

### Aktueller Marktkommentar

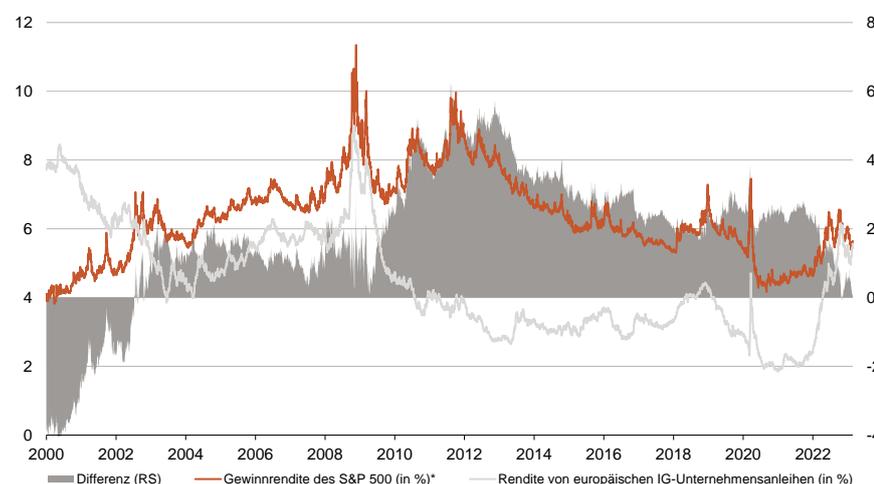
Während europäische Aktien sich jüngst seitwärts entwickelten, gaben US-Aktien nach und näherten sich der 200-Tage-Linie. Robuste Konjunkturdaten sowie starke US-Arbeitsmarktdaten führten zu deutlichen steigenden Zinsen. 10-jährige US-Staatsanleiherenditen notieren um 3,9%, dem höchsten Niveau seit November 2022. Der Markt preist nun für die Fed drei und für die EZB fünf weitere Zinserhöhungen ein. Nachdem sich Aktien seit Jahresanfang besser als Anleihen und Rohstoffe entwickelt haben, haben wir dies für eine Rebalancierung genutzt und hochbewertete US-Aktien zugunsten von kurzlaufenden EUR-Anleihen reduziert – auch vor dem Hintergrund, dass die großen Aktienindizes nicht mehr weit weg von unseren Jahresendprognosen standen und der US-Dollar jüngst wieder stärker notierte. Wir sind damit erstmals seit September 2022 Aktien wieder leicht untergewichtet. Wir rechnen mit mehr Volatilität im Laufe des Jahres, dank der noch restriktiveren Zentralbanken, abnehmender Liquidität und geopolitischer Risiken.

### Kurzfristiger Ausblick

Ab dem 5. März tritt in China der 14. Nationale Volkskongress zusammen. Am 7. März spricht Fed-Präsident Powell vor dem US-Repräsentantenhaus und -Senat. Die nächsten Zentralbanksitzungen folgen ab Mitte März.

Am heutigen Montag werden die US-Auftragseingänge für langlebige Güter (Jan.) und das Eurozonen-Wirtschaftsvertrauen (Feb.) bekannt gegeben. Die vorläufigen Inflationszahlen (Feb.) für Frankreich folgen am Dienstag und für Deutschland am Mittwoch. Am Dienstag werden zudem das US-Verbrauchervertrauen (Feb.) und der Chicago-Einkaufsmanagerindex (PMI, Feb.) veröffentlicht. Die Industrie-PMIs (Feb.) für China (inkl. Service), USA und die Eurozone sowie die deutschen Einzelhandelsumsätze (Jan.) werden am Mittwoch publiziert. Die Dienstleistungs-PMIs (Feb.) für die Eurozone und USA, die deutschen Exporte (Jan.) und die französische Industrieproduktionsdaten (Jan.) werden am Freitag veröffentlicht. Die US-Arbeitsmarktdaten (Feb.) werden hingegen erst am folgenden Freitag publiziert.

### US-Aktien bieten keinen Renditevorteil mehr gegenüber Euroanleihen



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

*Zentralbanken geben weiterhin den Ton an.*

*Inflationsdaten, Arbeitsmarktdaten und Einkaufsmanagerindizes von entscheidender Rolle.*

- Mit fallenden Gewinnschätzungen bei gleichzeitig steigenden Aktienkursen sind die Gewinnrenditen amerikanischer Unternehmen in den letzten Monaten gesunken. Die Renditen auf europäische Unternehmensanleihen guter Bonität sind hingegen weiterhin hoch.
- US-Aktien bieten somit anders als in den letzten 20 Jahren keinen Renditevorteil mehr trotz höherer Volatilität. Zudem bergen sie Währungsrisiken. Mit dem wiedererstarkten US-Dollar erscheinen uns europäische Unternehmensanleihen deshalb aktuell attraktiver.

\*Gewinnrendite = (1/12M-Forward KGV)  
Quelle: Factset, Zeitraum: 01.01.2000 - 24.02.2022



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (27.01.23 - 24.02.23)	YTD (30.12.22 - 24.02.23)	24.02.22	24.02.21	24.02.20	24.02.19	23.02.18
			24.02.23	24.02.22	24.02.21	24.02.20	24.02.19
USD/EUR-Wechselkurs	1,5	3,0	6,1	8,7	-10,8	4,4	8,5
Globale Wandelanleihen	1,3	6,0	-5,0	-8,7	36,6	17,1	8,4
Aktien Frontier Markets	0,5	3,8	-13,4	17,4	-3,4	9,9	-6,3
Aktien Industrienationen	0,2	5,8	0,3	14,3	9,4	18,8	7,8
Euro-Übernachteinlage	0,2	0,3	0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Brent	-0,5	-1,5	16,7	74,9	-9,0	-1,8	13,1
EUR Unternehmensanleihen	-1,2	1,2	-9,4	-4,6	0,7	5,8	0,9
EUR Staatsanleihen	-1,4	0,3	-9,8	-2,7	0,0	3,8	1,4
REITs	-3,0	4,5	-9,6	21,4	-18,3	20,6	19,7
Gold	-3,2	0,8	0,9	14,6	-2,9	30,4	8,5
Aktien Emerging Markets	-4,7	3,3	-8,3	-6,9	19,3	6,7	-3,3
Industriemetalle	-7,5	-2,3	-9,7	36,5	30,2	-8,4	-2,4

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

- Die Jahresanfangsrallye geriet mit den wieder steigenden Anleiherenditen ins Stocken. Denn die robusten Konjunkturdaten gaben dem Markt neue Beweise, dass die Fed noch Arbeit vor sich hat: Sie dürfte die Zinsen „higher for longer“ lassen. Entsprechend legte auch der US-Dollar zu.
- Rohstoffe und Schwellenländer-Aktien hatten das Nachsehen. Die schleppende China-Erholung und der starke US-Dollar belasteten.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 23.02.2018 - 24.02.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (27.01.23 - 24.02.23)	YTD (30.12.22 - 24.02.23)	24.02.22	24.02.21	24.02.20	24.02.19	23.02.18
			24.02.23	24.02.22	24.02.21	24.02.20	24.02.19
MSCI USA Small Caps	2,2	9,8	4,5	2,3	23,6	9,9	14,1
Stoxx Europa Defensiv	1,9	4,5	9,8	15,2	-7,9	16,0	11,2
MSCI Großbritannien	1,5	6,7	8,8	17,7	-7,8	6,6	4,6
Stoxx Europa 50	0,7	6,5	12,5	13,9	-2,6	15,0	2,0
S&P 500	0,7	5,3	-0,3	20,5	10,9	23,0	12,5
DAX	0,4	9,2	8,2	0,5	7,2	13,8	-8,2
Euro Stoxx 50	0,1	10,4	12,0	5,3	3,6	14,6	-2,3
Stoxx Europa Small 200	-0,3	8,2	-3,2	0,1	10,7	14,8	-2,8
Stoxx Europa Zyklisch	-0,5	10,2	6,7	5,2	8,1	12,5	-7,6
MSCI Japan	-2,1	3,0	-2,9	-1,0	9,7	12,8	-1,6
MSCI EM Osteuropa	-2,8	5,2	-64,4	-30,9	-14,6	20,1	2,9
MSCI EM Asien	-5,1	3,9	-8,2	-11,2	29,7	8,8	-3,1

