

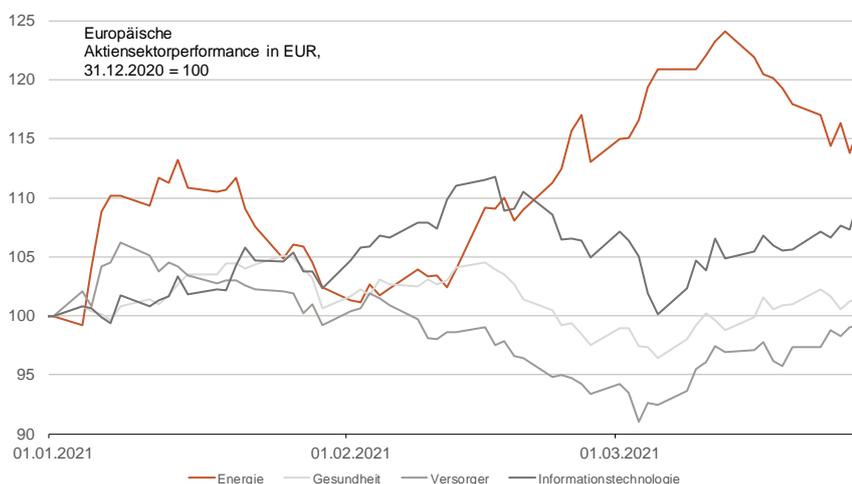
### Aktueller Marktkommentar

Der ständige Wechsel zwischen Wachstumssorgen und Reflationshoffnungen bestimmte die letzten Wochen und dürfte auch die nächsten Monate prägen. Zuletzt gehörten die Anlageklassen, die seit Jahresanfang am besten abgeschnitten hatten, tendenziell zu den größten Verlierern. Energie- und Finanzwerte gaben ebenso wie Öl und Industriemetalle nach, während defensive Aktien und der US-Dollar ein Comeback feierten. Dafür verantwortlich dürfte das (temporäre) Ausbleiben eines weiteren Renditeanstiegs bei sicheren Anleihen sein. Zudem dürften Gewinnmitnahmen und Rebalancierungs-Flows von Pensionskassen zum Quartalsende ebenso eine Rolle gespielt haben wie die erneuten Lockdown-Maßnahmen in Europa. Das Umfeld für Anleger ist in jedem Fall nicht einfacher geworden, da klare Trends momentan ausbleiben. Vor diesem Hintergrund ist es unserer Meinung nach umso sinnvoller, das Portfolio balanciert aufzustellen: langfristig auf Megatrends zu setzen, aber auch die Chancen einer breiten Konjunkturerholung zu nutzen.

### Kurzfristiger Ausblick

Ab Mitte April nimmt die Q1-Berichtssaison in den USA mit den Unternehmenszahlen der ersten Großbanken deutlich an Fahrt auf. Nach der KGV-Ausweitung 2020 dürften das Gewinnwachstum die Märkte dieses Jahr treiben. Der Markt erwartet somit gespannt die Q1-Kennzahlen und Unternehmensausblicke. Die G20-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten treffen sich am 7. und 8. April. Am Dienstag werden das Eurozone-Wirtschaftsvertrauen (Mrz.), das US-Verbrauchervertrauen (Mrz., Conference Board) und die deutschen Inflationsdaten veröffentlicht (Mrz.). Die japanische Industrieproduktion (Feb.), die offiziellen chinesischen Einkaufsmanagerindizes (Mrz., PMI), der US-Chicago-PMI (Mrz.) sowie die Eurozonen-Inflationsdaten (Mrz.) werden am Mittwoch bekannt gegeben. Am Donnerstag folgen die März-Industrie-PMIs für die USA (ISM, Markit), Europa (Markit) und China (Caixin) sowie die deutschen Einzelhandelsumsätze (Feb.). Abgeschlossen wird die Woche mit den US-Arbeitsmarktdaten am Freitag.

### Viel Bewegung unterhalb der Oberfläche bei Aktien



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 Q1-Berichtssaison steht bevor und wird von den Marktteilnehmer gespannt erwartet.*

*Einkaufsmanagerindizes werden Einblicke über den Zustand der Konjunkturerholung geben.*

- Der Energiesektor gehörte dieses Jahr bis dato zu den großen Gewinnern, dank restriktiver OPEC-Politik und Nachfrageoptimismus im Zuge der Konjunkturerholung.
- Defensive Sektoren wie Versorger litten hingegen als „Anleihe-Proxies“ unter dem Zinsanstieg. Sie konnten sich zuletzt aber genauso erholen wie der Gesundheits- und Technologiesektor. Bei Ölunternehmen kam es jüngst, auch wegen schärferen Lockdown-Maßnahmen in Europa, zu Gewinnmitnahmen.

Erläuterungen siehe Seite 8.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2000 - 26.03.2021



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (26.02.21 - 26.03.21)	■ YTD (31.12.20 - 26.03.21)	26.03.20	26.03.19	26.03.18	26.03.17	25.03.16
			26.03.21	26.03.20	26.03.19	26.03.18	26.03.17
REITs	8,7	10,5	20,1	-16,5	26,8	-15,0	2,9
Aktien Industrienationen	5,9	8,8	42,5	-6,9	14,3	-0,8	19,9
Brent	3,7	31,2	75,5	-48,8	11,0	19,5	12,5
USD/EUR-Wechselkurs	2,4	3,6	-6,5	2,1	10,5	-13,2	3,4
Aktien Frontier Markets	2,4	4,1	27,9	-15,7	-6,1	9,1	17,7
Gold	-5,5	2,3	-0,6	26,6	7,4	-5,6	5,7
Industriemetalle	2,2	13,9	48,8	-20,7	5,8	-2,3	29,6
Globale Staatsanleihen	-1,3	1,3	-3,6	7,2	8,2	-5,9	1,4
Globale Unternehmensanleihen	-0,5	1,1	4,9	2,6	11,7	-7,7	5,5
Aktien Emerging Markets	0,0	0,2	46,7	-14,9	0,4	8,3	26,2
Eonia	-0,1	5,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Globale Wandelanleihen	-0,7	4,4	48,4	-2,7	11,4	-0,2	17,1

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

- Der ständige Wechsel zwischen Wachstumssorgen und Reflationshoffnungen bestimmte die letzten Wochen, was zu einem heterogenen Bild an den Finanzmärkten führte.
- Schwellenländer-Aktien und globale Wandelanleihen gehörten zu den relativen Verlierern, während REITs und Industrienationen-Aktien stärker zulegen konnten.
- Der US-Dollar feierte ein Comeback und wertete in der Breite auf.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.03.2016 - 26.03.2021

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (26.02.21 - 26.03.21)	■ YTD (31.12.20 - 26.03.21)	26.03.20	26.03.19	26.03.18	26.03.17	25.03.16
			26.03.21	26.03.20	26.03.19	26.03.18	26.03.17
DAX	7,0	7,5	47,5	-12,4	-3,1	-2,3	22,5
S&P 500	7,0	10,1	43,7	-2,6	19,3	0,4	21,8
Euro Stoxx 50	6,4	9,2	38,6	-11,9	4,1	-2,4	18,8
Stoxx Europa 50	6,1	6,9	24,1	-9,1	10,7	-4,5	16,4
MSCI Großbritannien	6,0	10,5	24,7	-21,1	11,7	-3,8	14,1
Topix	6,0	7,9	35,6	-8,4	3,9	1,2	21,9
Stoxx Europa Zyklisch	5,4	10,1	50,0	-16,6	-1,7	2,8	23,5
MSCI USA Small Caps	4,9	17,2	77,8	-20,5	13,6	-0,2	27,5
Stoxx Europa Defensiv	4,8	4,3	17,8	-8,7	17,8	-4,6	8,7
MSCI EM Osteuropa	4,3	4,9	29,8	-20,5	12,8	4,0	31,4
Stoxx Europa Small 200	4,2	7,1	53,0	-15,8	1,8	6,8	15,0
MSCI EM Asien	-0,9	5,6	50,6	-9,8	0,8	10,7	25,4

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.

