BERENBERG
Märkte

MONITOR

16. Januar 2023

Aktueller Marktkommentar

Seit Jahresstart legten nahezu alle Anlageklassen zu, getrieben durch fallende Anleiherenditen, weniger Inflationssorgen, China-Optimismus, das Ausbleiben einer Gasknappheit in Europa und neuen Risikobudgets für Investoren. Verstärkt wurden die Bewegungen noch von systematischen Strategien, die aufgrund eines besseren Momentums und einer fallenden Volatilität Aktien nachfragten. Die Märkte könnten kurzfristig weiter überschießen, da viele Strategien nach wie vor unterinvestiert sind und entsprechend in den Markt hineingedrängt werden könnten. Der große Verlierer war der US-Dollar, der auf breiter Front nachgegeben hat. Allerdings ist die Positionierung gerade gegenüber dem Euro schon sehr pessimistisch, sodass das Abwertungsmomentum zumindest kurzfristig abnehmen dürfte. Mittelfristig denken wir, dass die Marktteilnehmer weniger auf Inflations-, sondern wieder mehr auf Wachstumszahlen schauen werden. Angesichts einer drohenden US-Rezession dürfte somit die Volatilität im Laufe des Jahres wieder ansteigen.

Im zweiwöchentlichen ***Monitor*** geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

- Performance
- Positionierung
- Sentiment
- Überraschungsindikatoren
- Konjunktur
- Währungen
- Aktien
- Staatsanleihen & Zentralbanken
- Unternehmensanleihen
- Rohstoffe

Kurzfristiger Ausblick

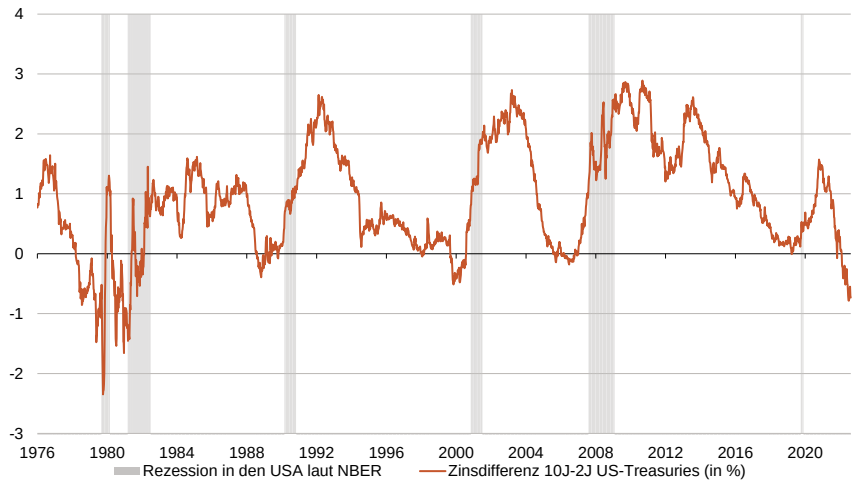
Markt dürfte sich auf Q4-Berichtssaison fokusieren.

Die Q4-Berichtssaison wird die nächsten Wochen die Märkte beschäftigen. Bis Mitte Februar werden rund 80% der S&P 500 Unternehmen nach Marktkapitalisierung berichten. Der S&P 500 dürfte im vierten Quartal den ersten Gewinnrückgang im Jahresvergleich seit 2020 sehen und die Gewinn-Margen dürften sinken. Die Unternehmensgewinne beim Stoxx 600 dürften hingegen im Jahresvergleich steigen. Am 18. Januar findet zudem die Sitzung der Bank of Japan statt.

Konjunkturdaten bieten Einblick in das Rezessionsrisiko.

Am Dienstag werden die Industrieproduktionsdaten (Dez.) und das Q4-Wirtschaftswachstum für China sowie der deutsche ZEW-Index (Jan.) und der US Empire State Index (Jan.) veröffentlicht. Die britischen Inflationsdaten (Dez.) sowie die Einzelhandelsumsätze (Dez.), die Erzeugerpreise (Dez.) und die Industrieproduktionsdaten (Dez.) folgen am Mittwoch. Am Donnerstag werden das EZB-Sitzungsprotokoll (Dez.), die US-Wohnungsbaudaten (Dez.) und der Philadelphia Fed Index (Jan.) publiziert.