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

- Nach dem starken Januar beendeten die solider als vom Markt erwarteten Wirtschaftsdaten und gestiegenen Anleiherenditen abrupt den Aufwärtsschwung bei Aktien. Beispielsweise musste der S&P vom Hoch Anfang Februar knapp 5% Gewinn in USD gemessen einbüßen.
- Asiatische Aktien bildeten bei nachlassendem China-Optimismus das Schlusslicht.
- Europäische Aktien halten sich nach wie vor gut.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 23.02.2018 - 24.02.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (27.01.23 - 24.02.23)	YTD (30.12.22 - 24.02.23)	24.02.22	24.02.21	24.02.20	24.02.19	23.02.18
			24.02.23	24.02.22	24.02.21	24.02.20	24.02.19
US-Staatsanleihen	0,3	1,1	-4,7	6,0	-9,2	15,0	12,3
Chinesische Staatsanleihen	0,1	0,2	3,1	6,1	0,6	5,7	8,8
EM-Staatsanleihen (hart)	0,0	2,2	-3,9	0,2	-10,5	17,2	11,6
EUR Hochzinsanleihen	0,0	3,2	-4,0	-3,0	3,6	8,3	0,2
EM-Staatsanleihen (lokal)	-0,9	2,2	-3,7	-0,9	-7,8	11,2	1,7
EUR Finanzanleihen	-0,9	1,4	-8,5	-4,3	0,8	5,4	0,7
EUR Nicht-Finanzanleihen	-1,4	1,0	-10,1	-4,8	0,7	6,0	1,0
Italienische Staatsanleihen	-1,5	1,7	-13,0	-5,0	3,5	14,6	-2,1
USD Hochzinsanleihen	-1,9	2,0	-4,9	-0,8	6,9	8,5	4,1
Deutsche Staatsanleihen	-2,1	0,3	-15,7	-2,7	-1,7	4,3	4,4
USD Unternehmensanleihen	-2,9	0,6	-9,1	-4,3	2,8	15,3	2,8
Britische Staatsanleihen	-3,6	0,1	-25,2	-0,2	-5,8	13,6	6,0

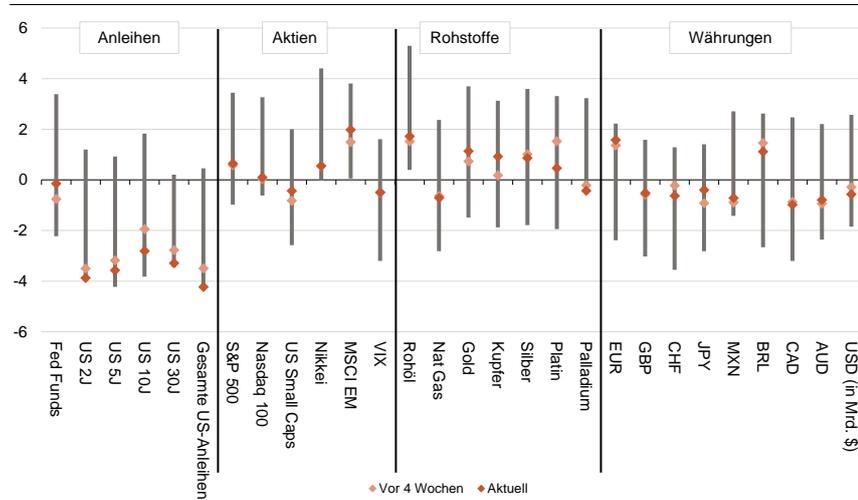
Deutsche Staatsanleihen: IBOXX Euro Germany Sov TR; Italienische Staatsanleihen: IBOXX Euro Italy Sov TR; US-Staatsanleihen: ICE BofA US Treasury TR; Britische Staatsanl.: IBOXX Sterling Gilts Overall TR; Chinesische Staatsanl.: ICE BofA China Govt; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: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

- Auch Anleihen blieben von der erneuten Talfahrt nicht verschont. Infolge der robusten Konjunkturdaten kletterten die Renditen über die gesamte Kurve hinweg. 10-jährige US- und deutsche Staatsanleihen notierten jeweils wieder bei über 3,9% bzw. 2,5%.
- EUR-Hochzinsanleihen profitierten von ihrem hohen Carry.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 23.02.2018 - 24.02.2023



Spekulative Positionierung

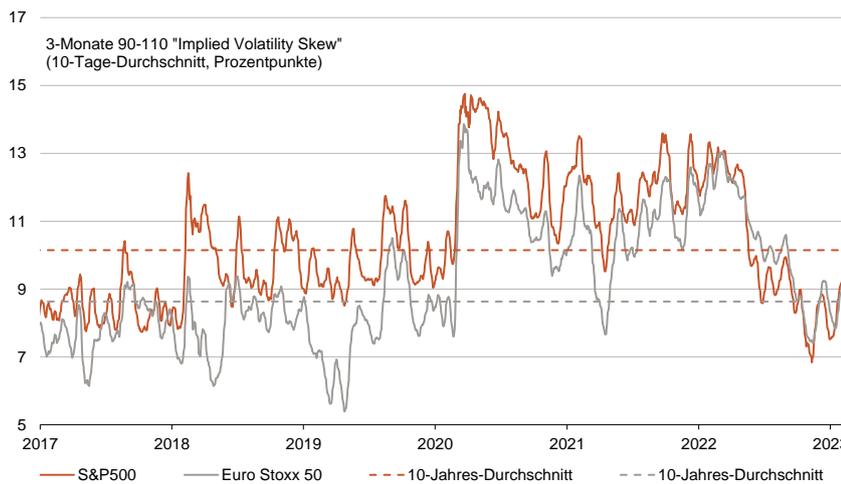


- Die hier dargestellten Daten sind aufgrund technischer Probleme seitens der CFTC veraltet.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. Der Chart zeigt die historische, normalisierte Verteilung in Standardabweichungen und konzentriert sich auf die Netto-Future-Position (Long-Positionen minus Short-Positionen) von „Non-Commercial Traders“ (Anleihen, Währungen), „Asset Manager/Institutional“ & „Leveraged Funds“ (Aktien) und „Managed Money“ (Rohstoffe) und zeigt, wie sich spekulative Anleger positioniert sind. \*Gewichtet mit der jeweiligen Duration

Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 31.01.2013 - 31.01.2023

Put-Call-Skew

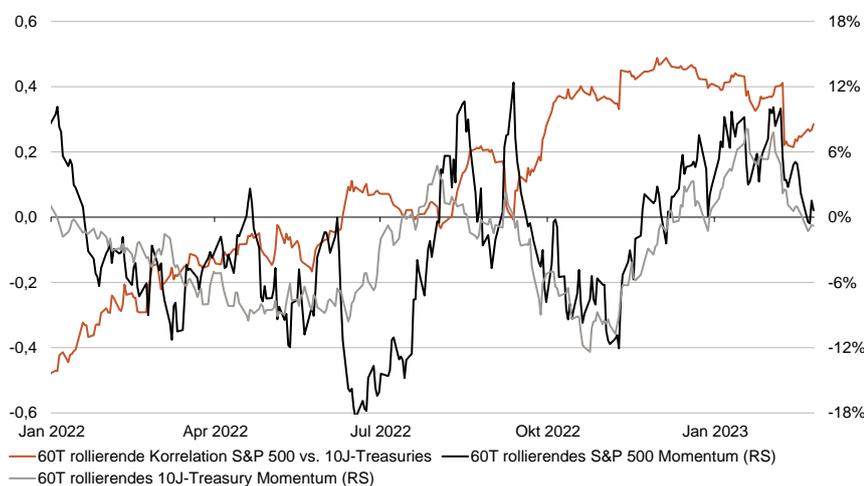


- Die Put-Call-Skew hat sich jüngst wieder etwas versteilert. Beim S&P 500 liegt sie noch leicht unter dem historischen Durchschnitt, beim Euro Stoxx 50 leicht darüber.
- Getrieben wurde der Anstieg vor allem durch die geringere Bereitschaft der Anleger für Aufwärtspartizipation zu zahlen. Aber auch das insgesamt höhere Niveau der impliziten Volatilität begünstigte die Versteilerung.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 24.02.2013 - 24.02.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation



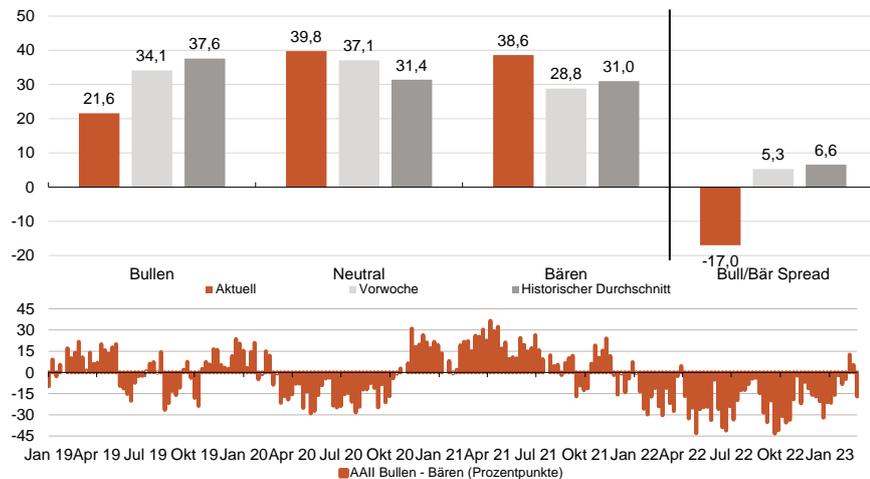
- Das Momentum über die letzten 60 Tage notiert jüngst sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen um die wichtige Nulllinie. Nachdem trendfolgende Strategien über die letzten Monate ihr Aktien-Exposure erhöht hatten, dürften sie beginnen dieses wieder abzubauen, sollten die Märkte weiter fallen, und so Abverkäufe verstärken.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 24.02.2023



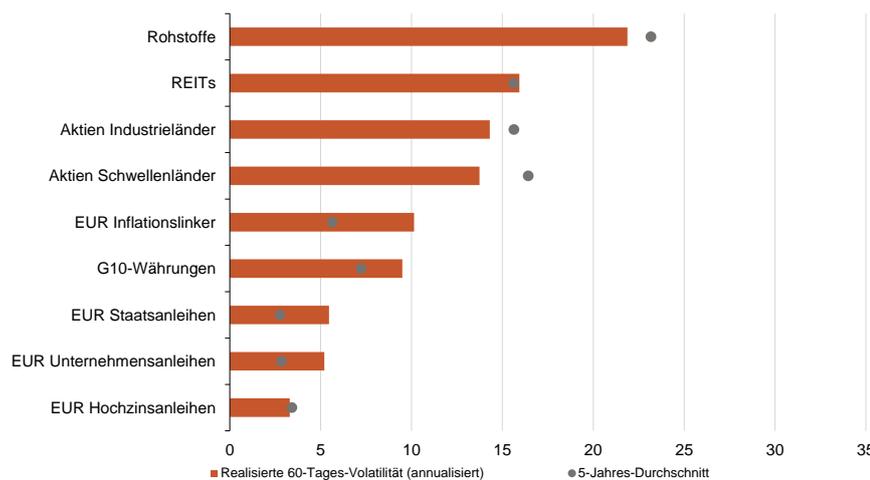
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Der Optimismus der US-Privatanleger hielt gerade einmal zwei Wochen. Mit dem Rücksetzer der Märkte überwiegen die Bären die Bullen nun wieder um ganze 17 Prozentpunkte.
- Die Hoffnung einiger Anleger auf eine positive Konjunktorentwicklung bei rückläufiger Inflation scheint auf wackligen Beinen zu stehen.

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 - 23.02.2023

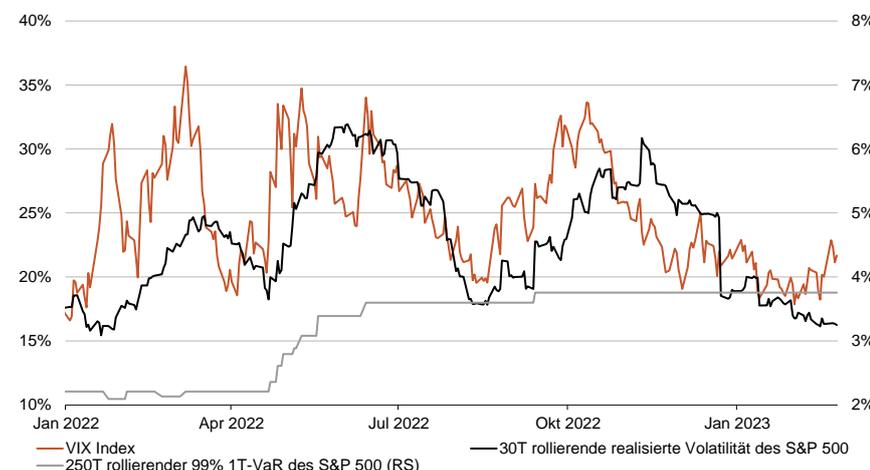
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten Volatilitäten haben sich wenig verändert über die letzte zwei Wochen. Lediglich bei Schwellenländeraktien ist ein merklicher Rückgang zu verzeichnen. Gegenüber dem eigenen 5-Jahresdurchschnitt weisen sie die mit Abstand niedrigste Volatilität auf.
- Während Staats- und bonitätsstarke Unternehmensanleihen zuletzt fast doppelt so stark schwankten wie in den letzten 5 Jahren, weisen Hochzinsanleihen sogar eine niedrigere 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: 24.02.2018 - 24.02.2023

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

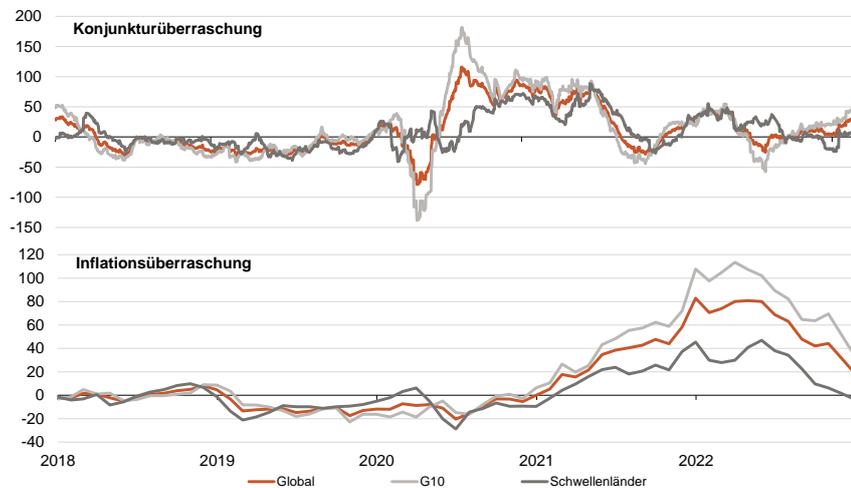


- Zwischen impliziter und realisierter Volatilität des S&P 500 ist jüngst eine Schere aufgegangen.
- Während die realisierte Volatilität bei etwa 16% verharrte, stieg der VIX deutlich über die 20er-Marke. Anleger rechnen also mit größeren Schwankungen als zuletzt über den nächsten Monat.