- US-Aktien erholten sich über die letzten Wochen deutlich und liegen nun in Euro gemessen gleichauf mit Eurozonen-Aktien seit Jahresanfang, dank der USD-Aufwertung. Deutsche Aktien legten ebenfalls zu, angetrieben durch die Autowerte.
- Asiatische Schwellenländer litten hingegen etwas, u.a. deswegen, weil die Sorgen über eine straffere Geldpolitik in China zunehmen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.03.2016 - 26.03.2021

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (26.02.21 - 26.03.21)	■ YTD (31.12.20 - 26.03.21)	26.03.20	26.03.19	26.03.18	26.03.17	25.03.16
			26.03.21	26.03.20	26.03.19	26.03.18	26.03.17
Britische Staatsanleihen	-1,8	2,7	0,9	4,3	7,4	-0,5	-2,6
USD Hochzinsanleihen	2,6	4,1	15,1	-6,6	17,8	-9,9	17,5
EUR Inflationsind. Anleihen	2,4	1,4	10,5	-0,5	-0,8	4,9	0,2
US-Staatsanleihen	-0,4	1,6	-10,0	15,4	15,5	-13,2	2,5
USD Unternehmensanleihen	-0,6	1,3	4,3	4,7	16,6	-11,6	7,4
EM-Staatsanleihen (lokal)	0,1	1,2	2,7	0,9	6,9	-5,3	11,1
Italienische Staatsanleihen	-0,5	0,9	6,2	9,9	-1,3	5,1	-3,8
Deutsche Staatsanleihen	-2,1	0,4	-0,6	2,6	4,2	-0,2	-0,8
EUR Finanzanleihen	-0,3	0,4	10,4	-4,5	2,0	2,2	2,8
EUR Hochzinsanleihen	0,4	1,3	22,8	-12,1	1,6	3,1	7,6
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,8	0,3	9,1	-3,3	2,3	1,8	2,0
EM-Staatsanleihen (hart)	-4,8	-1,2	10,1	-6,7	1,1	0,9	6,6

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.

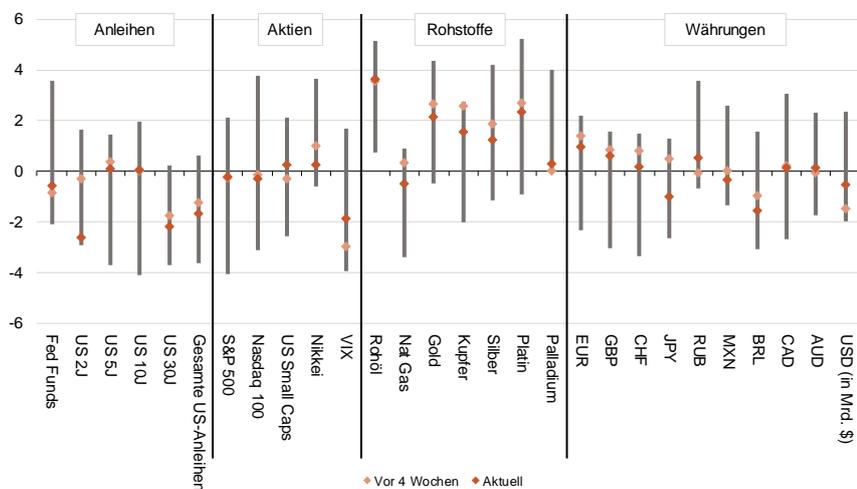
- Die meisten Anlagesegmente konnten jüngst in Euro gemessen zulegen, allen voran USD-Anleihen, die von der USD-Aufwertung profitierten.
- Innerhalb von EUR-Anleihen gewannen vor allem Inflations-Linker hinzu.
- Hartwährungs-Schwellenländeranleihen und EUR-Nicht-Finanzanleihen gehörten zu den relativen Verlierern.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.03.2016 - 26.03.2021



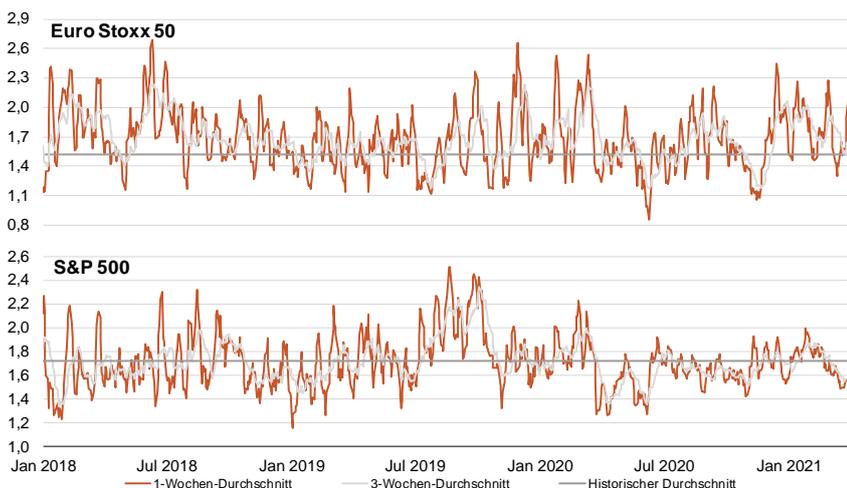
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Anleger haben nach der massiven Rallye im ersten Quartal Gewinne bei Rohstoff-Investments mitgenommen.
- Die USD-Short-Positionierung hat sich zudem jüngst deutlich reduziert.

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: 23.03.2011 - 23.03.2021

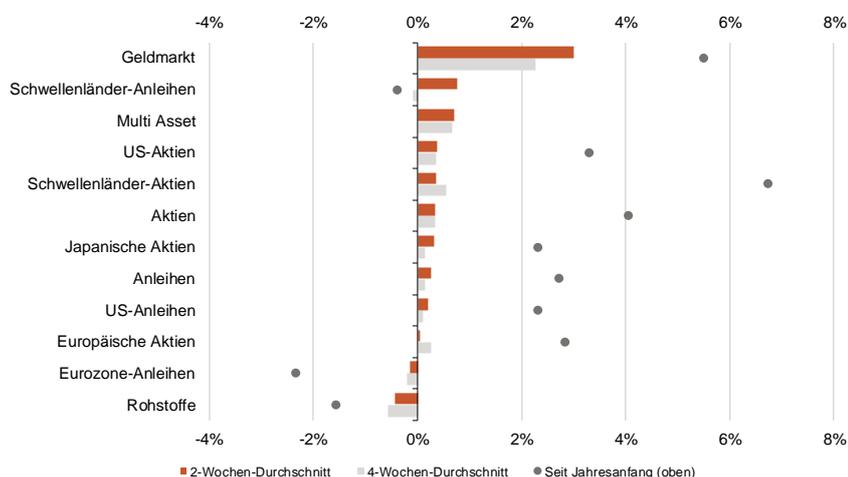
Put-Call-Ratio



- Die Anleger scheinen vorsichtiger bezüglich europäischer Aktien geworden zu sein, wahrscheinlich dank der dritten Corona-Welle und weiteren Lockdown-Maßnahmen. Dies suggeriert zumindest der Anstieg der Put-Call-Ratio für den Euro Stoxx 50.