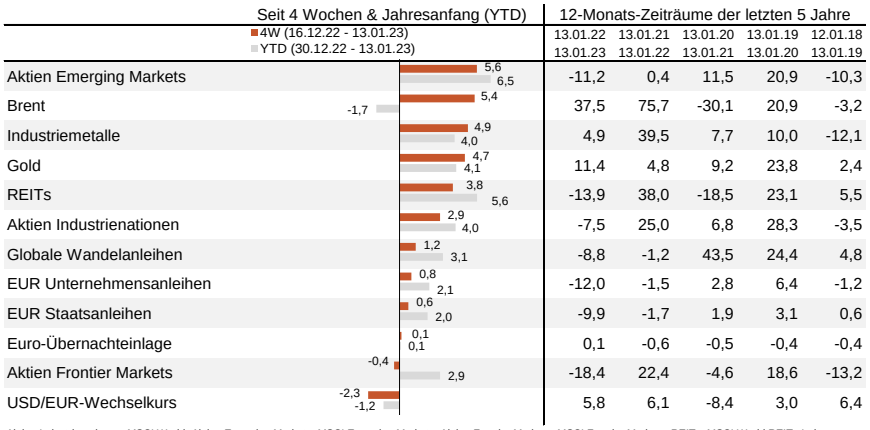
Deutlich invertierte US-Zinskurve spricht für eine baldige Versteilerung



- Mit den großen Zinsschritten der Fed im Kampf gegen die Inflation hat sich die Zinsdifferenz zwischen 10- und 2-jährigen US-Treasuries auf -73Bp invertiert, was dem 3. Perzentil seit den 70ern entspricht.
- In der Vergangenheit folgte auf eine invertierte Zinskurve stets eine Rezession. Zinssenkungen der Zentralbanken zur Stimulierung der Wirtschaft haben dann zu einer Normalisierung der Zinskurve geführt. Wir rechnen auch dieses Mal mit einer Versteilerung der Zinskurve.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.1976 - 13.01.2023

Multi-Asset



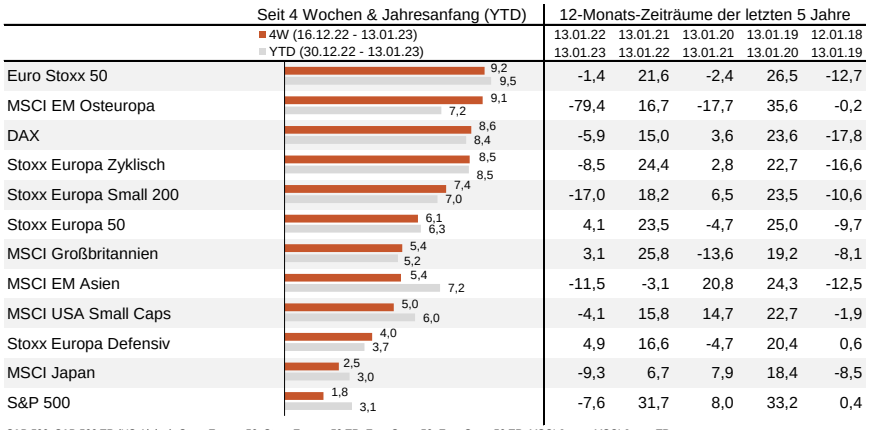
	13.01.22 13.01.23	13.01.21 13.01.22	13.01.20 13.01.21	13.01.19 13.01.20	12.01.18 13.01.19
Aktien Emerging Markets	-11,2	0,4	11,5	20,9	-10,3
Brent	37,5	75,7	-30,1	20,9	-3,2
Industriemetalle	4,9	39,5	7,7	10,0	-12,1
Gold	11,4	4,8	9,2	23,8	2,4
REITs	-13,9	38,0	-18,5	23,1	5,5
Aktien Industrienationen	-7,5	25,0	6,8	28,3	-3,5
Globale Wandelanleihen	-8,8	-1,2	43,5	24,4	4,8
EUR Unternehmensanleihen	-12,0	-1,5	2,8	6,4	-1,2
EUR Staatsanleihen	-9,9	-1,7	1,9	3,1	0,6
Euro-Übernachteinlage	0,1	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Aktien Frontier Markets	-18,4	22,4	-4,6	18,6	-13,2
USD/EUR-Wechselkurs	5,8	6,1	-8,4	3,0	6,4

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.

