben die Gewinnschätzungen bisher um 6% durchschnittlich übertroffen.
- Brentöl legte weiter kräftig zu. Die US-Regierung will bei ihren Sanktionen gegen Öl-Importe aus Iran keine Ausnahmen mehr zulassen

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 25.04.2014 - 26.04.2019

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (29.03.19 - 26.04.19)	YTD (31.12.18 - 26.04.19)	26.04.18	26.04.17	26.04.16	26.04.15	25.04.14
DAX	6,8	16,6	-1,5	0,2	21,6	-13,1	25,6
Stoxx Europa Zyklisch	6,6	20,0	0,2	3,6	22,5	-15,9	21,0
Euro Stoxx 50	4,7	17,5	2,5	0,6	18,1	-13,9	21,3
S&P 500	4,4	21,1	22,2	2,2	21,1	-3,0	47,9
Stoxx Europa Small 200	4,3	17,9	1,9	5,5	18,6	-8,0	21,7
Russell 2000	4,0	21,6	12,5	-0,3	30,0	-11,5	45,8
MSCI EM Osteuropa	3,9	15,2	18,5	0,5	26,5	-15,9	21,0
Stoxx Europa 50	2,7	17,0	7,4	-0,9	13,3	-14,8	24,9
MSCI Großbritannien	2,2	16,4	5,1	2,7	10,6	-15,2	25,6
MSCI EM Asien	1,9	15,6	4,8	8,6	25,8	-22,7	52,7
Topix	1,4	11,1	-0,6	8,0	16,9	-9,8	54,2
Stoxx Europa Defensiv	-0,9	10,0	7,9	1,6	5,6	-12,1	27,9

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 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.

- Mit der Verbesserung der chinesischen Konjunkturdaten gewannen insbesondere zyklische Aktiensegmente, auch der DAX, deutlich an Wert hinzu.
- Zyklischer schnitten über die letzten vier Wochen ca. 8 Prozent besser ab als defensive Werte in Europa.
- Zu den Underperformern dieses Jahr gehört auch Japan, das allen anderen großen Aktienregionen deutlich hinterherhinkt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 25.04.2014 - 26.04.2019

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (29.03.19 - 26.04.19)	YTD (31.12.18 - 26.04.19)	26.04.18	26.04.17	26.04.16	26.04.15	25.04.14
USD Hochzinsanleihen	1,7	11,6	16,8	-8,0	16,5	-6,4	30,7
EUR Hochzinsanleihen	1,2	6,0	2,5	2,9	6,5	0,3	4,0
USD Unternehmensanleihen	1,1	8,3	16,1	-9,9	7,2	-2,7	34,8
EUR Nicht-Finanzanleihen	0,7	4,1	3,4	1,1	2,1	0,4	7,2
EUR Finanzanleihen	0,7	3,8	2,8	1,7	2,8	0,8	5,9
EM-Staatsanleihen (hart)	0,4	4,8	5,1	2,5	8,0	2,6	2,0
Italienische Staatsanleihen	0,3	1,9	-2,2	5,7	-2,1	1,3	13,0
US-Staatsanleihen	0,3	4,3	14,1	-11,4	3,8	-2,4	33,7
EUR Inflationsind. Anleihen	0,1	1,4	-1,2	4,9	1,0	-3,4	8,2
Deutsche Staatsanleihen	-0,3	1,8	4,6	-0,9	0,3	-0,5	11,0
EM-Staatsanleihen (lokal)	-0,7	1,6	-1,9	6,6	4,2	-2,0	-4,8
Britische Staatsanleihen	-1,3	6,3	5,3	-4,1	-0,3	-5,8	29,9

Deutsche Staatsanleihen: Barclays Germany Govt All Bonds TR; Italienische Staatsanleihen: Barclays Italy Govt All Bonds TR; US-Staatsanleihen: Barclays US Treasury TR; Britische Staatsanl.: 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.

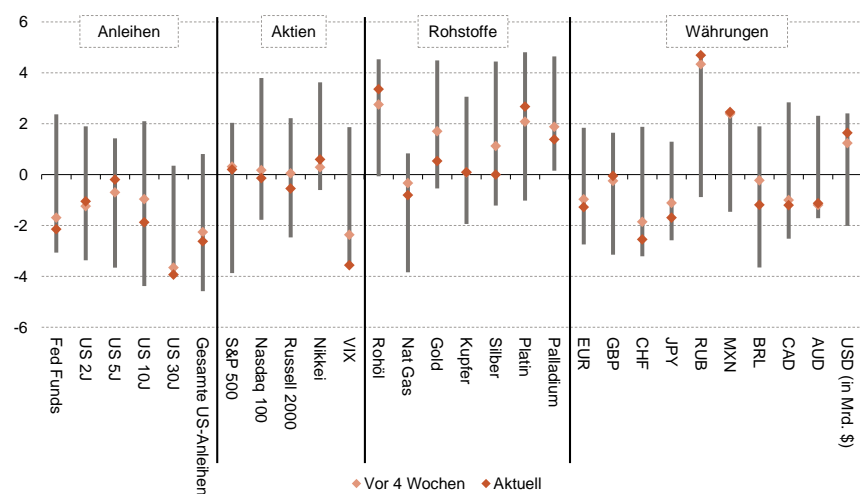
- Innerhalb der Anleihen waren insbesondere die riskanteren Segmente über die letzten vier Wochen nachgefragt. So konnten Hochzinsanleihen sich überdurchschnittlich gut entwickeln.
- Weiter unten in der Performance-Tabelle sind hingegen Staatsanleihen zu finden. Britische Staatsanleihen litten unter steigenden Renditen sowie der Pfund-Schwäche.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 25.04.2014 - 26.04.2019



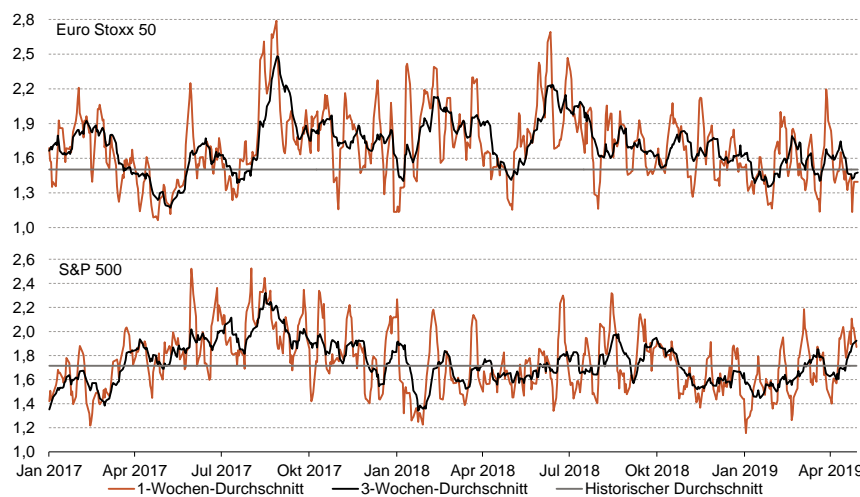
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Anleger sind weiterhin neutral gegenüber Aktien eingestellt, während sie in den USA steigende Staatsanleiherenditen erwarten.
- Die Netto-Short-Position bei den VIX Futures ist Richtung Rekordniveau geklettert. Eine anfällige Positionierung.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. Dabei wird zwischen den Positionen von „Non-Commercial“ und „Commercial Traders“ unterschieden. „Non-Commercial Traders“ gehen rein spekulative Positionen ein. „Commercial Traders“ sichern zugrundeliegende Geschäfte durch Futures oder Optionen ab. Der Chart zeigt die historische, normalisierte Verteilung in Standardabweichungen und konzentriert sich auf die Netto-Future-Position (Long-Positionen minus Short-Positionen) von „Non-Commercial Traders“ und gibt so an, wie sich spekulative Anleger positioniert haben. \*Gewichtet mit der Duration des jeweiligen Futures. Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 23.04.2009 - 23.04.2019