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 - 26.03.2021

ETF-Flüsse

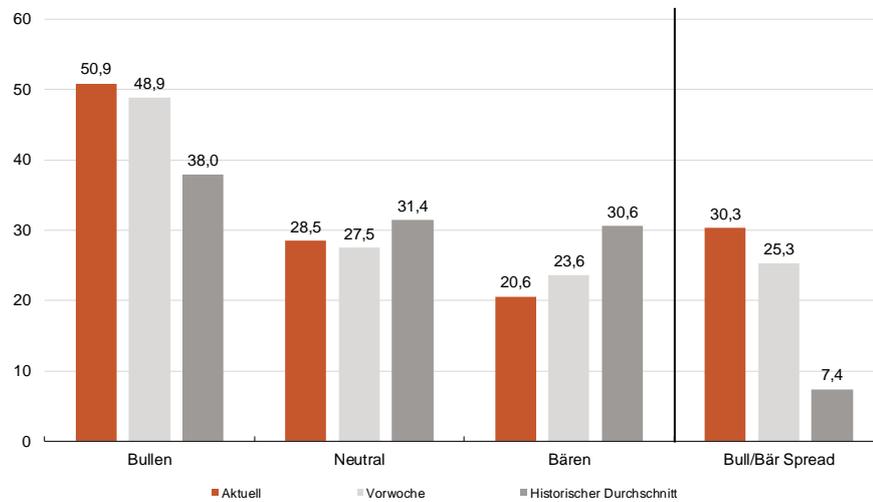


- Sowohl europäische Aktien als auch EUR-Anleihen haben zuletzt ETF-Abflüsse bzw. nur wenige ETF-Zuflüsse gesehen. Das Sentiment gegenüber Europa scheint sich entsprechend aufgrund des schleppenden Impffortschritts etwas eingetrübt zu haben.
- Stärkere Zuflüsse bei Geldmarkt-ETFs sprechen für eine abnehmende Haltung der Investoren.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 26.03.2021



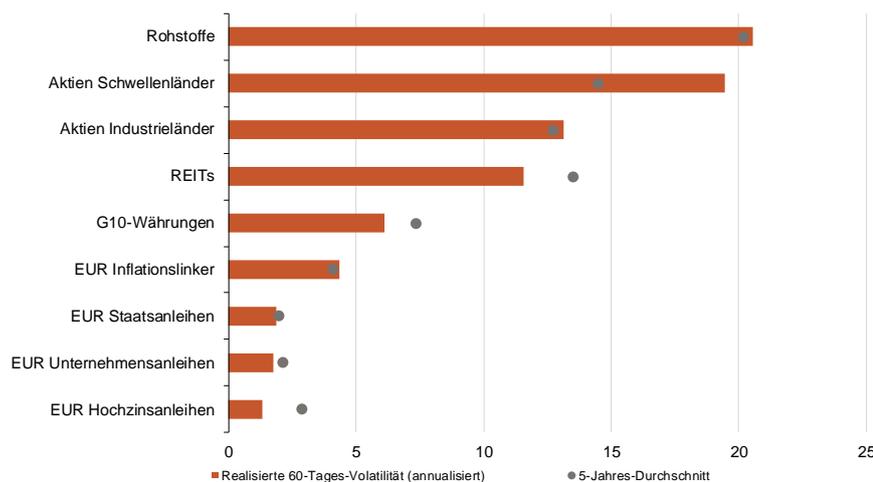
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger ist weiter ausgeprägt optimistisch. Die Bullen sind mit 51% erstmals seit Anfang November '20 sogar wieder in der absoluten Mehrheit. Die Anzahl der Bären ist hingegen auf dem niedrigsten Stand seit Dezember '19. Der Bull/Bär-Spread ist schon die 20ste Woche infolge positiv.

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 - 25.03.2021

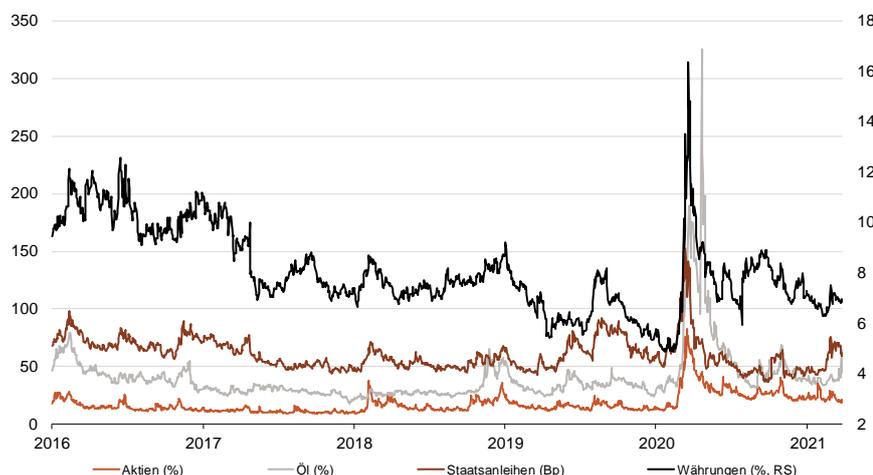
**Realisierte Volatilitäten**



- Mit dem rasanten Ölpreisverfall ist die realisierte Volatilität von Rohstoffen nun wieder auf den ersten Platz gesprungen, dicht gefolgt von Schwellenländer-Aktien.
- Die realisierte Volatilität von Aktien der Industrieländer liegt indes genau auf ihrem 5-Jahres-Durchschnitt.
- Das Bild bei Staats-, Unternehmens- und Hochzinsanleihen ist weiter spiegelverkehrt gegenüber dem, was die 5-Jahres-Durchschnitte zeichnen.

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: 26.03.2016 - 26.03.2021

**Implizite Volatilitäten**

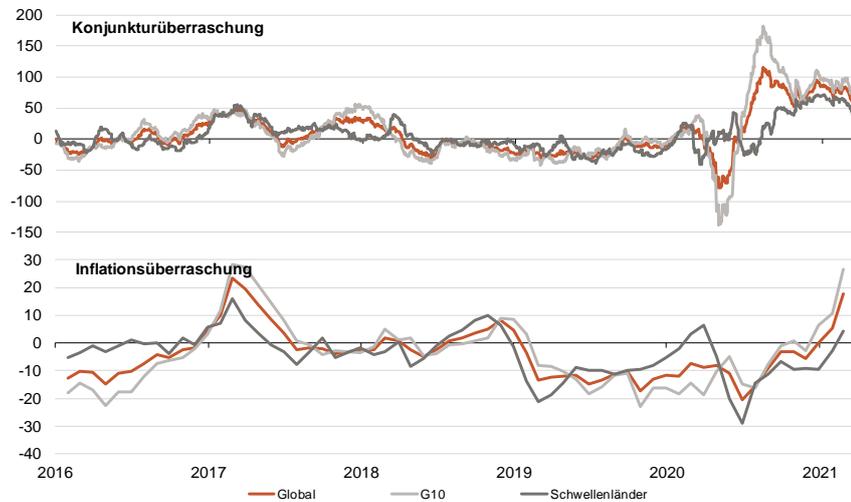


- Auch die implizite Volatilität ist beim Ölmarkt jüngst kräftig angesprungen.
- Bei Staatsanleihen ist die implizite Volatilität wiederum gefallen.
- Der VIX schwankt momentan um die 20. In den letzten 10 Handelstagen konnte er immerhin fünfmal unter dieser wichtigen Marke schließen.