Der VIX Index ist ein Maß für die in Optionen gepreiste implizite Volatilität des S&P 500 über ungefähr die nächste 30 Tage. Die realisierte Volatilität gibt die Schwankungsbreite der täglichen Renditen an. Der historische 99% Value-at-Risk gibt den minimalen Verlust der Tage, die zu den schlechtesten 1% des Beobachtungszeitraum gehören, an. Je höher (niedriger) der VIX, die realisierte Volatilität und der Value-at-Risk, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 24.02.2023



## Global

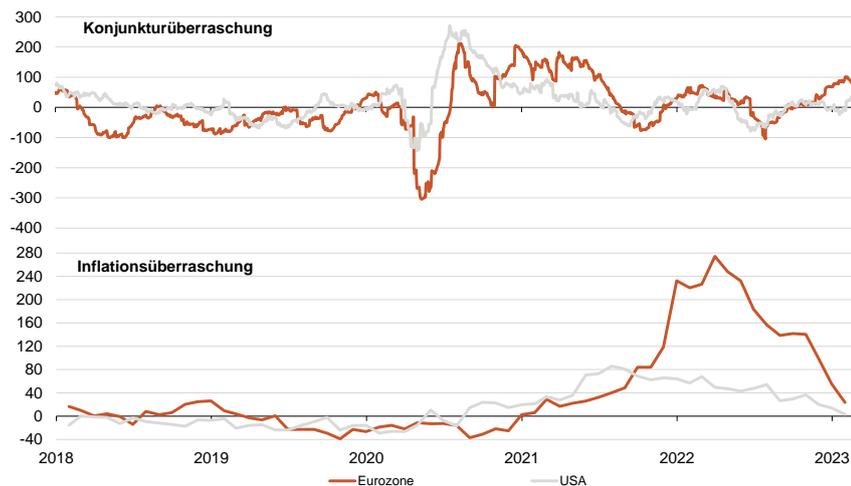


- Sowohl auf globaler Ebene als auch bei den G10-Ländern nehmen die positiven Konjunkturüberraschungen stetig zu. Beide Indizes notieren wieder auf Niveau von Frühjahr 2022. Hier unterstützen vor allem die USA und Japan.
- Bei den Schwellenländern hielten sich positive und negative Konjunkturüberraschungen jüngst die Waage.
- Hervorzuheben ist zudem, dass die Inflationsdaten zuletzt deutlich weniger positiv überraschten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 24.02.2023

## Eurozone & USA

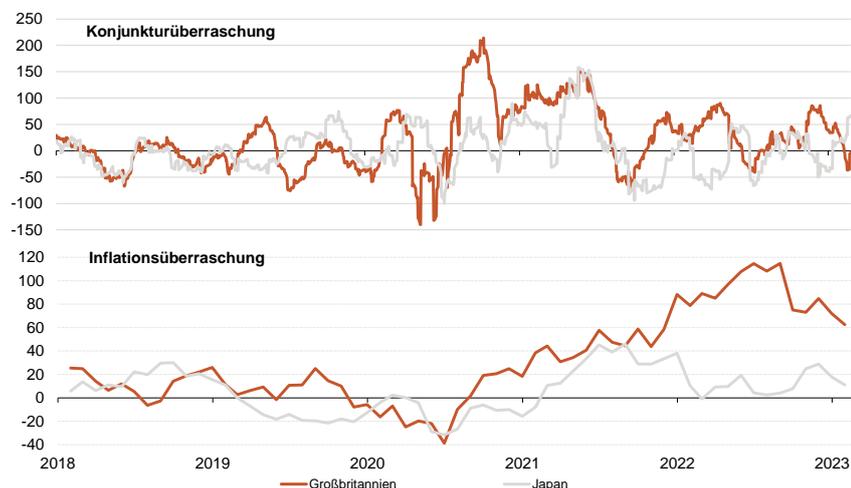


- Die US-Konjunkturüberraschungen drehten nach 27 Tagen im negativen Bereich wieder ins Positive. Einzelhandelsverkäufe, der Sentiment-Indikator der Universität Michigan und die neuen Häuserverkäufe lagen über den Erwartungen. Das vierteljährliche BIP viel niedriger und die Inflation im Jahresvergleich fiel höher als erwartet aus.
- Beinahe gespiegelt entwickelten sich dagegen die Konjunkturüberraschungen in der Eurozone. Der Aufwärtstrend seit Juli letzten Jahres, wurde durch niedrigere Einkaufsmanager- und Industrieproduktionsdaten beendet.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 24.02.2023

## Großbritannien & Japan



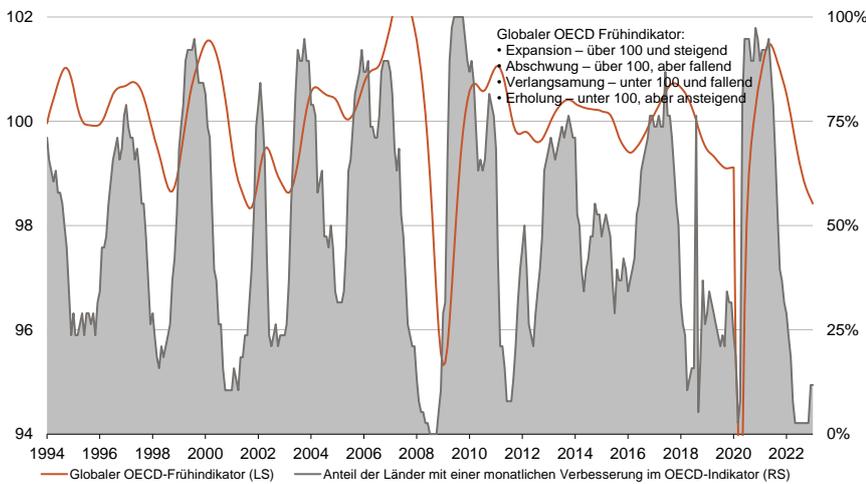
- In Großbritannien fiel die Inflation kühler und die Einkaufsmanagerdaten höher als erwartet aus.
- In Japan lagen die BIP-Daten und die Hauptmaschinenbestellungen unter den Erwartungen.

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: 01.01.2018 - 24.02.2023



## OECD Frühindikator

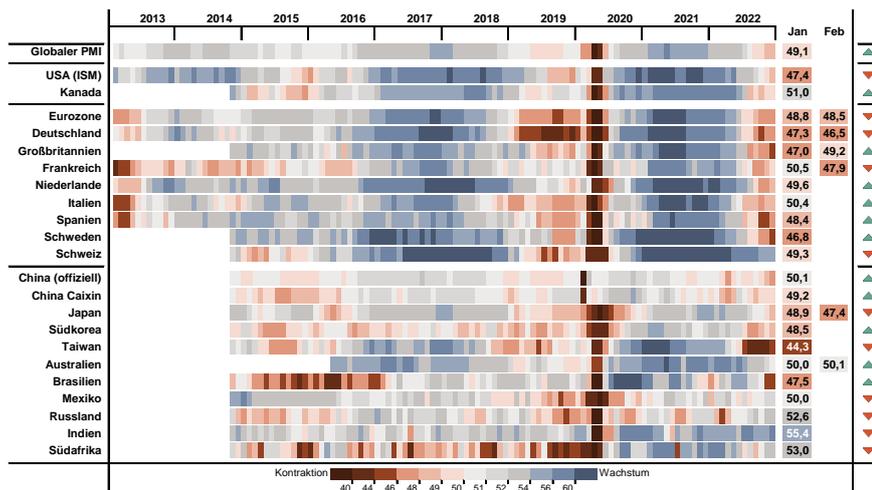


- Trotz der jüngst deutlich robusteren Wirtschaftsdaten scheint das Ende der wirtschaftlichen Schwäche auf globaler Ebene noch nicht erreicht zu sein. Der OECD Frühindikator der G26-Länder deutet weiterhin auf eine Verlangsamung.
- Auch auf Länderebene ist das Bild – trotz leichter Besserung – weiterhin so trüb wie zuletzt während der Pandemie.