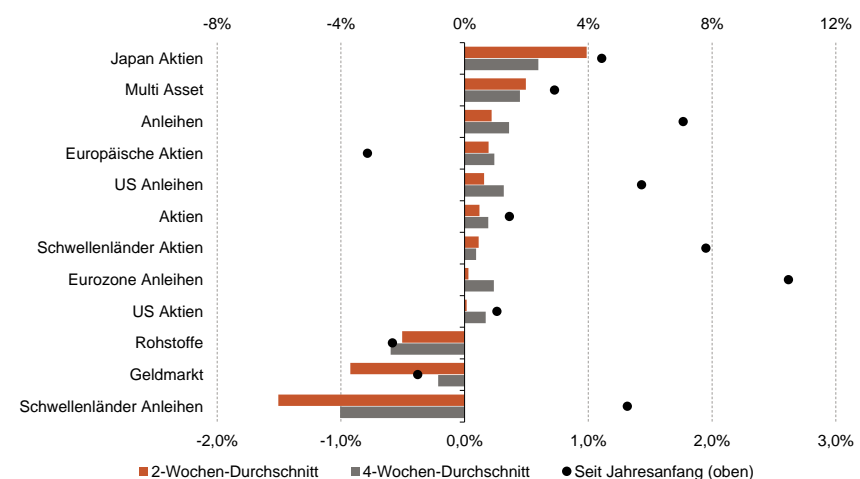
Put-Call-Ratio



- Die Put-Call-Ratio für Aktien der Eurozone ist zuletzt weiter gefallen, d.h. die Marktteilnehmer fragen trotz der günstigen Preise aufgrund der niedrigen Volatilität weniger Absicherungsinstrumente nach. Die Stimmungslage der Anleger scheint sich damit deutlich aufgehellt zu haben.

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 - 26.04.2019

ETF-Flüsse

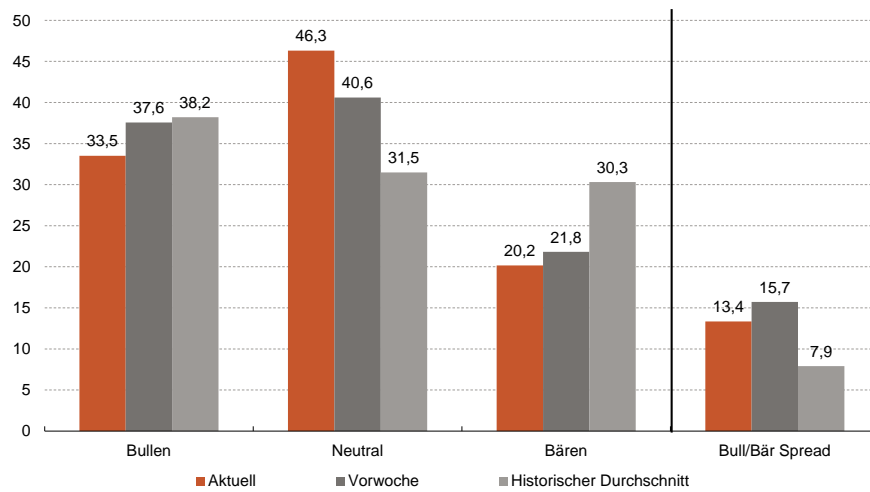


- Die größten ETF-Zuflüssen über die letzten vier Wochen haben japanische Aktien und Multi-Asset-Produkte gesehen.
- Anleihen, insbesondere aus den USA, sind weiterhin nachgefragt.
- Gegenüber Schwellenländern hat das Momentum zuletzt nachgelassen. Auf Schwellenländer-Anleihen spezialisierte ETFs haben sogar Abflüsse im April hinnehmen müssen.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2018 - 26.04.2019



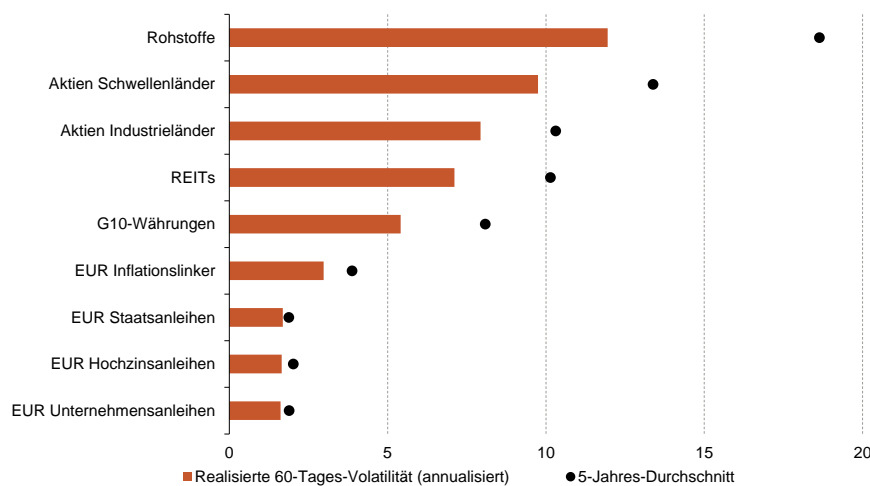
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Unter US-Privatanlegern ist sowohl der Anteil der Optimisten als auch der Anteil der Pessimisten gegenüber der Vorwoche zurückgegangen. Die Mehrzahl der Umfrageteilnehmer hat derzeit eine neutrale Aktienmarktmeinung.

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 - 24.04.2019

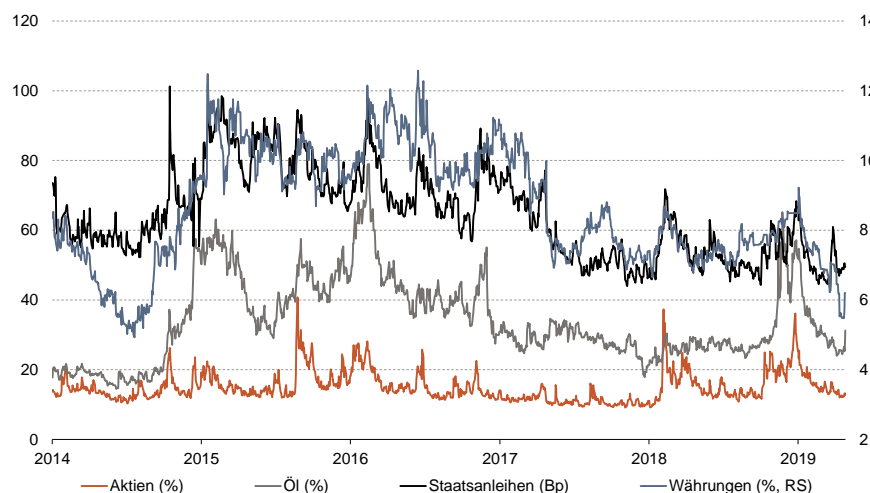
**Realisierte Volatilitäten**



- Die Volatilitäten sind weiterhin auf dem Rückzug. Mittlerweile weist keine der hier betrachteten Anlageklassen eine realisierte Volatilität über ihrem 5-Jahres-Durchschnitt auf.
- Rohstoffe zeigen insgesamt die höchste Schwankungsbreite, gefolgt von Schwellenländer-Aktien.
- EUR-Unternehmens- und EUR-Hochzinsanleihen zeigen die niedrigste Volatilität.