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: 01.01.2016 - 26.03.2021



## Global



- Die positiven Konjunkturüberraschungen nehmen weiter ab, auch wenn sie weiterhin im deutlich positiven Bereich verweilen. Neben den Industrienationen sahen auch die Schwellenländer weniger Konjunkturdaten, die nach oben überraschten. Nichtsdestotrotz haben in China die Einzelhandelsumsätze sowie die Industrieproduktionsdaten aus dem Februar positiv überrascht. In Russland haben die Industrieproduktionsdaten und in Südafrika die Einzelhandelsumsätze hingegen enttäuscht.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 26.03.2021

## Eurozone & USA

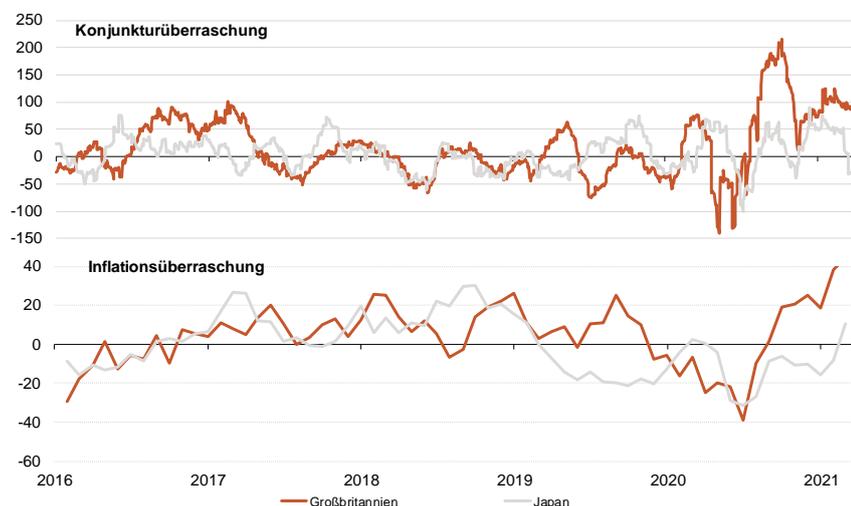


- Corona hält die Eurozone weiterhin in Atem. Die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) konnten im März jedoch deutlich nach oben überraschen, auch weil sie vor den jüngsten Lockdowns erhoben wurden. In Deutschland haben der ZEW-Index, der Ifo-Index und beide PMIs (Industrie & Service) die Erwartungen geschlagen.
- In den USA sieht die Konjunkturlage weiterhin gut aus, auch wenn ein paar Datenpunkte wie die Auftragsengänge, die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion jüngst etwas enttäuschten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 26.03.2021

## Großbritannien & Japan



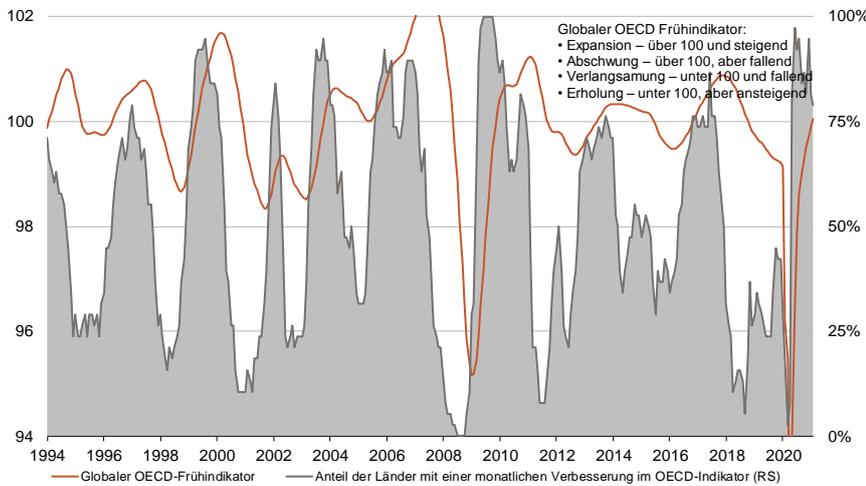
- In Großbritannien haben die Einzelhandelsumsätze, die PMIs sowie das Verbrauchervertrauen positiv überrascht.
- In Japan hat der Konjunkturindex ins Negative gedreht. Positiv überrascht haben zuletzt lediglich die Maschinenbauaufträge.

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: 01.01.2016 - 26.03.2021



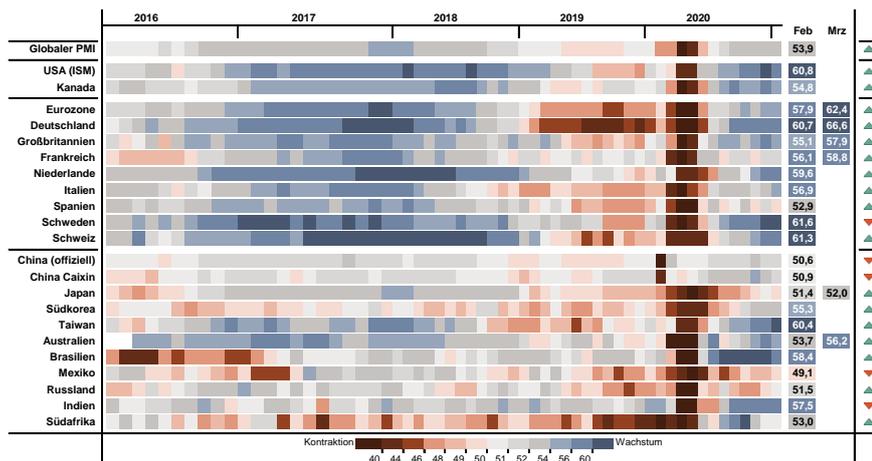
## OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator hat im Februar die Marke von 100 überschritten. Somit hat der Indikator von der wirtschaftlichen Erholungsphase in die Expansionsphase gedreht.
- Nicht alle Länder sahen jedoch eine Verbesserung des Frühindikators. Zudem verzeichnen einige Länder aus Europa weiterhin einen Wert unterhalb von 100.

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 - 28.02.2021

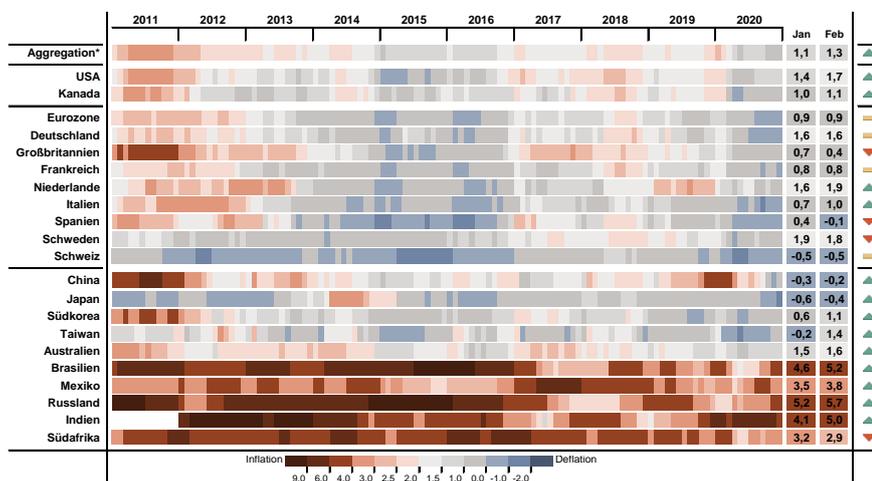
## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Die Industrie ist von Corona weiterhin unbeeindruckt und konnte auch jüngst deutlich zulegen. Die vorläufigen März-PMIs in Europa haben bisher alle deutlich nach oben überrascht.
- In Japan und Australien ist der März-PMI ebenfalls angestiegen.

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: 31.03.2016 - 26.03.2021

## Gesamtinflation

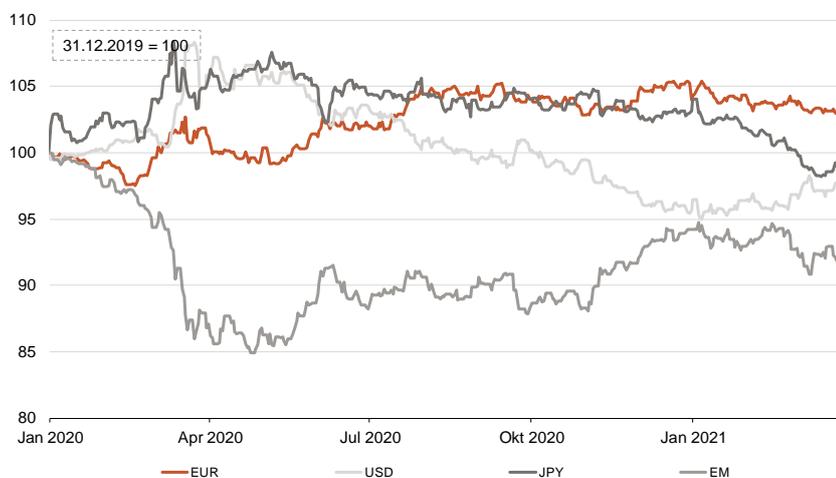


- Die global aggregierte Inflation ist im Februar auf 1,3% gestiegen. Haupttreiber waren vor allem Länder außerhalb Europas, während in Europa die Inflation gegenüber Januar eher stagnierte.
- In Großbritannien ist die Inflationsrate im Februar sogar unerwartet gefallen. Der Hauptabwärtsdruck kam von einem Preisrückgang bei Bekleidung und Schuhen und weniger stark steigende Gebrauchtwagenpreise.