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 - 31.01.2023

## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie

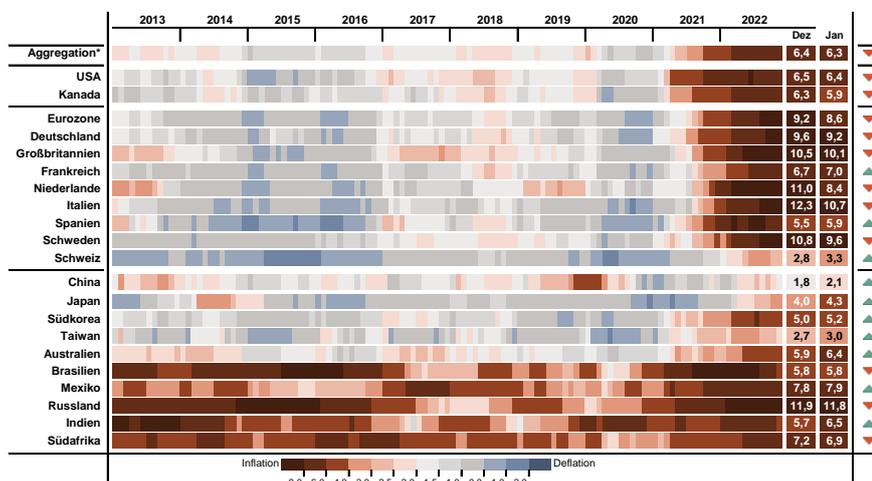


- Der PMI der Eurozone notiert weiterhin unter 50 und damit unter der Expansionsschwelle.
- In Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Japan deutet der Index auf Länderebene auf eine rückläufige Industrieaktivität.

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: 24.02.2013 - 24.02.2023

## Gesamtinflation



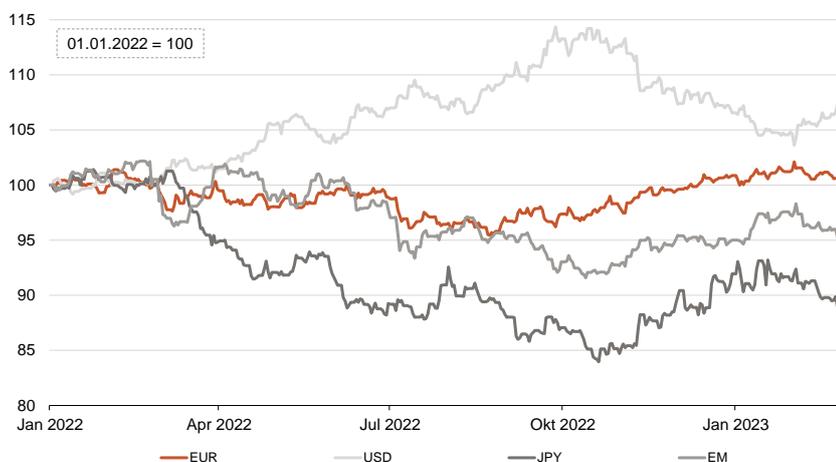
- In den Industrienationen ist die Inflation tendenziell rückläufig, während sie in den Schwellenländern im Aggregat zunahm.
- Für den Januar notiert die Teuerungsrate in den USA bei 6,4% und in der Eurozone bei 8,6% im Vergleich zu 6,5% bzw. 9,2% im Dezember. Grund für den niedrigeren Anstieg waren die gefallenen Energiepreise.

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: 24.02.2013 - 24.02.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

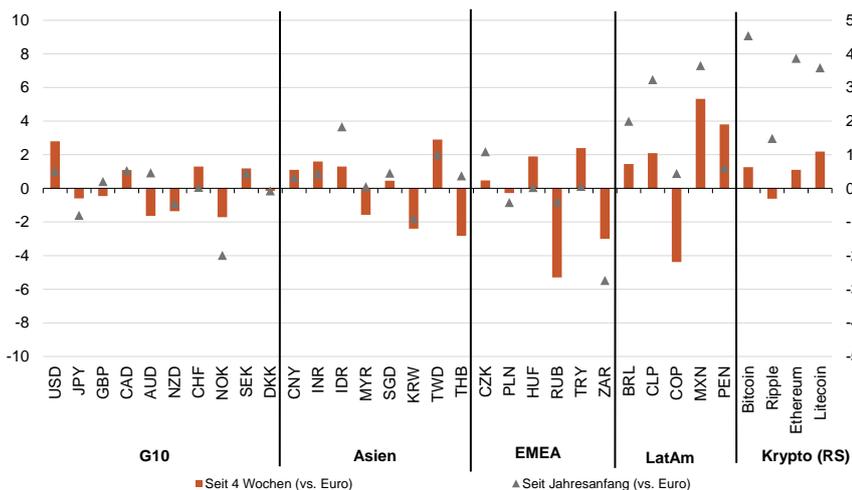


- Die Trendumkehr an den Währungsmärkten seit Anfang Februar scheint zu halten. Der US-Dollar wertete weiter auf, während die anderen Währungen – vor allem aber der japanische Yen – an Wert verloren. Der ab April antretende neue Chef der Bank of Japan, Ueda, gilt als moderat bis taubhaft, sodass ein schnelles Ende der ultra-expansiven Zentralbankpolitik unwahrscheinlicher geworden ist.

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: 01.01.2022 - 24.02.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

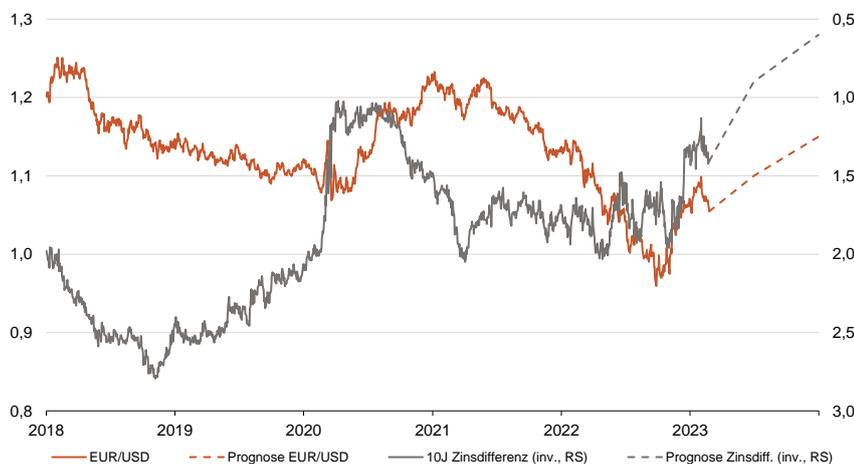


- Die Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro waren auch innerhalb der einzelnen Regionen sehr gemischt über den letzten Monat.
- So gewann der mexikanische Peso kräftig hinzu, nachdem die Zentralbank Banxico den Leitzins stärker als erwartet anhub. Der kolumbianische Peso wiederum verlor deutlich an Wert, denn anders als seine Nachbarländer kämpft Kolumbien immer noch damit die Inflation unter Kontrolle zu bringen.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 24.02.2023

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



- Der US-Dollar wertete in den letzten zwei Wochen weiter auf. Aktuell notiert der EUR/USD-Wechselkurs sogar unter der Marke von 1,06.
- Das Fed-Protokoll bekräftigte jüngst nochmal, dass die Zentralbanker die Leitzinsen nicht so schnell senken werden. Damit bleibt der Dollar attraktiv gegenüber dem Euro.