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: 26.04.2015 - 26.04.2019

**Implizite Volatilitäten**

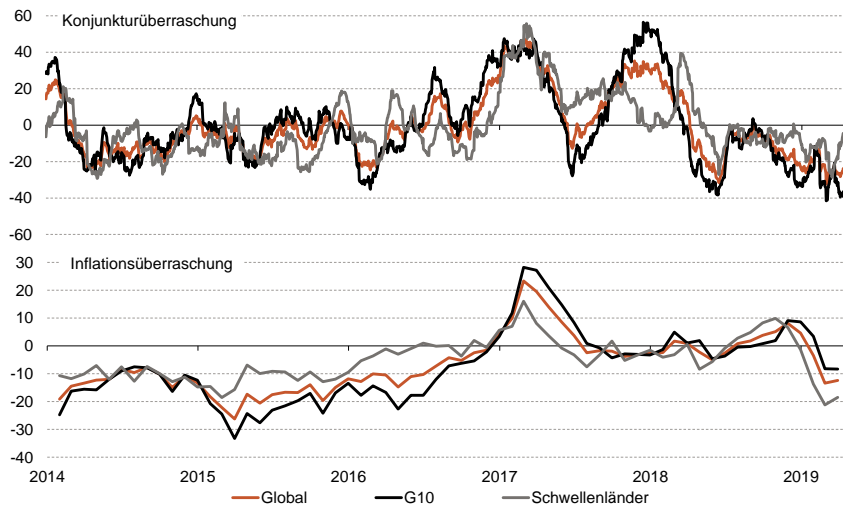


- Die implizite Volatilität für Währungen ist kräftig gesunken, dank behutsamer Zentralbanken und der kurzfristigen Vermeidung eines harten Brexits.
- Die Schwankungsbreite für Aktien und Öl ist ebenfalls gefallen. Der VIX ist temporär wieder unter 13 gesunken und somit auf das niedrigste Niveau seit Oktober 2018.

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 - 26.04.2019



## Global

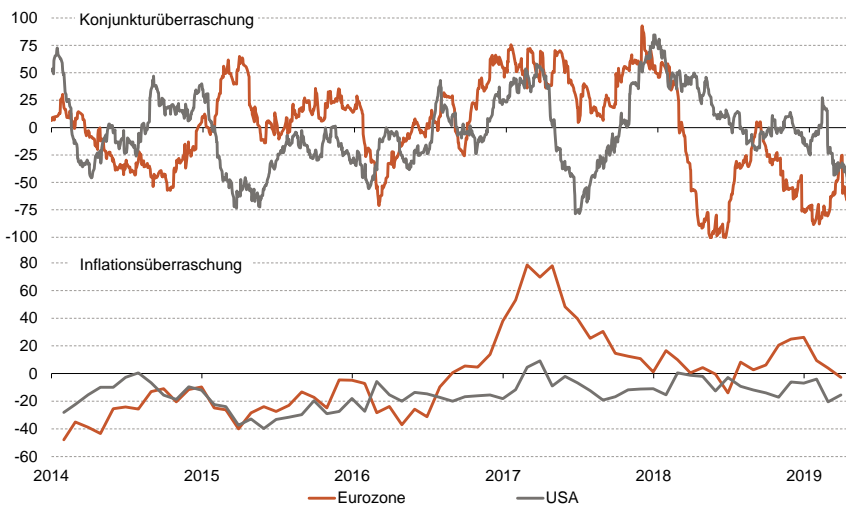


- In den Industrienationen (G10) haben sich die Konjunktorenttäuschungen jüngst stabilisiert, während in den Schwellenländern temporär die positiven Konjunkturüberraschungen dominiert haben. China konnte mit den Q1-Wachstumszahlen (6,4% YoY), der März-Industrieproduktion und den Einzelhandelsumsätzen positiv überraschen.
- Die Inflation ist sowohl in den Schwellenländern als auch in den Industrienationen auf dem Rückgang und hat tendenziell nach unten überrascht.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 26.04.2019

## Eurozone & USA

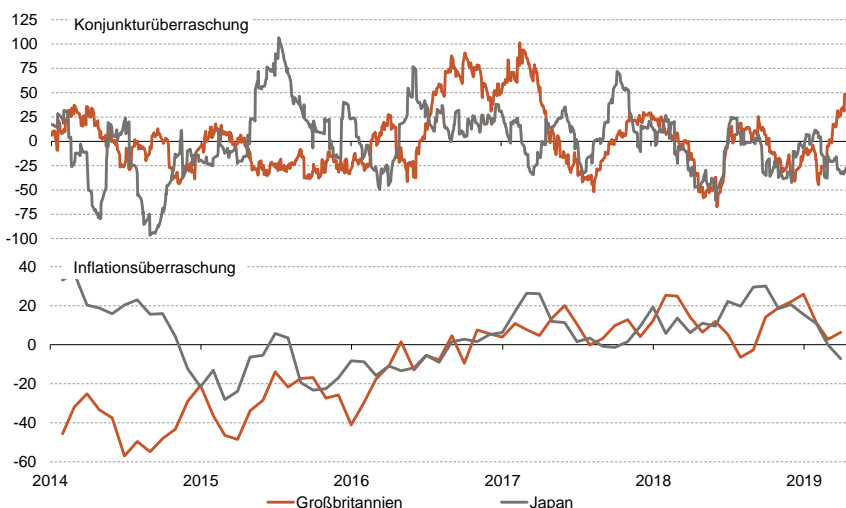


- Die Konjunktorenttäuschungen in den USA und in der Eurozone halten weiter an. In der Eurozone hat sich der Indexwert jedoch etwas verbessert, während er in den USA negativer wurde.
- In der Eurozone haben vor allem die Zahlen aus Deutschland enttäuscht. Die IFO Indizes und der Einkaufsmanagerindex für die Industrie waren schlechter als erwartet.
- Auch wenn in den USA die negativen Überraschungen dominierten, konnte das Wirtschaftswachstum in Q1 mit 3,2% im Jahresvergleich (erw. 2,3%) deutlich nach oben überraschen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 26.04.2019

## Großbritannien & Japan



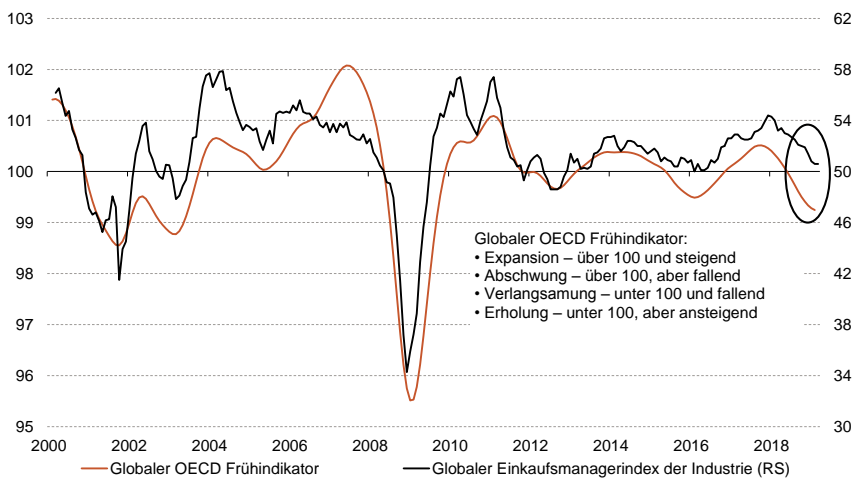
- Das Momentum der positiven Konjunkturzahlen in Großbritannien ging auch in den letzten zwei Wochen weiter. Die Arbeitsmarktdaten haben sich verbessert und die Einzelhandelsumsätze im März waren besser als erwartet.
- In Japan ist die Arbeitslosenquote jüngst von 2,3% auf 2,5% gestiegen.