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: 31.03.2011 - 26.03.2021



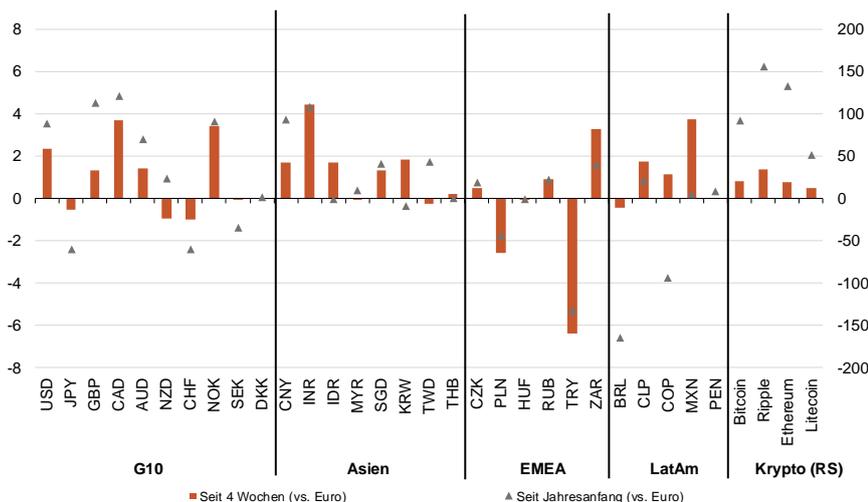
## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Der japanische Yen konnte in den letzten zwei Wochen nach monatelangem Abwärtstrend einen Boden ausbilden.
- Der Euro wertete mit den abermaligen Lockdowns in Frankreich, Italien und Deutschland auf handelsgewichteter Basis weiter ab.
- Schwellenländer-Währungen werteten tendenziell ab.

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: 01.01.2020 - 26.03.2021

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Asiatische Währungen konnten in der Breite Gewinne verzeichnen. In der EMEA-Region war Gegenteiliges zu beobachten. Die türkische Lira erlebte einen besonders heftigen Kurssturz, nachdem Präsident Erdogan den türkischen Zentralbankchef seines Amtes enthob, nachdem dieser erst am Tag zuvor die Leitzinsen erhöht hatte.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 26.03.2021

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



- Der Euro setzte seinen Abwärtstrend gegenüber dem US-Dollar weiter fort. Der EUR/USD-Wechselkurs notiert momentan sogar wieder unter der Marke von 1,18 und damit so niedrig wie seit Anfang November 2020 nicht mehr.
- Die Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen hat sich weiter ausgeweitet und steht aktuell bei ca. 2%. Diese gibt dem US-Dollar neben der deutlich dynamischeren Impfkampagne der USA zusätzlich Rückenwind.

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: 01.01.2016 - 31.12.2021



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (26.02.21 - 26.03.21)	YTD (31.12.20 - 26.03.21)	26.03.20	26.03.19	26.03.18	26.03.17	26.03.16
Telekommunikation	8,6	10,0	24,1	-22,1	3,7	-11,5	-3,4
Basiskonsumgüter	8,4	1,3	13,4	-7,3	18,4	-9,2	9,5
Value	6,9	10,7	34,7	-22,3	3,7	-1,3	20,3
Zyklische Konsumgüter	6,5	9,9	58,5	-12,9	0,0	2,3	12,4
Industrie	6,4	8,9	52,8	-11,0	3,7	1,0	21,3
Versorger	-0,8	6,2	25,0	1,9	22,8	-1,0	3,9
Finanzen	5,8	14,2	36,9	-20,6	-7,9	2,3	23,6
Informationstechnologie	5,0	10,2	49,4	0,4	10,6	6,3	23,3
Growth	4,6	4,5	31,9	-2,8	10,6	-1,2	12,1
Grundstoffe	4,2	10,6	63,3	-18,3	5,3	5,5	37,1
Gesundheit	4,1	1,5	11,9	3,9	22,8	-11,3	9,2
Energie	2,7	16,1	20,3	-38,4	17,3	7,3	23,3

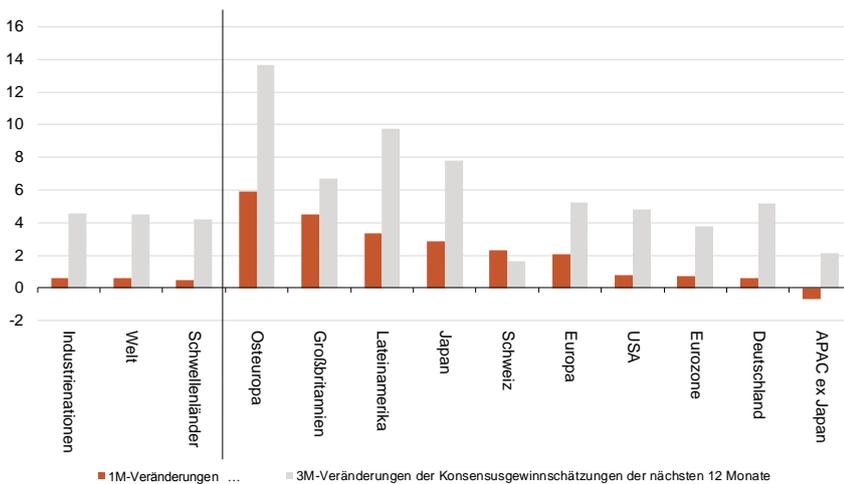
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Innerhalb der europäischen Aktiensektoren gab es zuletzt eine Gegenbewegung. Defensive Sektoren wie Telekommunikation, Basiskonsumgüter und Versorger legten deutlich zu, begünstigt auch durch das Ausbleiben eines weiteren Zinsanstiegs.
- Bei Energieunternehmen kam es hingegen nach der deutlichen Rallye dieses Jahr zu einer Underperformance in den letzten Wochen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.03.2016 - 26.03.2021

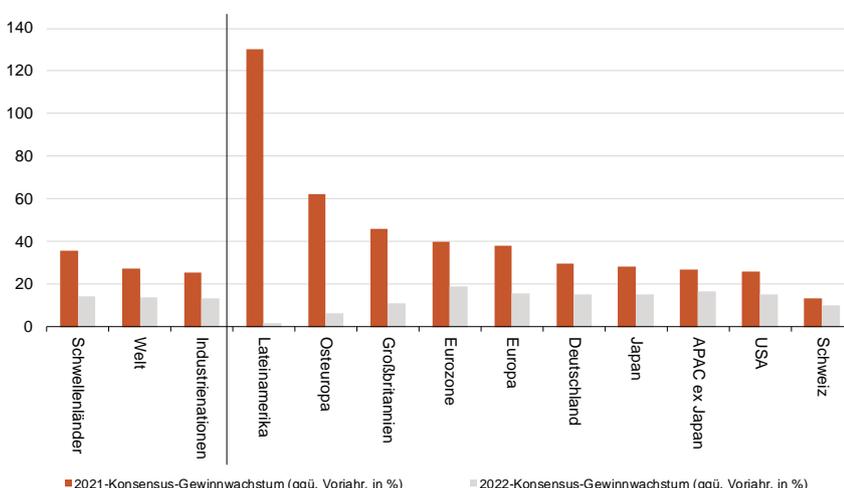
## Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen



- Die Analysten sind über den letzten Monat noch mal optimistischer für die Gewinnsschätzungen der nächsten 12 Monate geworden. Fast alle Regionen haben Aufwärtsregionen gesehen, insbesondere Osteuropa, Lateinamerika und Großbritannien.
- Asien Pazifik ex Japan musste hingegen Abwärtsrevisionen hinnehmen.