- Nach dem schwierigen Jahresschluss 2022 kam es in den ersten Handelstagen des neuen Jahres zu neuem Schwung. Die Aufwärtsbewegung war getrieben durch die Hoffnung auf ein „Soft Landing“ dank der Disinflation und den weiterhin robusten Wirtschaftsdaten. Schwellenländeraktien und Industriemetalle profitierten zudem von dem Ende der Zero-Covid-Politik und der Öffnung der Märkte in China. Die erfreuliche Performance bei Gold war neben erhöhter Nachfrage der Zentralbanken auch durch das positive Momentum getrieben.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 12.01.2018 - 13.01.2023

Aktien



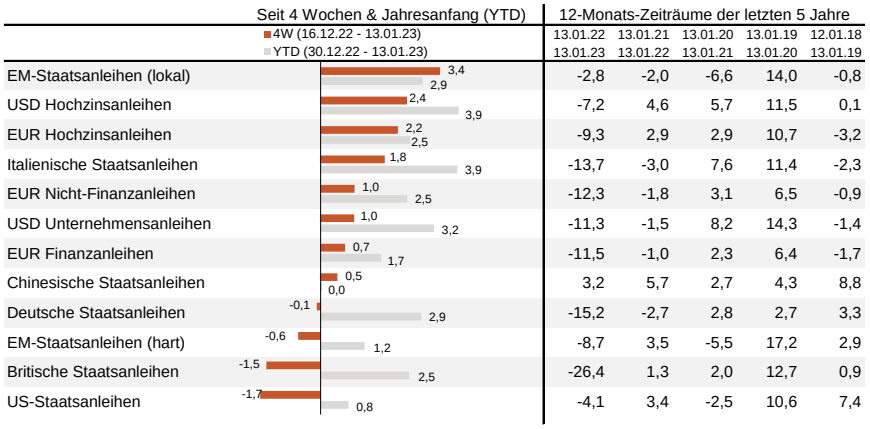
	13.01.22 13.01.23	13.01.21 13.01.22	13.01.20 13.01.21	13.01.19 13.01.20	12.01.18 13.01.19
Euro Stoxx 50	-1,4	21,6	-2,4	26,5	-12,7
MSCI EM Osteuropa	-79,4	16,7	-17,7	35,6	-0,2
DAX	-5,9	15,0	3,6	23,6	-17,8
Stoxx Europa Zyklisch	-8,5	24,4	2,8	22,7	-16,6
Stoxx Europa Small 200	-17,0	18,2	6,5	23,5	-10,6
Stoxx Europa 50	4,1	23,5	-4,7	25,0	-9,7
MSCI Großbritannien	3,1	25,8	-13,6	19,2	-8,1
MSCI EM Asien	-11,5	-3,1	20,8	24,3	-12,5
MSCI USA Small Caps	-4,1	15,8	14,7	22,7	-1,9
Stoxx Europa Defensiv	4,9	16,6	-4,7	20,4	0,6
MSCI Japan	-9,3	6,7	7,9	18,4	-8,5
S&P 500	-7,6	31,7	8,0	33,2	0,4

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 Cyclicals TR;
Stoxx Europa Defensiv: Stoxx Europe Defensives TR; DAX: DAX TR; MSCI Großbritannien: MSCI UK TR; MSCI EM Asien: MSCI EM Asia TR;
MSCI EM Osteuropa: MSCI EM Eastern Europe TR.