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: 01.01.2018 - 31.12.2023



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (27.01.23 - 24.02.23)	YTD (30.12.22 - 24.02.23)	24.02.22	24.02.21	24.02.20	24.02.19	23.02.18
Telekommunikation	4,8	13,8	2,7	6,8	-10,9	3,6	-3,6
Energie	3,3	5,3	28,0	31,8	-13,1	-13,6	14,0
Basiskonsumgüter	2,8	3,5	3,0	15,6	-7,7	13,9	7,5
Industrie	1,9	11,1	9,0	4,4	10,4	17,2	-0,8
Gesundheit	1,2	1,7	6,6	15,2	-6,1	26,0	13,1
Finanzen	1,1	12,1	14,7	11,1	-5,8	11,4	-14,2
Value	1,1	8,1	9,8	12,1	-4,4	5,9	-2,5
Growth	0,3	7,7	4,7	6,8	6,2	20,4	3,5
Versorger	0,3	3,8	2,3	6,6	-6,7	35,3	18,0
Zyklische Konsumgüter	-1,2	13,8	9,2	1,9	19,1	10,6	-3,5
Informationstechnologie	-2,1	12,5	0,4	2,5	18,7	23,8	5,7
Grundstoffe	-5,0	3,3	-1,1	8,4	27,1	4,2	-1,8

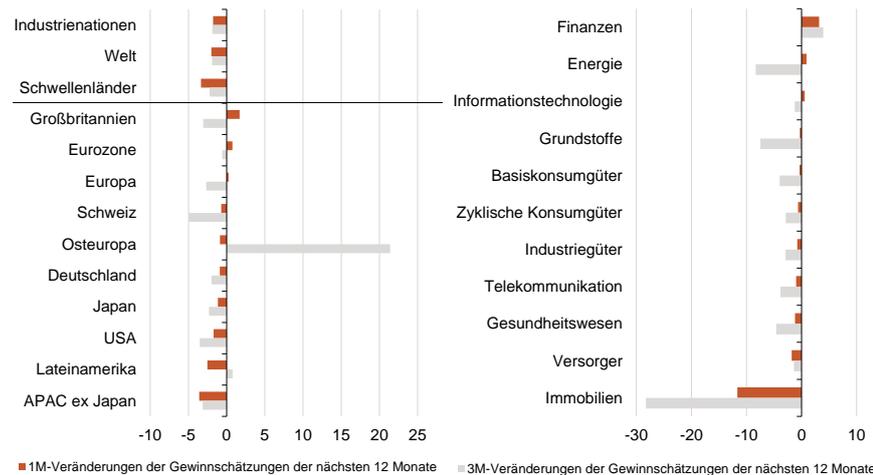
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: MSCI Europe Materials NR; Telekommunikation: MSCI Europe Communication Services NR; Versorger: MSCI Europe Utilities NR; Value: MSCI Europe Value NR; Growth: MSCI Europe Growth NR.

- Telekommunikationsaktien entwickelten sich in den letzten vier Wochen erneut gut und gehören nun zu den Top 3-Sektoren seit Jahresstart.
- Nach dem schlechten Jahresstart konnten auch Energieaktien zuletzt deutlich zulegen. Die ebenfalls rohstoffpreisgetriebenen Grundstoffwerte verzeichneten hingegen die größten Verluste.

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: 24.02.2017 - 24.02.2022

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

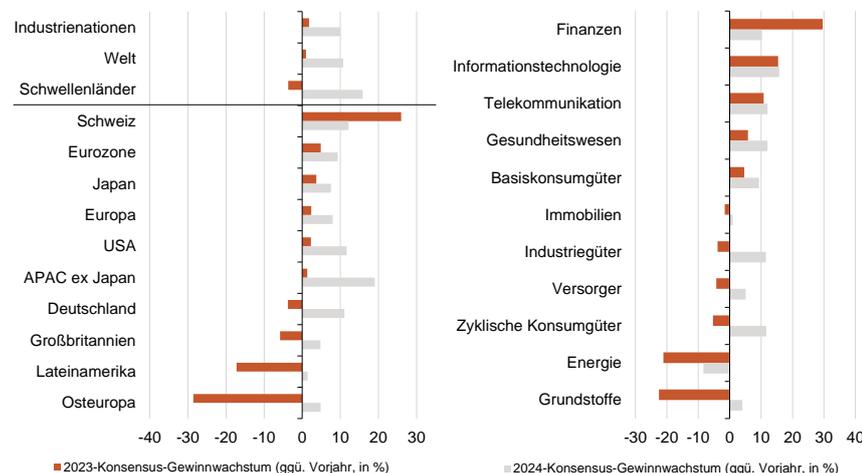


- Der Kostendruck auf die Unternehmen, welcher in der Q4-Berichtssaison stark thematisiert wurde, schränkt die Gewinnaussichten der Unternehmen zunehmend ein. Die Analysten reagierten mit einer Reduktion der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate.
- Regional waren die negativen Gewinnrevisionen am ausgeprägtesten für die USA, Lateinamerika und Asien ex Japan. Positive Gewinnrevisionen sahen hingegen Großbritannien und die Eurozone.
- In Europa sticht dabei insbesondere der Finanzsektor positiv hervor.

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

Quelle: FactSet, Stand: 23.02.2022

## Gewinnwachstum



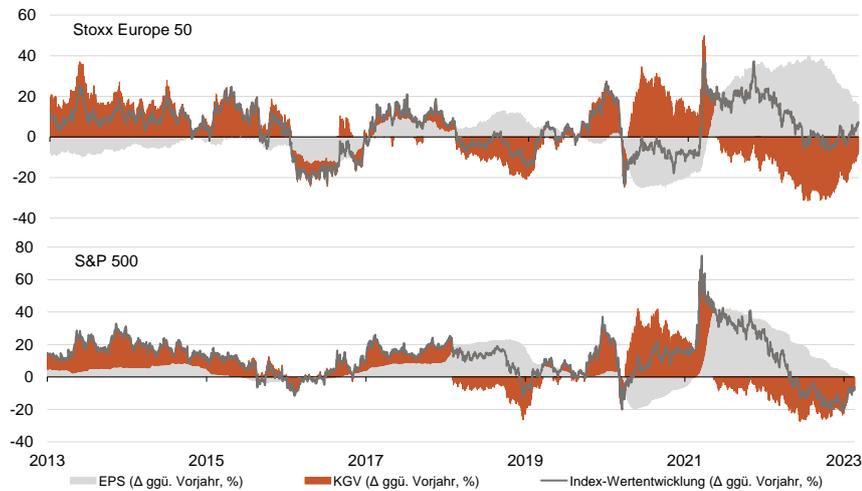
- Das globale Gewinnwachstum 2023 dürfte nach den erneut negativen Gewinnrevisionen laut dem Konsens nur noch bei um die 1% liegen.
- Schwellenländer dürften sogar ein negatives Wachstum sehen. Während Asien ex Japan laut Analysten 2023 ein leicht positives Gewinnwachstum erzielen dürfte, sind die Gewinnwachstumsaussichten für Lateinamerika und Osteuropa deutlich negativ.