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: 26.03.2021

## Gewinnwachstum

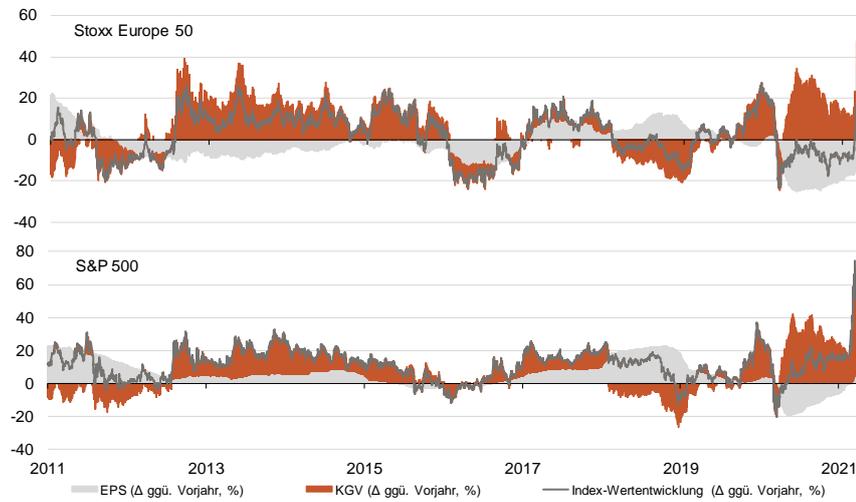


- Global erwarten die Analysten nun ein Gewinnwachstum von 27% dieses und 14% nächstes Jahr. Innerhalb Europas wird nach wie vor das größte Gewinnwachstum (46% gegenüber Vorjahr) für Großbritannien erwartet.

Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnsschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan  
Quelle: FactSet, Stand: 26.03.2021



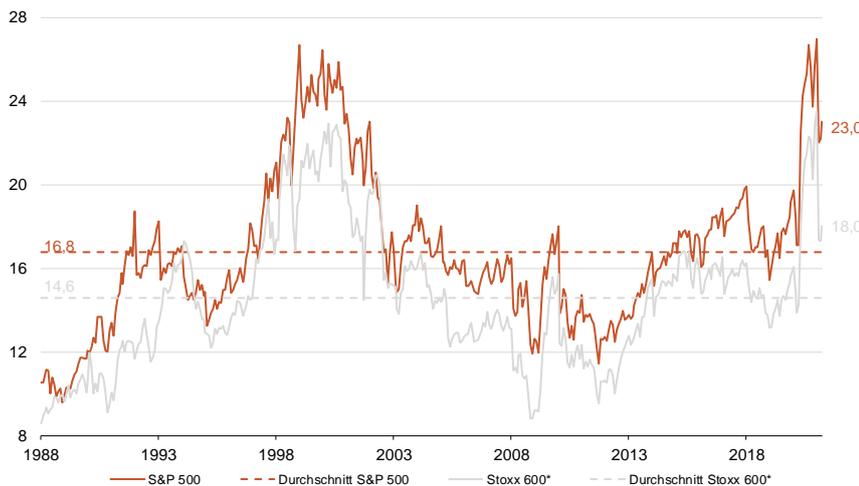
## Kontributionsanalyse



- Die Aktienmärkte in Europa und den USA sind seit den Tiefpunkten letztes Jahr im März in der Spitze um mehr als 40% gestiegen. Haupttreiber dieser Entwicklung waren die gestiegenen Bewertungsniveaus.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinnschätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share  
Quelle: Factset, Zeitraum: 01.01.2011 - 26.03.2021

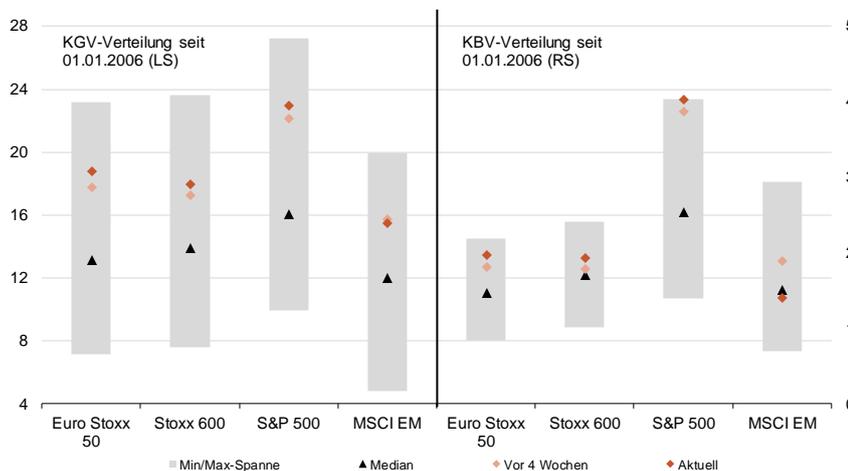
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Aktienbewertungen sind in den letzten Jahren als Funktion des fallenden Zinses und der Zunahme der preisinsensitiven Anleger (z.B. Momentum-Strategien, passives/thematisches Investieren) gestiegen.
- Die KGV-Bewertungen dürften jedoch sinken, da die geschätzten Gewinne für die nächsten zwölf Monate deutlich steigen dürften – allein schon, weil alte, noch stark vom Lockdown beeinflusste Gewinnschätzungen aus dem rollierenden Berechnungszeitfenster rausfallen.

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 - 26.03.2021

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

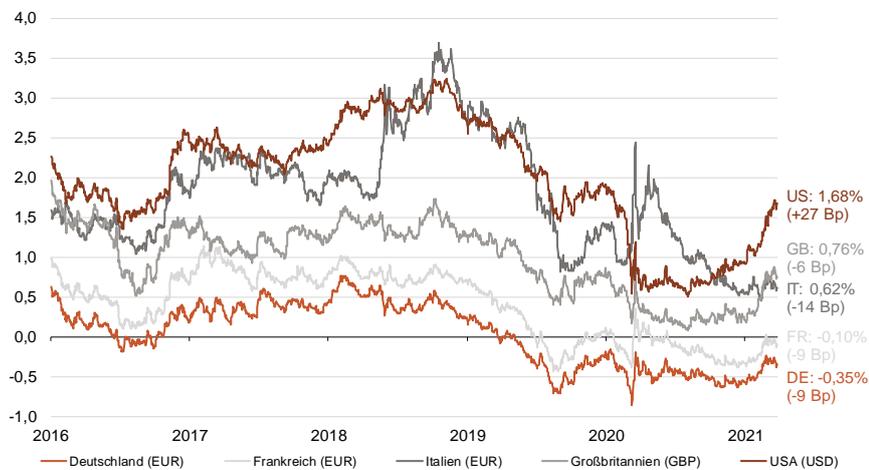


- Auch wenn die Gewinnschätzungen zuletzt weiter gestiegen sind, bleiben insbesondere US-Aktien im Vergleich zur eigenen Historie teuer bewertet.
- Schwellenländer-Aktien sind zwar auch ambitionierter als in der Vergangenheit bewertet, allerdings hat sich auch die Indexstruktur in den letzten Jahren massiv gewandelt – weg von Rohstoffunternehmen und hin zu immer mehr Technologieunternehmen.