- Die Aktienmärkte waren zum Jahresstart vom empirisch bekannten Januar-Effekt begleitet. Entsprechend lagen die Verlierer des letzten Jahres vorn, während die Gewinner das Schlusslicht bildeten.
- Regional bildeten europäische und osteuropäische Aktien die Spitze. Die Öffnung Chinas ist dabei nicht nur positiv für asiatische Aktien, sondern auch für europäische Exporteure mit China als wichtigen Absatzmarkt wie die Luxusgüterindustrie.
- Auf Sektor- und Stil-Ebene hielten sich zyklische Titel und Nebenwerte besser.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 12.01.2018 - 13.01.2023

Anleihen



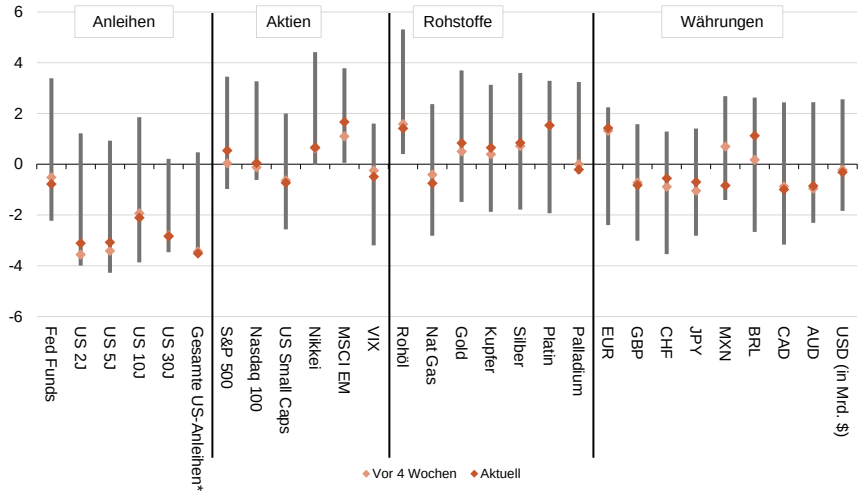
	13.01.22 13.01.23	13.01.21 13.01.22	13.01.20 13.01.21	13.01.19 13.01.20	12.01.18 13.01.19
EM-Staatsanleihen (lokal)	-2,8	-2,0	-6,6	14,0	-0,8
USD Hochzinsanleihen	-7,2	4,6	5,7	11,5	0,1
EUR Hochzinsanleihen	-9,3	2,9	2,9	10,7	-3,2
Italienische Staatsanleihen	-13,7	-3,0	7,6	11,4	-2,3
EUR Nicht-Finanzanleihen	-12,3	-1,8	3,1	6,5	-0,9
USD Unternehmensanleihen	-11,3	-1,5	8,2	14,3	-1,4
EUR Finanzanleihen	-11,5	-1,0	2,3	6,4	-1,7
Chinesische Staatsanleihen	3,2	5,7	2,7	4,3	8,8
Deutsche Staatsanleihen	-15,2	-2,7	2,8	2,7	3,3
EM-Staatsanleihen (hart)	-8,7	3,5	-5,5	17,2	2,9
Britische Staatsanleihen	-26,4	1,3	2,0	12,7	0,9
US-Staatsanleihen	-4,1	3,4	-2,5	10,6	7,4

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

- Während zum Jahresschluss 2022 die deutlich restriktiver als vom Markt erwarteten Zentralbanken zu neuen Höchstständen bei europäischen Anleiherenditen führten, brachte der Jahresstart 2023 eine Erholung von Anleihen analog zu Aktien.
- Nachdem die US-Inflationsdaten wie erwartet kühler ausfielen, äußerte sich zudem die Fed weitaus weniger restriktiv. Fed-Mitglied Harker trat mit Aussage einer 25-Basispunkt-Erhöhung merklich taubenhafter auf.

wählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 12.01.2018 - 13.01.2023