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

Quelle: FactSet, Stand: 23.02.2022



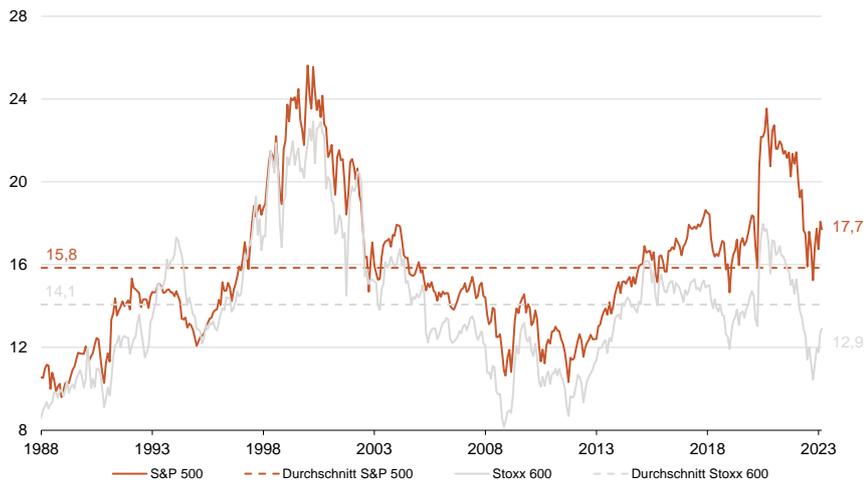
## Kontributionsanalyse



- Der Stoxx Europe 50 verzeichnet im Jahresvergleich nun eine deutlich positive Entwicklung. Die Unternehmensgewinne sind über das letzte Jahr stärker gestiegen, als die Bewertungen gefallen sind.
- Der S&P 500 entwickelte hingegen in den letzten zwölf Monaten negativ, getrieben durch stagnierende Gewinne und eine Bewertungseinengung.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinnschätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share  
Quelle: Factset, Zeitraum: 01.01.2012 - 23.02.2022

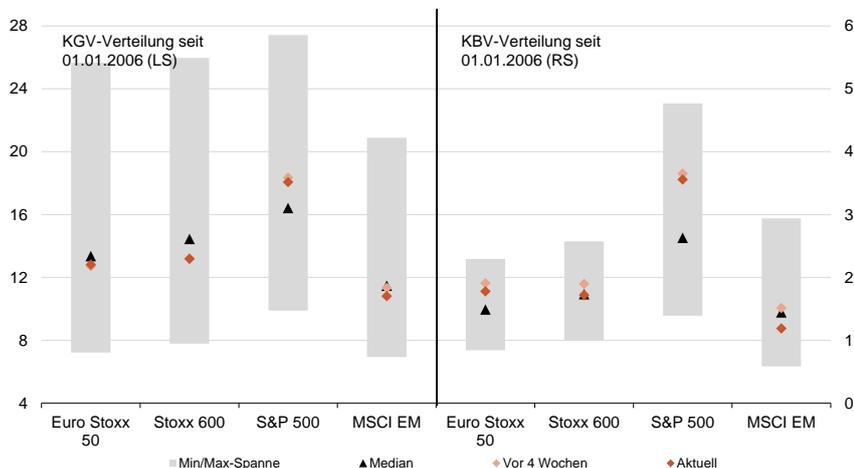
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Gute US-Arbeitsmarktdaten und global wieder steigende Renditen lasteten vor allem auf US-Aktien. Das KGV des S&P 500 ist zuletzt nicht weiter gestiegen.
- Während der S&P 500 im Vergleich zur eigenen Historie weiterhin teuer bewertet ist, ist der Stoxx 600 günstig im historischen Kontext 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, Factset, Zeitraum: 31.12.1987 - 23.02.2022

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



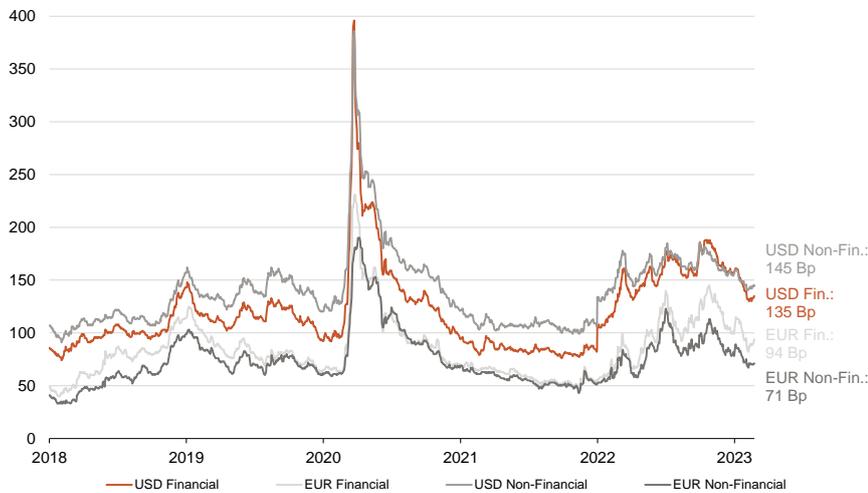
- Nach der jüngsten Aktienmarktschwäche haben die Bewertungen aller hier dargestellten Aktienmärkte abgegeben.
- Das KGV des Euro Stoxx 50 notiert leicht unter dem historischen Median und auch das KGV des Stoxx 600 – welches Schweizer und britische Unternehmen enthält – ist ebenfalls unterhalb des Medians. Das KGV des S&P 500 notiert noch deutlich darüber.

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 - 24.02.2022





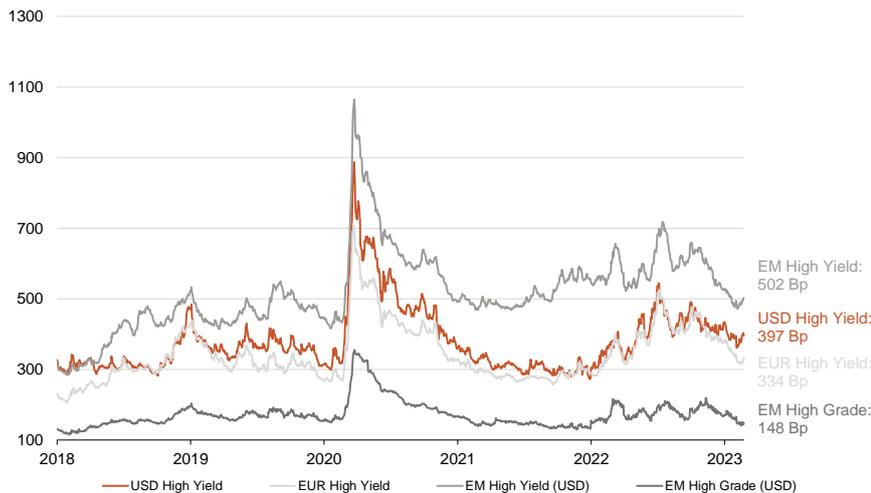
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Nach dem kontinuierlichen Verfall der Risikoaufschläge seit Jahresanfang gab es in den letzten Wochen die Gegenbewegung. Der Risikoaufschlag bei USD-Nicht-Finanzanleihen bewegt sich wieder auf die 150Bp zu.
- Bei EUR-Investment-Grade-Unternehmensanleihen gab es in den letzten zwei Wochen die deutlichste Spreadausweitung. Die Risikoaufschläge legten um 6Bp zu.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 24.02.2022

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Auch bei den risikosensitiveren Hochzinsanleihen sind die Risikoaufschläge in den letzten zwei Wochen angestiegen.
- USD- und EUR-Hochzinsanleihen verzeichneten eine Spreadausweitung von mehr als 10Bp.
- Die Risikoaufschläge bei Schwellenländerhochzinsanleihen sind mit mehr als 15Bp noch deutlicher gestiegen.

Wie hoch das mit der Unternehmensanleihe verbundene Risiko ist, zeigt sich an ihrem Asset Swap Spread (in Bp). Dieser gibt die Rendite an, die der Emittent zusätzlich zum Swapsatz für die jeweilige Laufzeit als Ausgleich für sein Bonitätsrisiko zahlen muss. Siehe weitere Erläuterungen unten.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 24.02.2022