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 - 26.04.2019



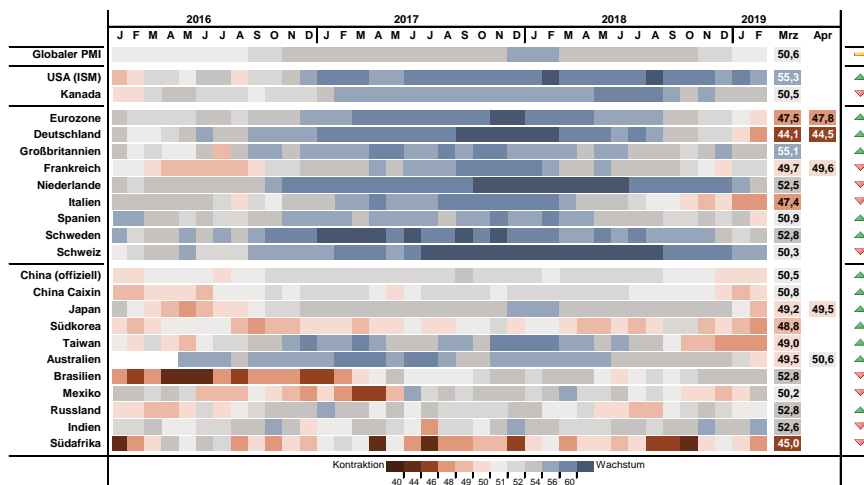
OECD Frühindikator & Einkaufsmanagerindex



- Entgegen der Markterwartung ist der globale PMI nicht unter 50 Punkte gesunken. Er hat sich im März bei 50,6 Punkten stabilisiert, getrieben durch bessere Werte in den Schwellenländern.
- Auch der globale OCED-Frühindikator verliert an Abwärtsmomentum und könnte in den nächsten Monaten in die „Erholung“ drehen.

Der OECD Frühindikator setzt sich aus einer Reihe ausgewählter Wirtschaftsindikatoren zusammen, deren Zusammensetzung ein robustes Signal für künftige Wendepunkte liefert. Ein Wendepunkt signalisiert in der Regel einen Wendepunkt im Konjunkturzyklus in 6-9 Monaten. Allerdings liegen die Vorlaufzeiten manchmal außerhalb dieses Bereichs und Wendepunkte werden nicht immer richtig erkannt.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.01.2000 - 31.03.2019

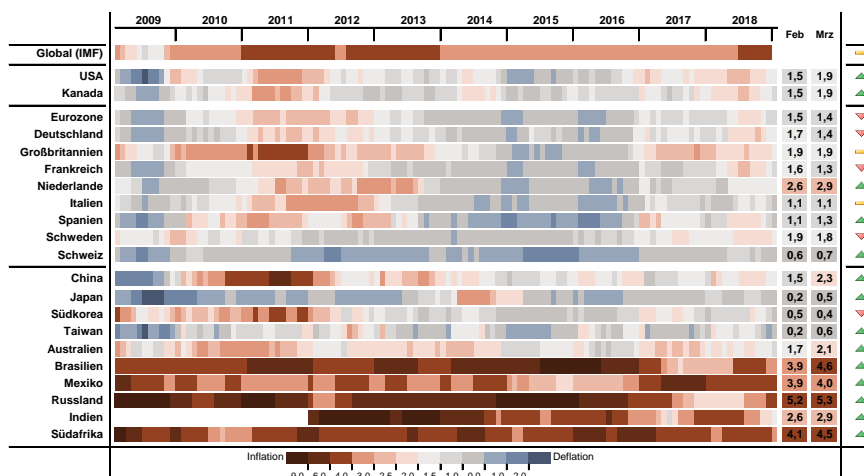
Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Der PMI für Deutschland und für die Eurozone war im April leicht besser als im März, auch wenn die PMIs weiterhin weit von der 50er-Marke entfernt sind.
- In Brasilien ist der PMI über die wichtige Marke von 50 Punkten gestiegen.

Der PMI ist ein Gesamtindex, der einen allgemeinen Überblick über die konjunkturelle Lage in der Industrie ermöglicht. Der PMI leitet sich aus insgesamt elf Teilindizes ab, die die jeweilige Veränderung zum Vormonat wiedergeben. Ein Wert von 50 wird als neutral, ein Wert von über 50 Punkten als ein Indikator für eine steigende und ein Wert von unter 50 Punkten für eine rückläufige Aktivität in der Industrie im Vergleich zum Vormonat angesehen. Der Index hat im Durchschnitt einen Vorlauf vor der tatsächlichen Industrieproduktion von drei bis sechs Monaten. Basis des PMI ist die Befragung einer relevanten Auswahl von Einkaufsmanagern nach der Entwicklung von Kenngrößen wie Auftragseingängen.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 30.09.2015 - 29.04.2019

Gesamtinflation

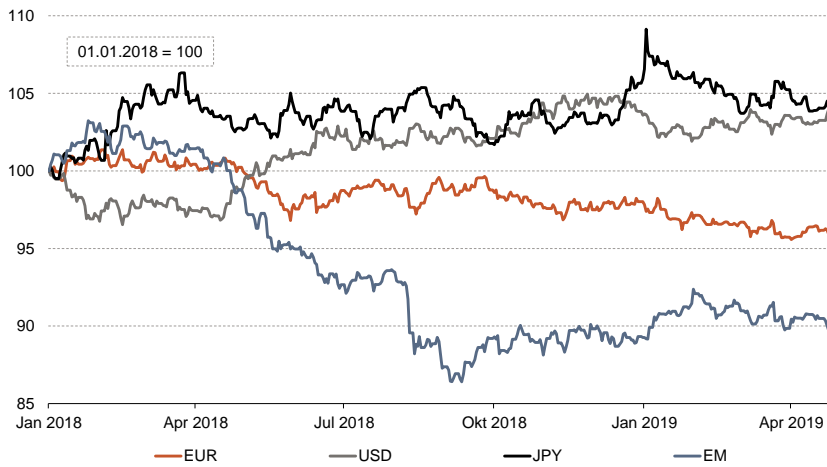


- In Großbritannien ist die Inflation im März mit 1,9% auf der Höhe mit dem Februar-Wert. Höheren Spritpreisen standen geringere Preise auf Nahrungsmittel und Computerspiele gegenüber.
- In Japan ist die Inflation jüngst leicht gestiegen, aber weiterhin nahe der Deflationsschwelle von 0%.

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



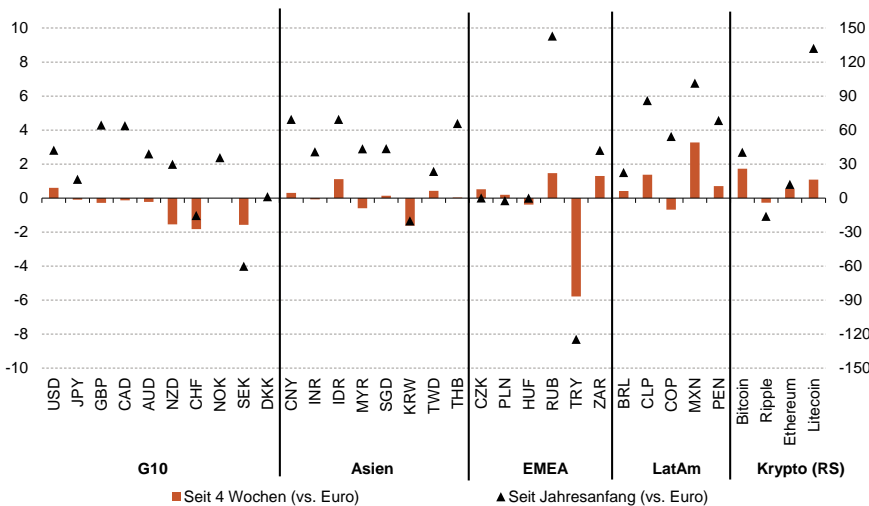
## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Die vergleichsweise guten Konjunkturdaten in den USA haben dem US-Dollar jüngst wieder Rückenwind gegeben. Seit Anfang 2018 hat er handelsgewichtet um knapp 4,0% zugelegt.
- Im Gegenzug haben vor allem der Euro und die Schwellenländerwährungen abgewertet. Der Euro litt unter schwachen Konjunkturzahlen und politischen Unsicherheiten.