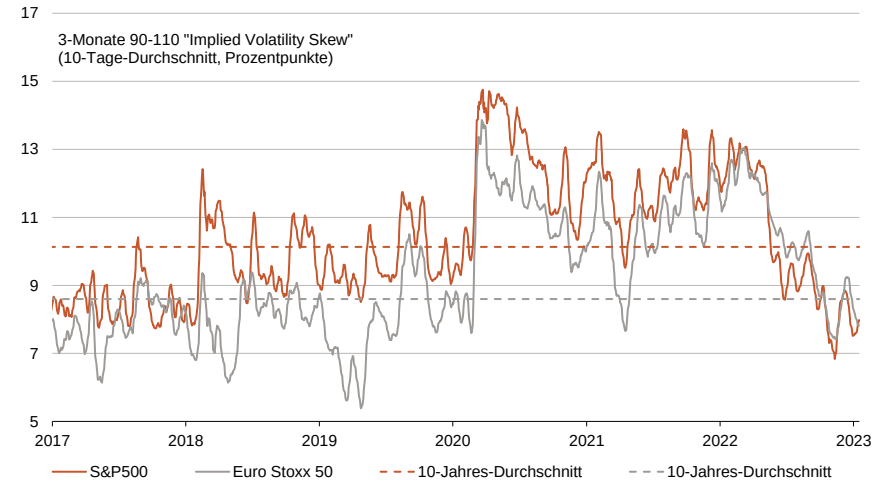
Spekulative Positionierung



- Spekulative Anleger haben über den letzten Monat Long-Positionen in US-Large Caps aufgebaut.
- Die größten Bewegungen gab es beim mexikanischen Peso und dem brasilianischen Real. Ersterer dürfte unter dem gefallenen Ölpreis gelitten, letztere von den hohen Realzinsen profitiert haben.

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: 10.01.2013 - 10.01.2023

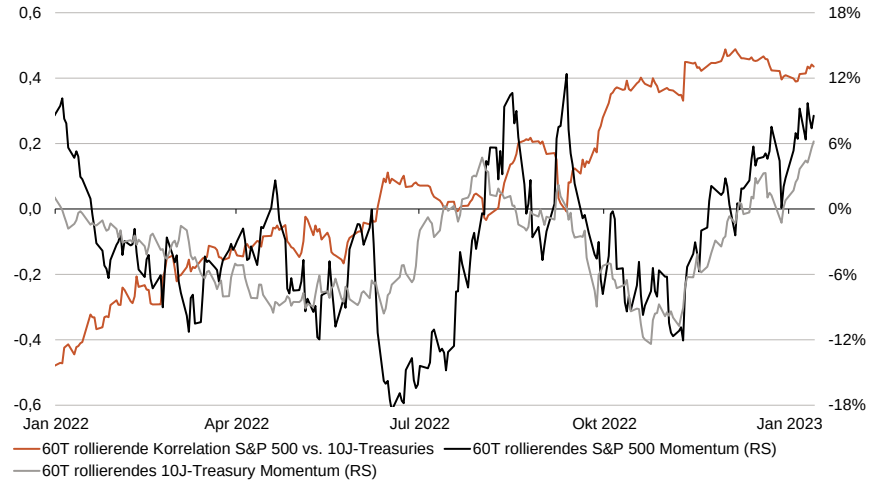
Put-Call-Skew



- Die Skew bleibt flach. Und das, obwohl die Märkte, vor allem in Europa, einen phänomenalen Jahresstart hingelegt haben. Typischerweise versteilert sich in der Folge die Skew, da Anleger ihre Gewinne absichern wollen.
- Sollte die Rallye weitergehen, impliziert zumindest die Skew eine wieder etwas größerer Fallhöhe.

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: 13.01.2013 - 13.01.2023

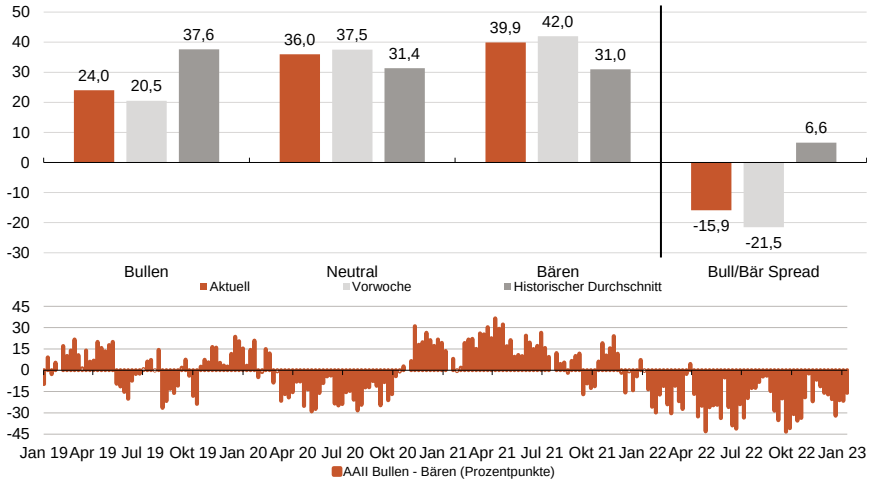
60-Tage-Momentum und -Korrelation



- Das Momentum bei Aktien ist über die letzten 60 Tage mittlerweile deutlich positiv. Damit dürften CTAs zunehmend Aktienquote aufbauen – insbesondere, wenn die realisierte Volatilität fällt.
- Auch bei Anleihen ist das Momentum positiv. Die beiden Anlageklassen bleiben damit ungewöhnlich hoch korreliert.