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: 26.03.2006 - 26.03.2021



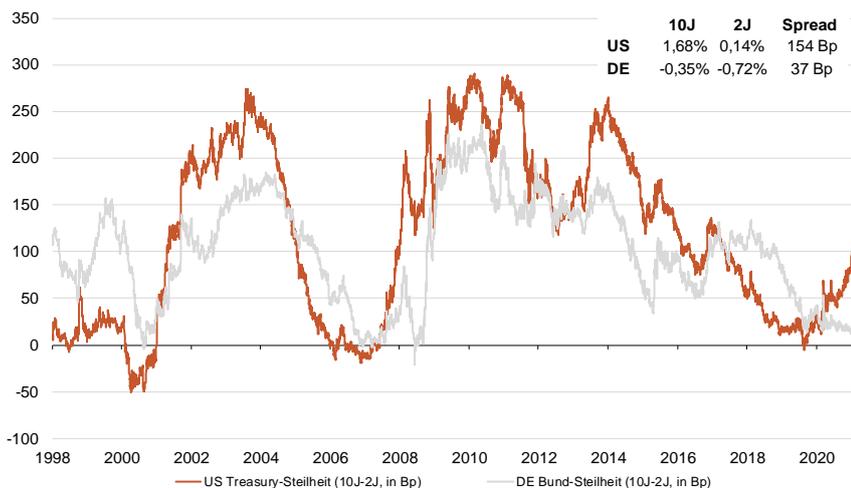
## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- In den letzten zwei Wochen hat der Zinsanstieg etwas an Schwung verloren. Die Zinsen in den USA sind in den letzten zwei Wochen kaum gestiegen, während es in den letzten vier Wochen 27 Basispunkte (Bp) waren.
- In der Eurozone sind die Zinsen in den letzten vier Wochen hingegen eher gefallen. In Deutschland ging es um rund 10 Bp zurück, während es in Italien knapp 15 Bp waren.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 26.03.2021

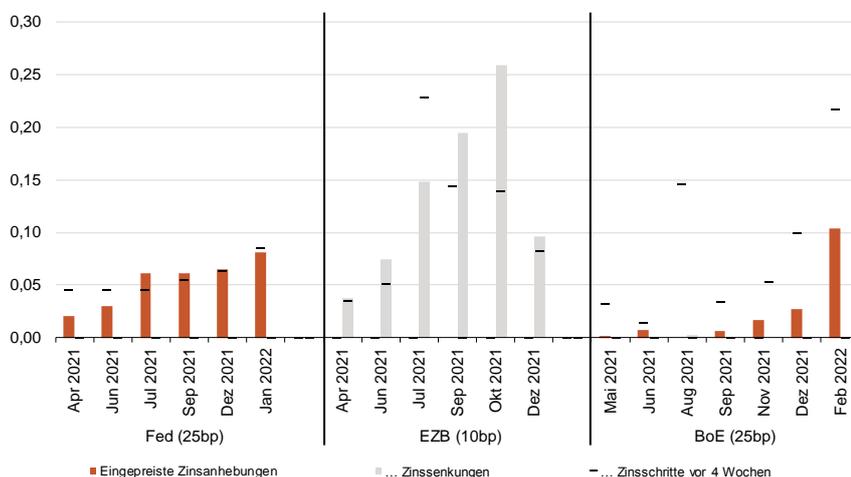
## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Die Steilheit der US-Renditestrukturkurve hat sich in den letzten zwei Wochen kaum weiter erhöht. Nichtsdestotrotz verharrt die Steilheit über 150 Bp und ist somit auf einem Niveau von vor 2016.
- Die deutsche Renditestrukturkurve ist mit einem Wert von unter 40 Bp im Vergleich deutlich weniger steil.

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 - 26.03.2021

## Implizite Leitzinsveränderungen

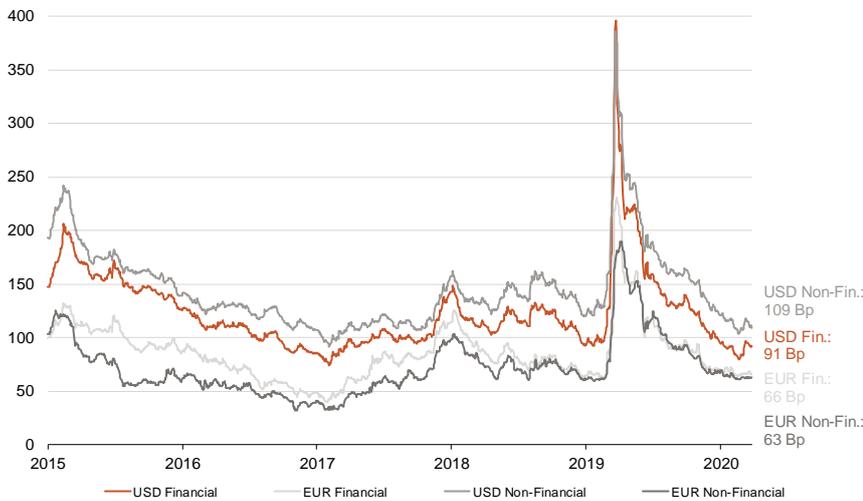


- Die jüngste Rede von Powell konnte die Inflationssorgen der Marktteilnehmer nicht mildern. Der Markt erwartet eine Zinsanhebung in den USA bis zum Jahresende mit knapp 10% Wahrscheinlichkeit. Von einer Zinssenkung ist keine Rede mehr.
- In der Eurozone erwartet der Markt hingegen noch keine Zinsanhebung.
- Ein Zinsanstieg in Großbritannien wird hingegen bis zum Jahresende mit unter 5% Wahrscheinlichkeit gepreist.

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: 26.02.2021 - 26.03.2021



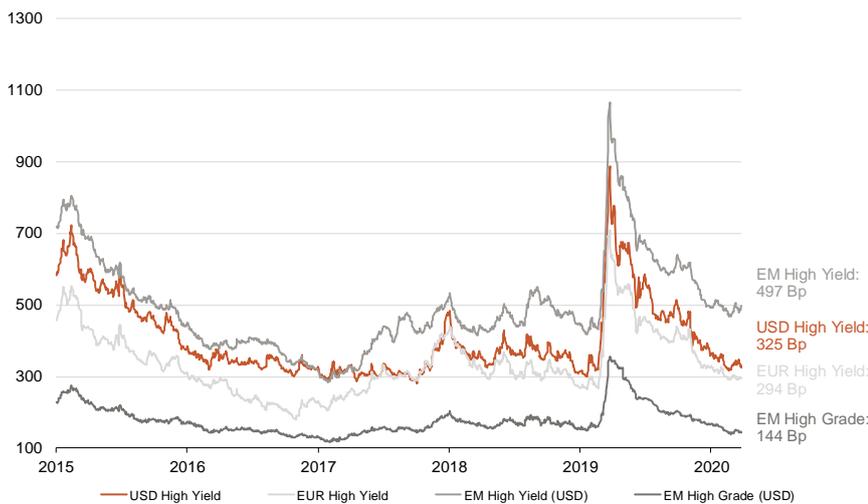
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen haben wieder den Weg nach unten eingeschlagen. USD-Investmentgrade-Unternehmensanleihen erlebten in den letzten zwei Wochen einen Rückgang der Risikoaufschläge von rund 5 Bp. EUR-IG-Unternehmensanleihen bewegten sich hingegen kaum.
- Bei USD-Unternehmensanleihen sah der Telekommunikationssektor und bei EUR-Unternehmensanleihen der Versicherungssektor die größte Spreadeinengung.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2016 - 26.03.2021