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 - 26.04.2019

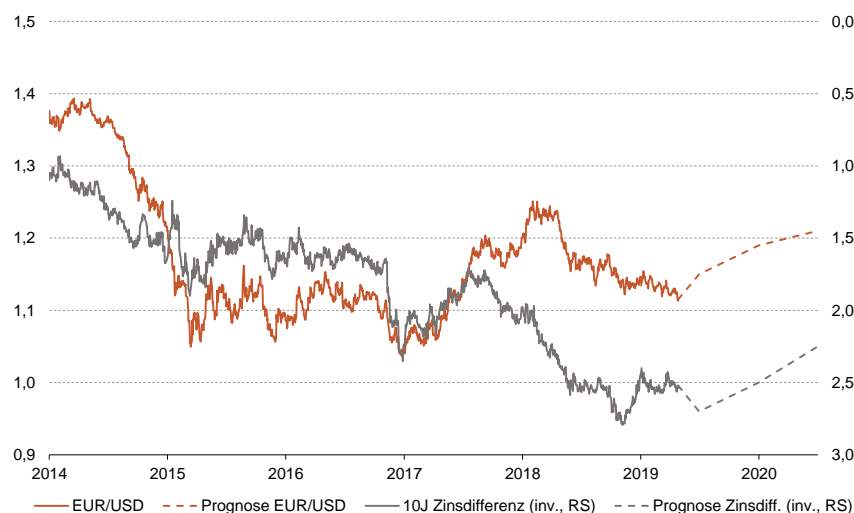
## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Der Euro hat es weiterhin schwer. Seit Jahresanfang hat er gegenüber den meisten Währungen abgewertet. Gegenüber dem US-Dollar z.B. um knapp 3%. Die schwache konjunkturelle Lage und politische Unsicherheiten könnten den Handlungsdruck auf die EZB erhöhen.
- In den letzten vier Wochen hat die türkische Lira über 5% gegenüber dem Euro an Wert verloren, während der mexikanische Peso über 3% gewinnen konnte.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 26.04.2019

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs ist jüngst unter 1,12 gefallen und somit auf dem niedrigsten Stand seit Juni 2017. Unsere Ökonomen erwarten zum Jahresende eine Erholung des Euros auf einen Wechselkurs von 1,19 EUR/USD.
- Diese erwartete Erholung basiert unter anderem auf einer zukünftig geringeren Zinsdifferenz und einer Belebung der Eurozonen-Konjunktur.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigen Bundesanleihen. Die Prognosen wurden von der Berenberg Volkswirtschaft erstellt.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 31.12.2019



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (29.03.19 - 26.04.19)	■ YTD (31.12.18 - 26.04.19)	26.04.18	26.04.17	26.04.16	26.04.15	25.04.14
			26.04.19	26.04.18	26.04.17	26.04.16	26.04.15
Informationstechnologie	8,5	26,0	16,0	8,3	26,5	-10,5	36,4
Finanzen	7,4	17,0	-5,8	2,8	21,4	-19,5	22,5
Industrie	7,3	22,2	7,6	-0,3	24,1	-8,4	19,4
Zyklische Konsumgüter	6,6	21,8	0,6	3,8	17,2	-15,6	32,3
Grundstoffe	4,0	20,5	4,5	9,8	30,6	-19,8	16,4
Growth	3,8	19,4	9,7	0,7	12,7	-9,8	30,3
Value	3,3	14,3	0,3	2,4	17,8	-17,0	20,4
Telekommunikation	2,4	4,9	-3,8	-2,7	-4,4	-11,7	33,6
Basiskonsumgüter	1,0	18,4	14,6	-6,8	9,1	-1,0	32,3
Energie	-0,1	12,6	3,3	20,3	16,0	-15,1	3,0
Versorger	-0,5	11,1	11,4	6,3	1,4	-9,3	17,0
Gesundheit	-2,7	10,3	14,2	-8,4	5,7	-15,1	42,0

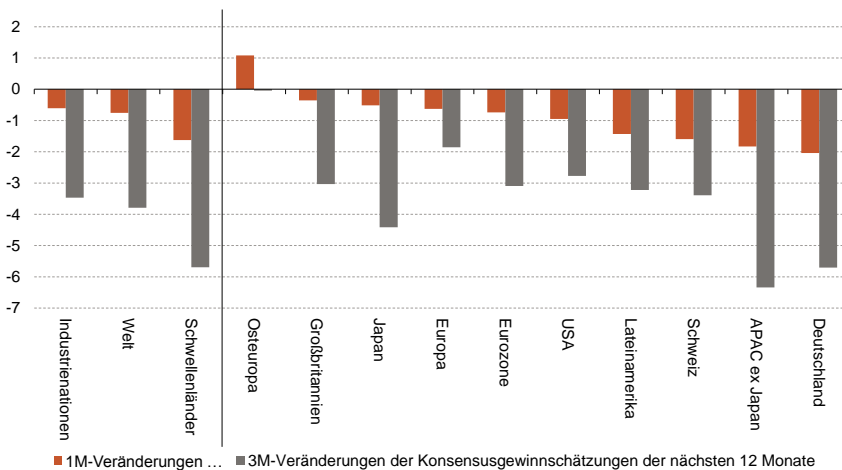
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: 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 IT-Sektor hat sich in Europa über den letzten Monat am stärksten entwickelt und ist nun auch YTD der beste Sektor. Starke Quartalsergebnisse wie beispielsweise von SAP unterstützten dabei.
- Defensive Sektoren wie Gesundheit und Versorger entwickelten sich hingegen deutlich schlechter.

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: 25.04.2014 - 26.04.2019

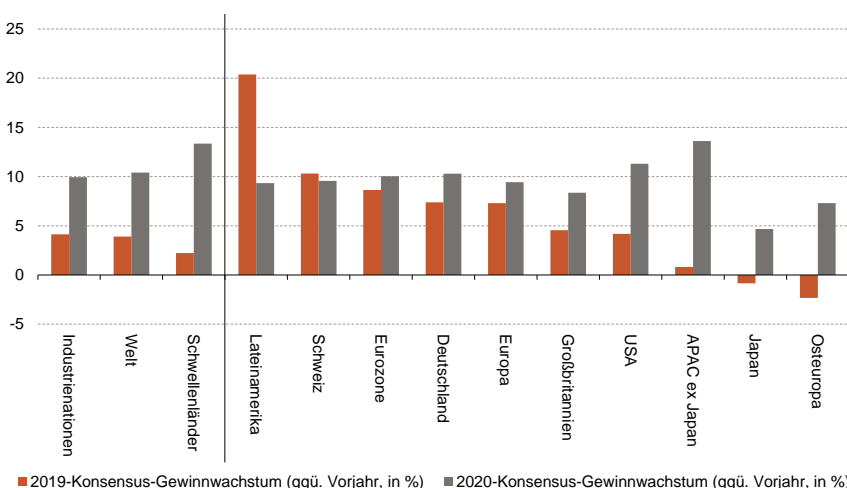
## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Die Q1-Berichtssaison in Europa ist angelaufen und die bisherigen Unternehmensergebnisse sind erfreulich. Zum Beispiel haben über 70% der Unternehmen die Gewinnerwartungen der Analysten bis dato übertroffen.
- Die Analysten reduzieren jedoch größtenteils ihre Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate. Besonders skeptisch sind sie für Deutschland und für Asien Pazifik ex Japan.