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 - 13.01.2023

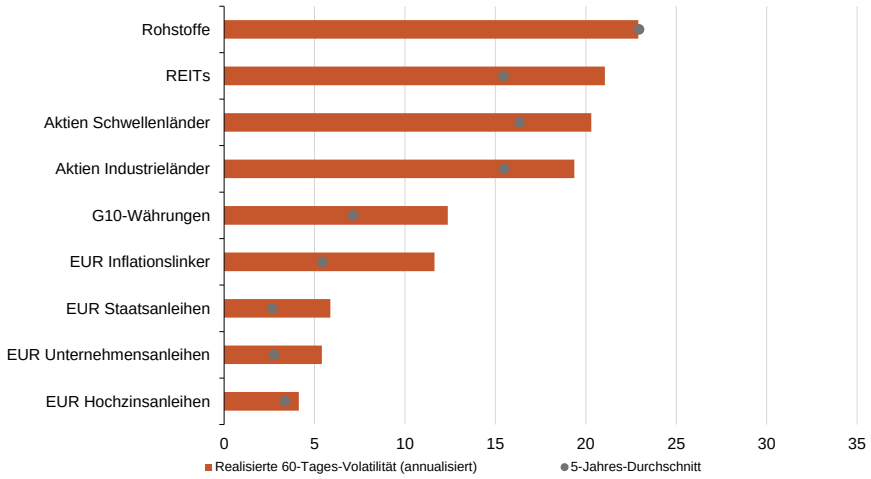
AAII Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung der US-Privatanleger bleibt insgesamt pessimistisch, hat sich in der letzten Woche allerdings etwas aufgehellt.
- Der Bull/Bär-Spread ist mittlerweile in der 41. Woche infolge negativ. Das ist die längste Durststrecke der Geschichte.

Die von der American Association of Individual Investors durchgeführte Sentiment-Umfrage ermittelt den prozentualen Anteil der jeweiligen Privatanleger, die auf Sicht von sechs Monaten optimistisch, pessimistisch oder neutral für den US-Aktienmarkt gestimmt sind. Sie wird seit 1987 durchgeführt. Die Umfrage wird von Donnerstag bis Mittwoch durchgeführt, und die Ergebnisse werden jeden Donnerstag veröffentlicht. Für den Aktienmarkt ist es tendenziell unterstützend, wenn es einen hohen Anteil an Bären und einen geringen Anteil an Bullen gibt. Tendenziell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.
Quelle: Bloomberg, AAII, Zeitraum: 23.07.1987 - 12.01.2023

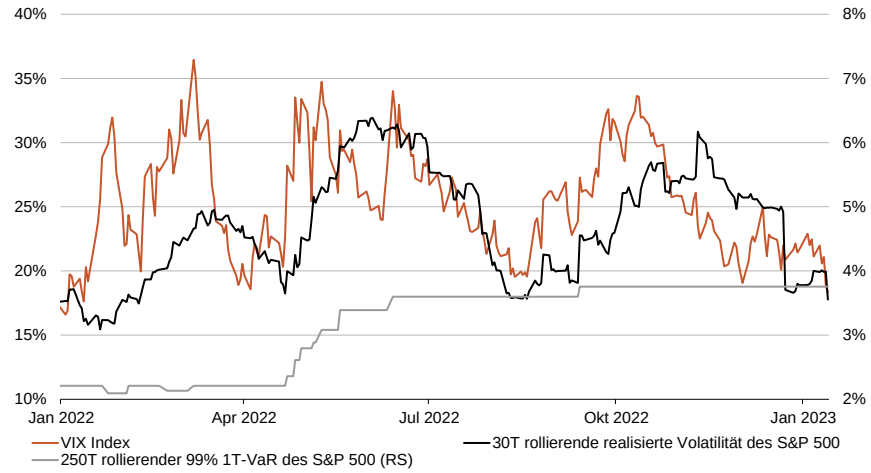
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierte Volatilität von Aktien der Industrieländer ist jüngst unter die Marke von 20% gefallen, bleibt aber über dem Durchschnitt der letzten 5 Jahre.
- Bei Rostoffen ist die Volatilität mit den starken Bewegungen am Ölmarkt wiederum etwas gestiegen.
- Innerhalb von Anleihen weisen nur Hochzinsanleihen, normalerweise das volatilste Segment, dank Spreadeinengungen eine realisierte Volatilität von unter 5% 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: 13.01.2018 - 13.01.2023