## Anleihe-segmente in der Übersicht

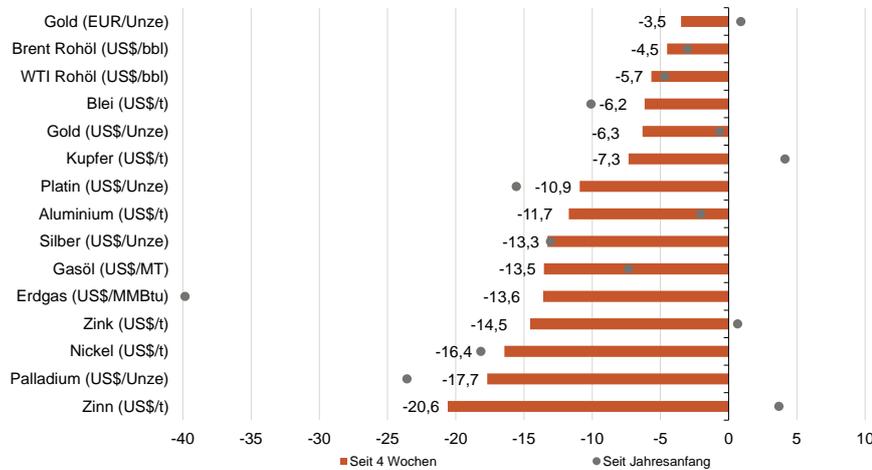
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	22/02/22 22/02/23	22/02/21 22/02/22	22/02/20 22/02/21	22/02/19 22/02/20	22/02/18 22/02/19
<b>EUR Government</b>	3,13	0,32	7,1	-	-	-	-1,9	1,0	-14,7	-5,4	0,3	8,8	2,5
Germany	2,57	0,32	7,1	-	-	-	-1,9	0,4	-15,0	-3,7	-0,9	4,0	4,8
<b>EUR Corporate</b>	4,09	0,21	4,6	77	-10	56	-0,6	1,6	-9,5	-4,4	0,9	5,8	1,1
Financial	4,27	0,18	3,9	89	-14	62	-0,3	1,4	-7,8	-3,8	0,9	5,1	0,9
Non-Financial	3,99	0,23	5,0	70	-8	51	-0,8	1,7	-10,4	-4,8	0,9	6,1	1,2
<b>EUR High Yield</b>	7,01	0,00	3,2	320	-29	47	0,9	3,8	-5,0	-2,2	2,9	9,0	0,1
<b>US Treasury</b>	4,23	0,38	6,3	-	-	-	-1,8	0,6	-9,8	-2,8	2,0	9,7	3,9
<b>USD Corporate</b>	5,43	0,33	6,9	141	-8	61	-1,7	1,6	-9,6	-4,0	3,6	14,9	3,0
Financial	5,55	0,28	5,1	133	-15	65	-0,9	1,9	-7,3	-4,0	4,8	12,5	3,4
Non-Financial	5,37	0,35	7,7	144	-5	62	-2,1	1,5	-10,6	-4,1	3,1	15,9	2,9
<b>USD High Yield</b>	8,66	0,43	4,2	396	-2	56	-1,3	2,2	-5,7	-0,4	6,2	9,3	4,1
<b>EM High Grade</b>	5,67	0,30	5,2	150	-13	15	-1,1	1,3	-10,0	-3,3	2,4	12,1	3,1
<b>EM High Yield</b>	10,12	0,54	3,9	494	1	38	-1,5	2,1	-9,7	-8,6	6,5	11,1	2,8

- Die zuletzt global wieder steigenden Renditen lasteten auf EUR-, USD- und EM-Anleihen.
- In den letzten vier Wochen verzeichneten alle aufgeführten Anleihe-segmente bis auf EUR-Hochzinsanleihen eine negative Entwicklung. Unternehmensanleihen, insbesondere EUR-Hochzinsanleihen, profitieren gegenüber Staatsanleihen von fallenden Risikoaufschlägen.

ICE BofA Indizes in folgender Abfolge: Euro Government; German Government; Euro Corporate; Euro Financial; Euro Non-Financial; Euro High Yield; US Treasury; US Corporate; US Financial; US Non-Financial; US High Yield; High Grade Emerging Markets Corporate Plus; High Yield Emerging Markets Corporate Plus. EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 24.02.2017 - 24.02.2022



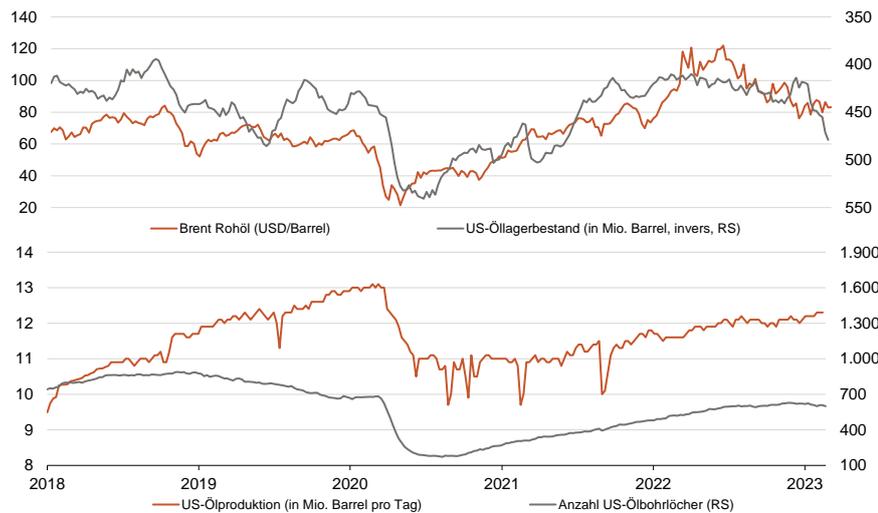
Performance Rohstoffe



- Rohstoffe hatten es über die letzten vier Wochen schwer.
- Edelmetalle, Energierohstoffe und Industriemetalle fielen in der Breite nach den restriktiven Signalen der US-Notenbank und den Anzeichen einer kurzfristig schwächeren Nachfrage in China.
- Nach vergeblicher Hoffnung auf stärkere Wirtschaftsdaten in China warten die Märkte noch immer auf konkretere Anzeichen für eine Erholung der Nachfrage im Inland.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 24.02.2023

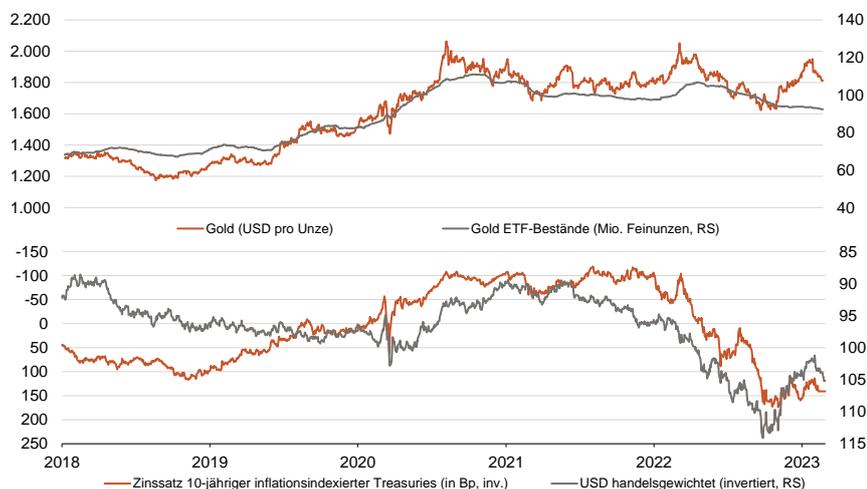
Rohöl



- Öl hielt an der volatilen Seitwärtsbewegung seit Jahresstart fest. Die langsamer als erhofft anlaufende Nachfrageerholung in China, der mildere Winter im Westen und dadurch nicht benötigten Lagerbestände und die weitere Freigabe der strategischen US-Reserven drückten allesamt auf den Preis.
- Auf der anderen Seite halten sich die Produzenten weiter restriktiv: Russlands geplante 0,5 Millionen Barrel pro Tag-Kürzung ab März addiert sich auf die OPEC-Kürzungen bis Jahresende.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 24.02.2023

Gold



- Gold gab nach den starken US-Arbeitsmarktdaten alle Gewinne seit Jahresanfang wieder ab.
- Die erneute US-Dollar-Stärke und gestiegenen Realzinsen führten zu Gegenwind und drückten den Goldpreis vom Hoch bei 1.950 auf knapp über 1.810 USD je Unze.

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: 01.01.2018 - 24.02.2023

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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



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

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information 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 beschriebene 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 zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. 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. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>.

Datum: 27. Februar 2023

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)