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: 26.04.2019

## Gewinnwachstum



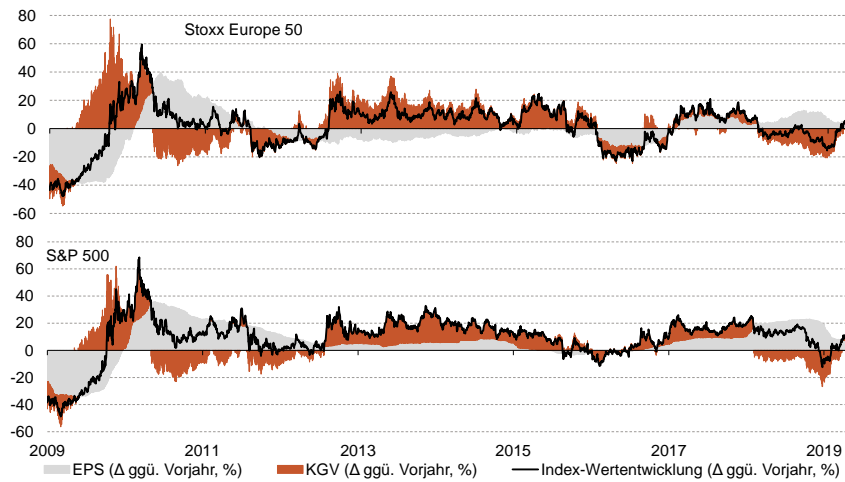
- Die Konsenserwartung für das Gewinnwachstum für 2019 ist mittlerweile negativ für Japan und Osteuropa sowie nur noch marginal positiv für Asien Pazifik ex Japan.
- Ein zweistelliges Gewinnwachstum wird allerdings noch für Lateinamerika und die Schweiz erwartet.
- Für die USA rechnen die Analysten mit einer deutlichen Erholung des Gewinnwachstums im nächsten Jahr.

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: 26.04.2019





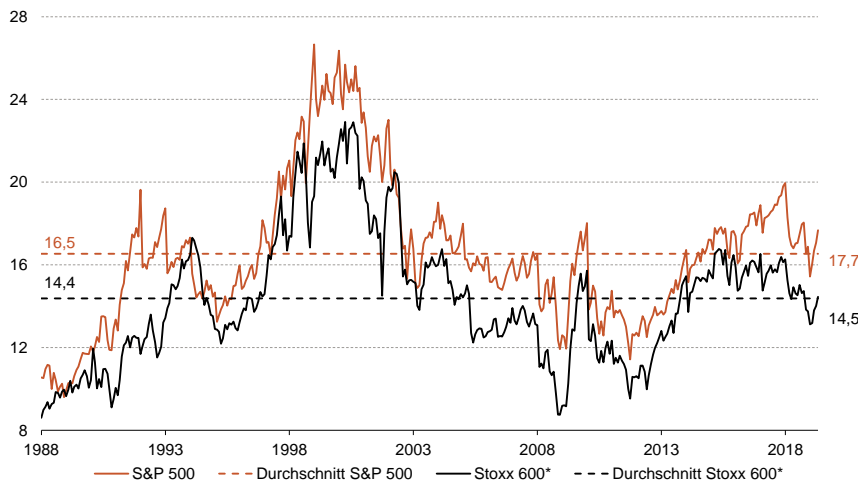
## Kontributionsanalyse



- Die Aktienmärkte in Europa und in den USA konnten über die letzten zwölf Monate leicht zulegen.
- Treiber dafür waren steigende Gewinne, während sich die KGV-Bewertung für beide Regionen über das letzte Jahr leicht reduziert hat.

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 - 26.04.2019

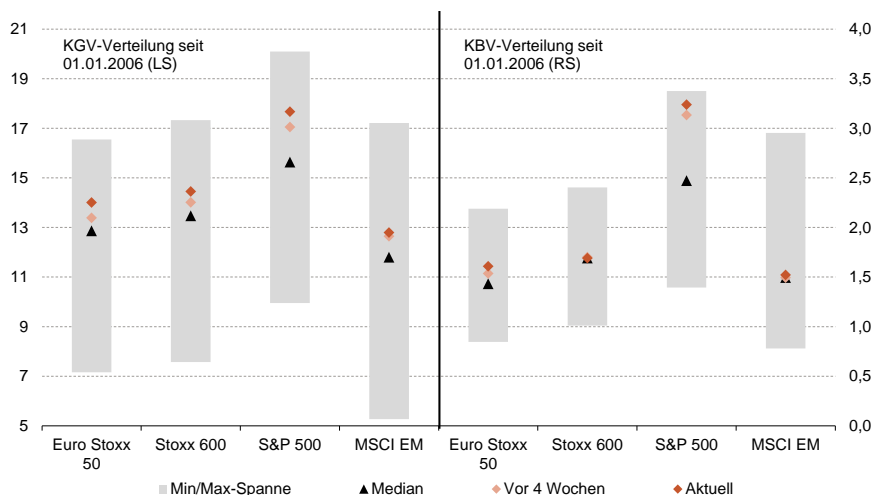
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Sowohl für Europa als auch die USA sind die jeweiligen KGVs nun nahe bzw. leicht oberhalb ihrer historischen Durchschnitte.
- Damit die Aktienmärkte weiter steigen, müssten die Konjunkturdaten sich weiter verbessern. Andernfalls werden die Wachstumssorgen wieder zurückkehren.

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 - 26.04.2019

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

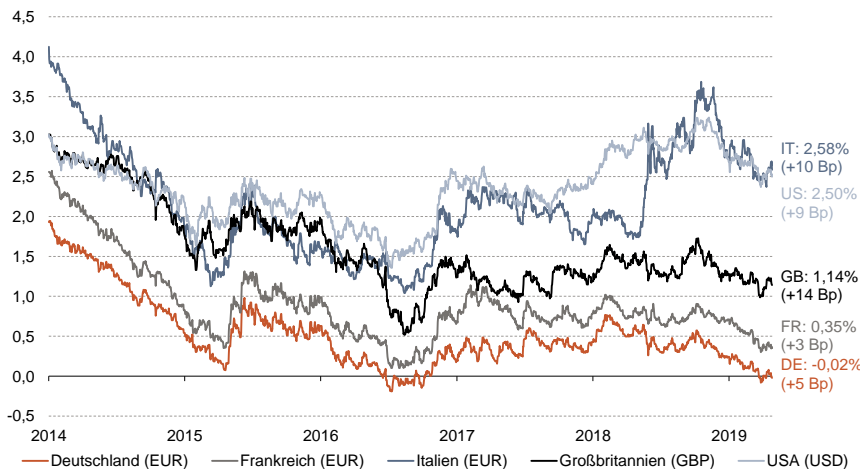


- Europäische Aktien sind sowohl auf KGV- als auch KBV-Basis immer noch fair zur eigenen Historie bewertet. Ähnliches gilt für Schwellenländer-Aktien.
- US-Aktien scheinen insbesondere auf KBV-Basis ambitioniert bewertet zu sein.