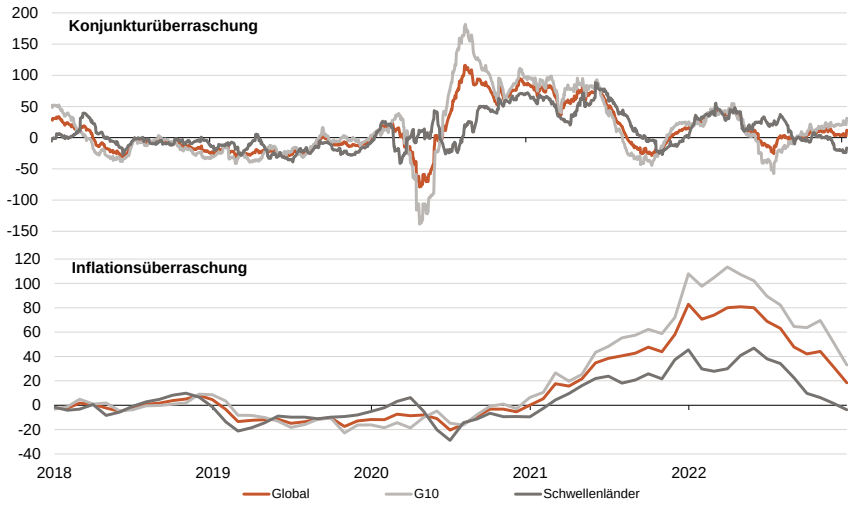
Volatilität und Value-at-Risk des S&P 500



- Der VIX ist mit den Inflationsdaten letzten Donnerstag unter die Marke von 20 gefallen und notiert damit sehr nahe an der realisierten Volatilität.
- Der Value-at-Risk über die letzten 250 Handelstage dürfte demnächst etwas fallen, wenn die sehr volatilen Tage von Januar letzten Jahrs aus dem Berechnungsfenster fallen.

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 - 13.01.2023

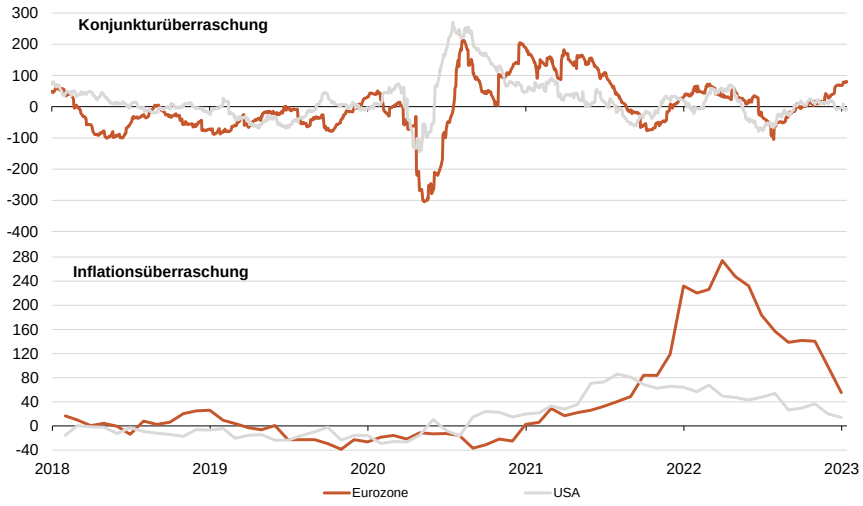
Global



- Das sich die Wirtschaftsdaten weiterhin robust halten, zeigen auch die Konjunkturüberraschungen. Dabei gilt es regional zu unterscheiden. Denn während die Konjunkturdaten in den Industrienationen (G10) sich weiterhin robust halten, treffen die Konjunkturdaten in den Schwellenländern deutlich unter den Erwartungen ein.
- Hier hielt sich insbesondere die Eurozone stark, während hingegen in China die PMI Einkaufsmanagerdaten enttäuschten.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 13.01.2023