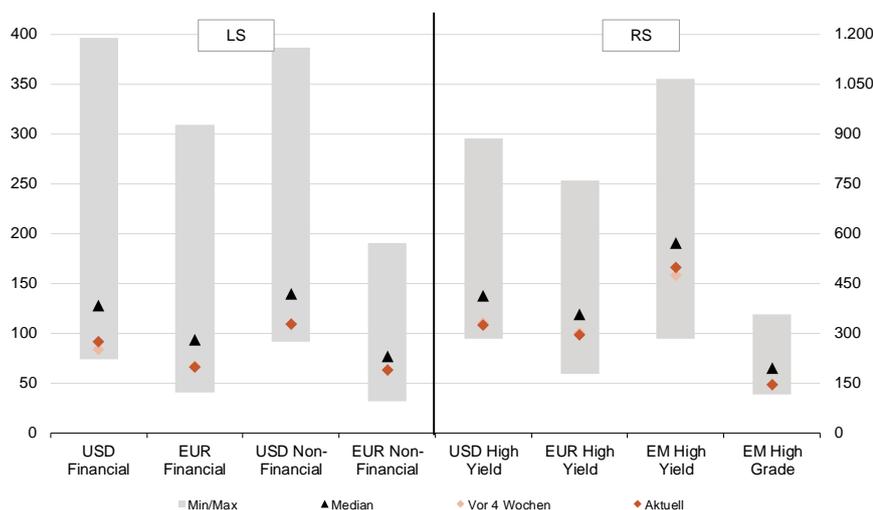
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Die Risikoaufschläge auf Hochzinsanleihen befinden sich hingegen im Seitwärtskanal. In den letzten Wochen sind sie weder groß gestiegen noch gefallen.
- In den letzten zwei Wochen sind die Risikoaufschläge bei USD-Hochzinsanleihen mit rund 10 Basispunkte jedoch leicht gesunken.
- Bei USD-Hochzinsanleihen sah der Energiesektor die größte Spreadausweitung, während der Mediensektor die größte Einengung erlebte.

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: 01.01.2016 - 26.03.2021

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

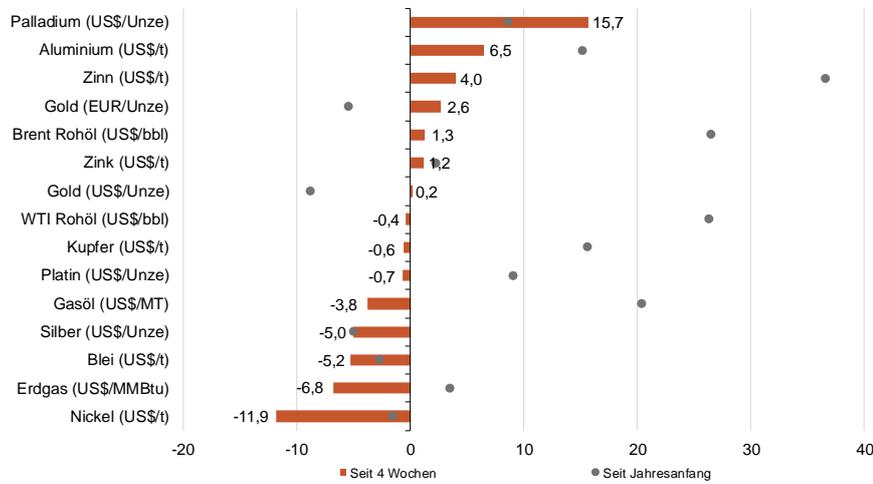


- Alle gezeigten Anleihe-segmente handeln unter dem 10-Jahres-Median-Spread und sind somit nicht mehr günstig. In den letzten vier Wochen sind die Risikoaufschläge nicht mehr wesentlich gefallen und teilweise sogar leicht gestiegen. Potenzial sehen wir im Zuge der Konjunkturerholung vor allem noch bei Hochzins- und Schwellenländeranleihen.

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: 26.03.2011 - 26.03.2021



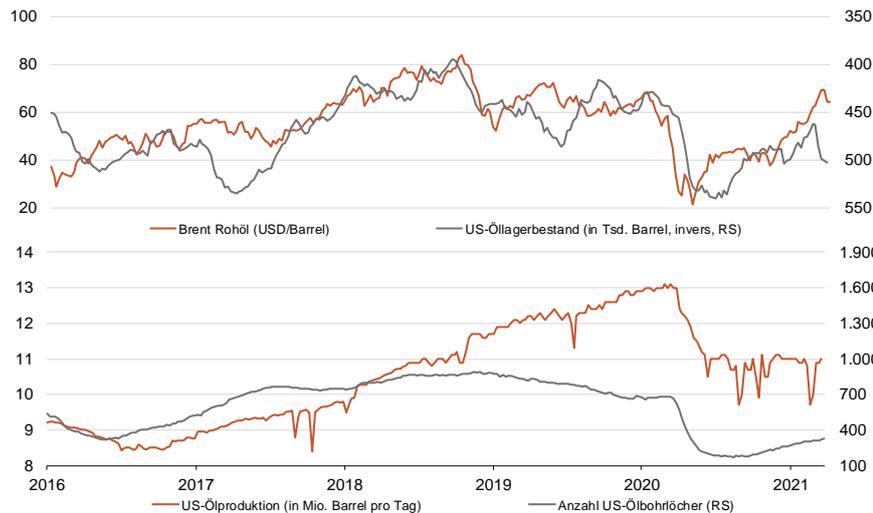
Performance Rohstoffe



- Die Rohstoffmärkte mussten in den letzten vier Wochen in einigen Segmenten deutliche Verluste verzeichnen.
- Einzig Palladium konnte dank Produktionsausfällen in Russland kräftig hinzugewinnen. Das Angebot dürfte damit auch dieses Jahr stark im Defizit sein.
- Der größte Verlierer war mit Abstand Nickel. Grund für die Schwäche war die Nachricht, dass ein großer chinesischer Produzent kurz davor stehe Nickel minderer Qualität so zu veredeln, dass es künftig auch in Batterien zum Einsatz kommen könnte.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2021 - 26.03.2021

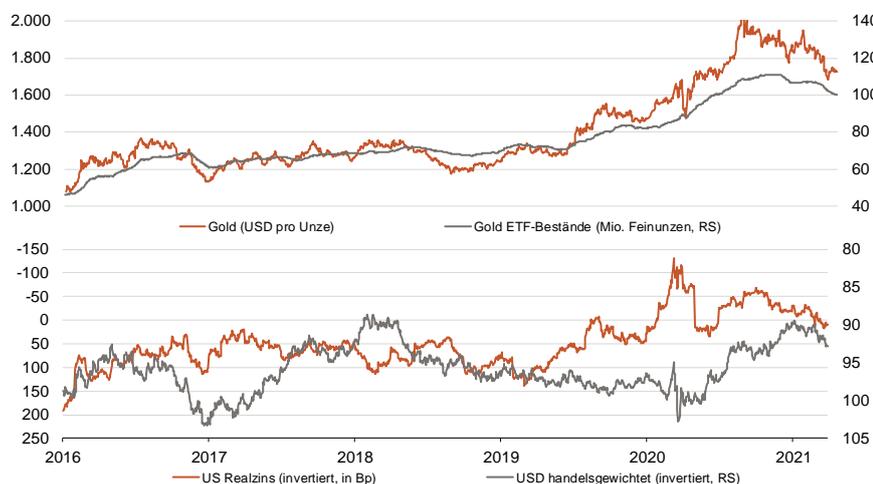
Rohöl



- Der Ölpreis (Brent) fiel zuletzt binnen weniger Tage von fast 70 auf etwas mehr als 60 USD je Barrel. Grund für den rasanten Abverkauf waren erst eine sich abkühlende Nachfragerholung in Asien und später die neu verhängten Lockdowns in Europa.
- Wegweisend für die weitere Entwicklung dürfte das OPEC+-Meeting am 1. April sein. Mit dem jüngsten Preisverfall dürfte es den Mitgliedern aber schwerfallen, die Produktion substantiell zu erhöhen.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2016 - 26.03.2021

Gold



- Gold konnte sich in den letzten zwei Wochen oberhalb der Marke von 1.700 USD je Unze stabilisieren und das, obwohl sich die ETF-Abflüsse unverändert fortsetzten.
- Während im Februar die Realzinsen noch kräftig stiegen, konsolidierten sie im März und nahmen so einen großen Teil des Drucks vom Goldpreis.

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: 01.01.2016 - 26.03.2021



# 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: 29. März 2021

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)