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 - 26.04.2019



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

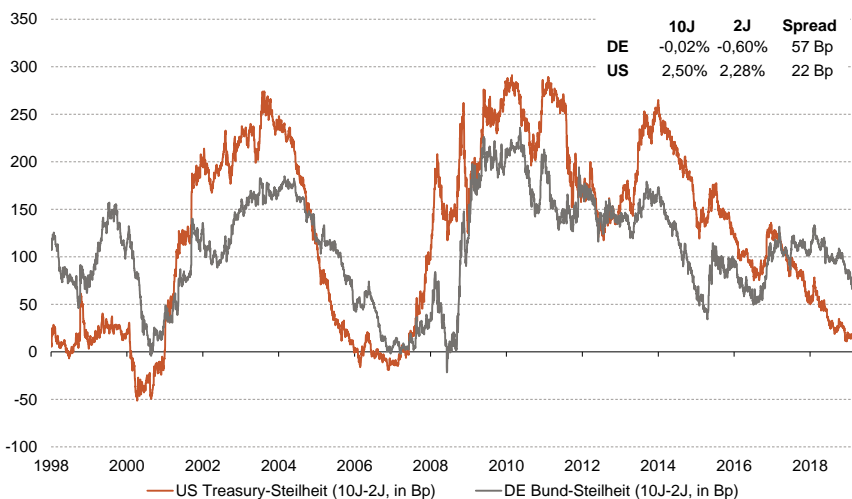


- Die Renditen auf italienische Staatsanleihen sind in den letzten vier Wochen weiter gestiegen und notieren nun bei 2,58%. Die Konjunkturdaten sind weiterhin schwach. Allerdings hat die Ratingagentur S&P das BBB/negativ-Rating bestätigt.
- Für Deutschland sieht es wiederum ganz anders aus. Die konjunkturellen und politischen Sorgen in Europa lassen die Renditen auf deutsche Bunds wieder unter die 0%-Marke sinken.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 26.04.2019

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

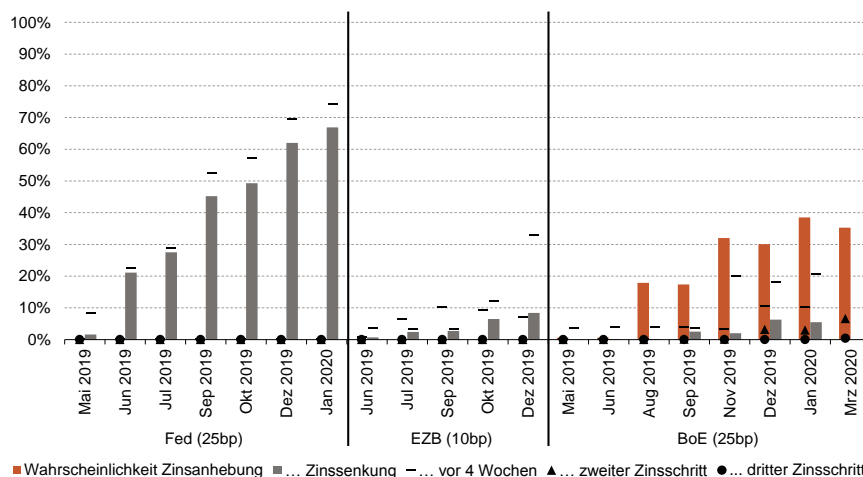


- Mit 22 Basispunkten ist die Steilheit der US-Zinsstrukturkurve weniger flach als noch vor zwei Wochen. Eine steilere Zinsstrukturkurve verringert rein statistisch die Wahrscheinlichkeit einer kommenden Rezession.
- Die Steilheit der deutschen Zinsstrukturkurve verharrt bei unter 60 Basispunkten.

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 - 26.04.2019

## Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



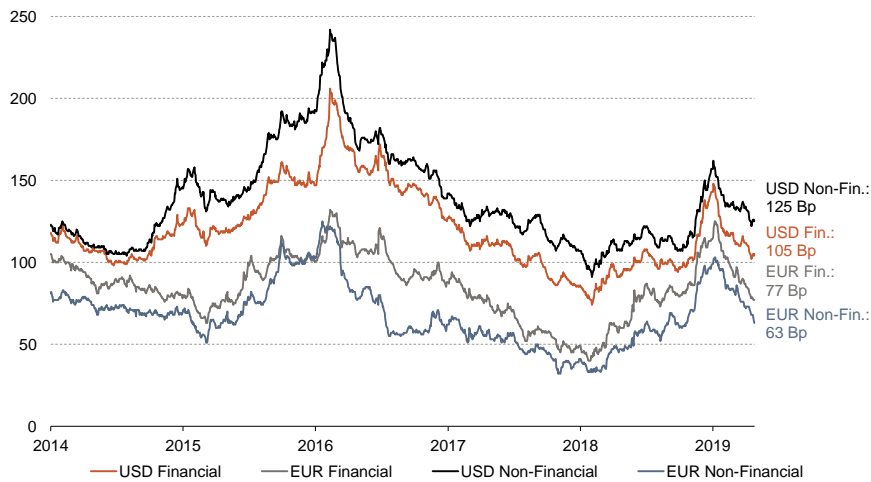
- Der Markt erwartet auf der Sitzung der Fed am 1. Mai und auf der Sitzung der Bank of England am 2. Mai keine Durchführung eines Zinsschrittes.
- Eine Zinssenkung durch die Fed in 2019 wird weiterhin mit über 60% Wahrscheinlichkeit gepreist.
- In Großbritannien sind die Wahrscheinlichkeiten für eine Zinserhöhung nach den guten Konjunkturdaten und einer Inflation nahe 2% wieder gestiegen.

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: 29.03.2019 - 26.04.2019



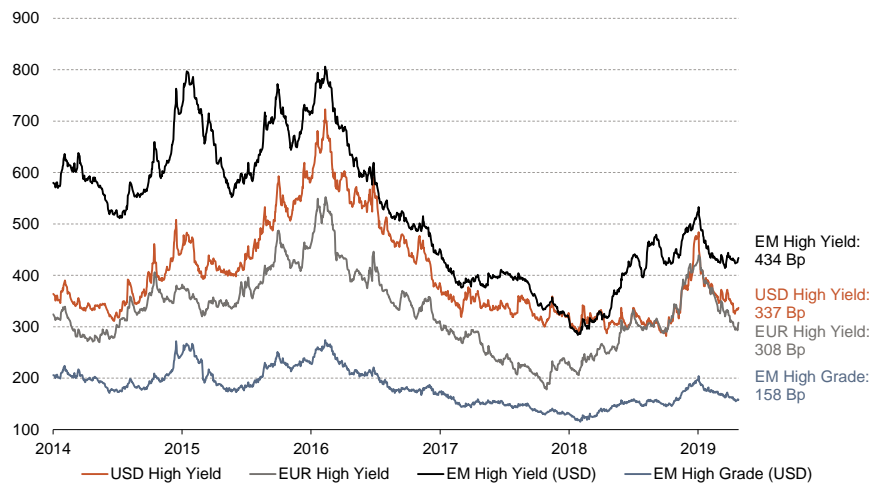
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge auf USD-Unternehmensanleihen haben sich im Zwei-Wochen-Vergleich kaum bewegt. Auf der Sektorebene haben jedoch der Automobile- und Telekommunikationssektor eine deutliche Spreadeinengung erfahren.
- Bei EUR-Unternehmensanleihe gab es hingegen eine leichte Spreadeinengung. Der Konsumgüter- und Automobilsektor konnten hiervon am stärksten profitieren.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 26.04.2019

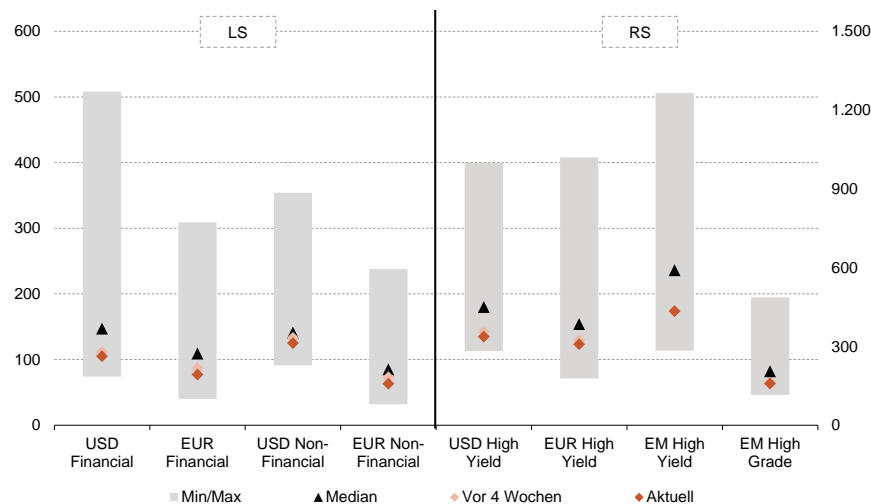
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Die Risikoaufschläge auf EM-Hochzinsanleihen verharrten, trotz der besseren Konjunkturdaten, weiterhin über der 400er-Marke.
- Auch bei USD-Hochzinsanleihen scheinen die Risikoaufschläge nicht weiter zu fallen. In den letzten zwei Wochen haben diese sich sogar um 9 Basispunkte ausgeweitet. Besonders der Einzelhandel sah steigende Risikoaufschläge.

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 - 26.04.2019

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

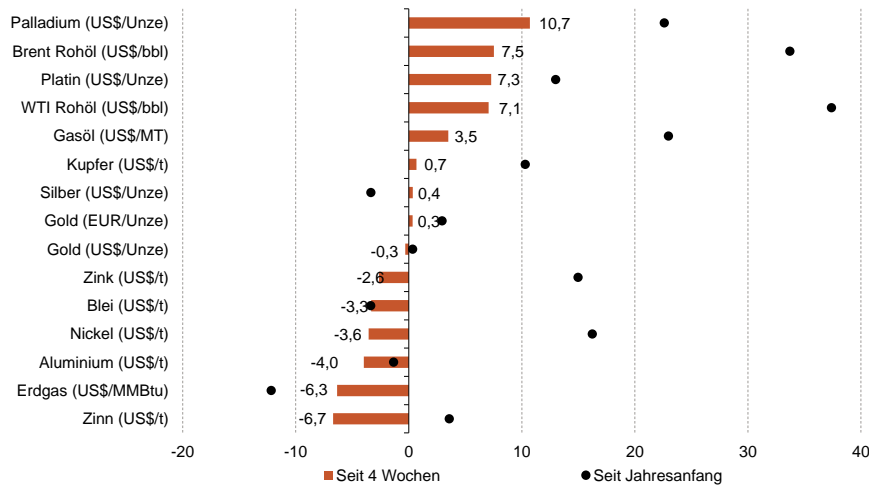


- Im 10-Jahresvergleich bewegten sich die meisten Risikoaufschläge auf das historische Minimum zu.
- Die größte Bewegung im Vier-Wochen-Vergleich machten EUR-Unternehmensanleihen und hier besonders die EUR-Nicht-Finanzanleihen.

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 - 26.04.2019



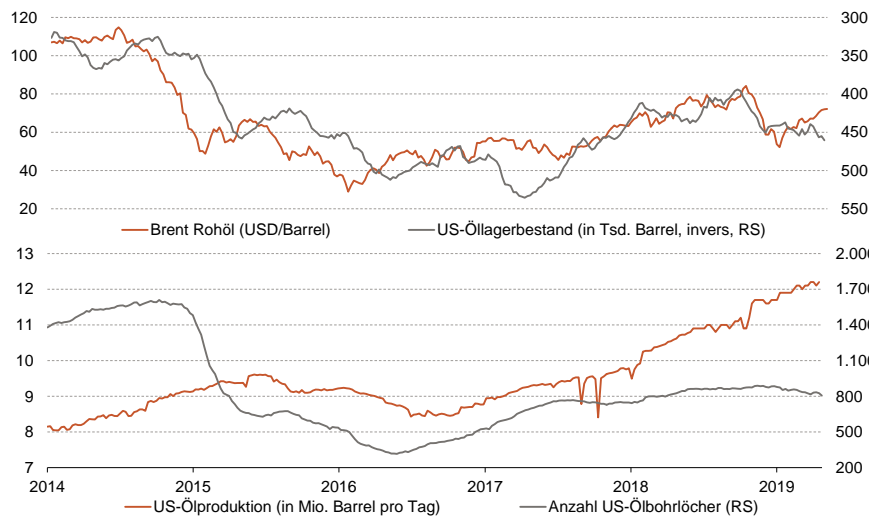
Performance Rohstoffe



- Seit Jahresanfang konnte Rohöl über 30% und in den letzten vier Wochen um knapp 8% zulegen. Damit besetzt Rohöl weiterhin den Spitzenplatz unter den Rohstoffen.
- Unter den Edelmetallen hat sich besonders Palladium gut entwickelt und hat in den letzten vier Wochen um über 10% zugelegt. Der Goldpreis blieb hingegen nahezu unverändert.
- Die Schlusslichter bilden Erdgas und Zinn. Erdgas mit einem Verlust von über 10% seit Jahresanfang.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 26.04.2019

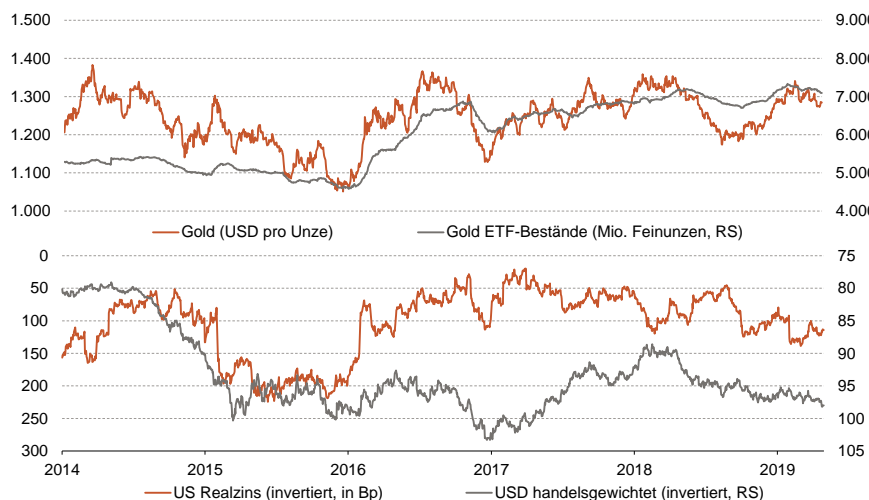
Rohöl



- Rohöl konnte sich dank rückläufiger Ölproduktion in Venezuela und einer harten Linie der USA gegenüber dem Iran weiter gut entwickeln. Brent-Rohöl notierte zuletzt bei rund 72 USD je Barrel, was einem Plus von über 30% seit Jahresanfang entspricht.
- Auch die steigenden US-Öllagerbestände und die zunehmende US-Ölproduktion konnten den jüngsten Preisanstieg nicht stoppen.

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 - 26.04.2019

Gold



- Gold gehörte in den letzten vier Wochen zu den Verlierern unter den Assetklassen. Der Goldpreis konnte die 1.300-Marke nicht knacken und notierte zuletzt bei rund 1.280 USD je Unze.
- Der starke US-Dollar, die steigenden US-Realzinsen und die abnehmenden ETF-Bestände haben den Goldpreis belastet.

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 - 26.04.2019

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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

## AUTOREN



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



**Guido Urban, CFA | Senior Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Ist zuständig für die Kapitalmarktpublikationen, erstellt Analysen, insbesondere für Rohstoffe, unterstützt den Investmentprozess und generiert Anlageideen  
+49 69 91 30 90-215 | [guido.urban@berenberg.de](mailto:guido.urban@berenberg.de)



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

## WICHTIGE HINWEISE

Bei den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Es handelt sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

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

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

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: 29. April 2019

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

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

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