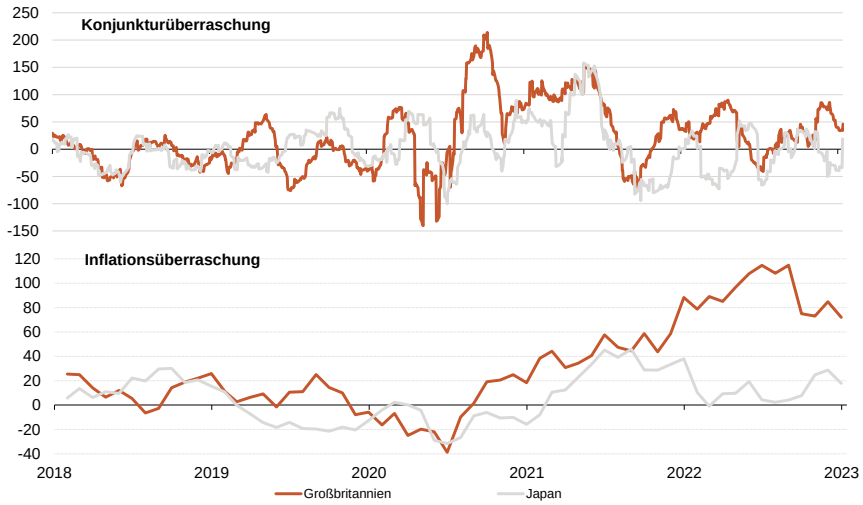
Eurozone & USA



- Auch zwischen den USA und der Eurozone geht die Schere weiter auseinander. Während die USA bereits seit einigen Wochen volatil um die Null-Grenze schwankt, schafft es die Eurozone weiterhin die Erwartungen zu übertreffen.
- In der Eurozone lagen die Einkaufsmanagerdaten und die Industrieproduktion für Frankreich über den Erwartungen, die Industriebestellungen in Deutschland lagen hingegen deutlich drunter.
- In den USA zeigte sich der Arbeitsmarkt weiterhin robust und der Wirtschaftsklimaindikator der Universität Michigan übertraf die Erwartungen.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 13.01.2023

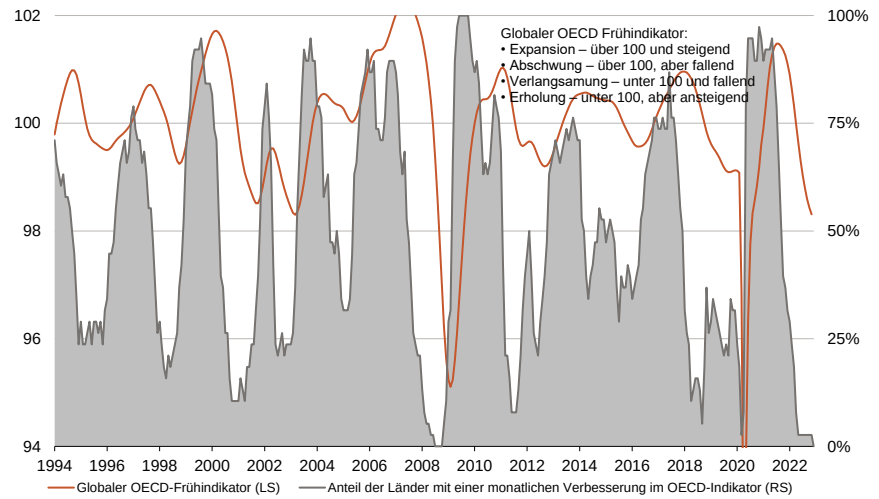
Großbritannien & Japan



- In Großbritannien wird das Bild zunehmend trüber. Die Industrie- und gewerblichen Produktionsdaten fielen deutlich negativer als erwartet aus.
- In Japan fiel die Handelsbilanz für November deutlich weniger negativ als erwartet aus.

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: 01.01.2018 - 13.01.2023

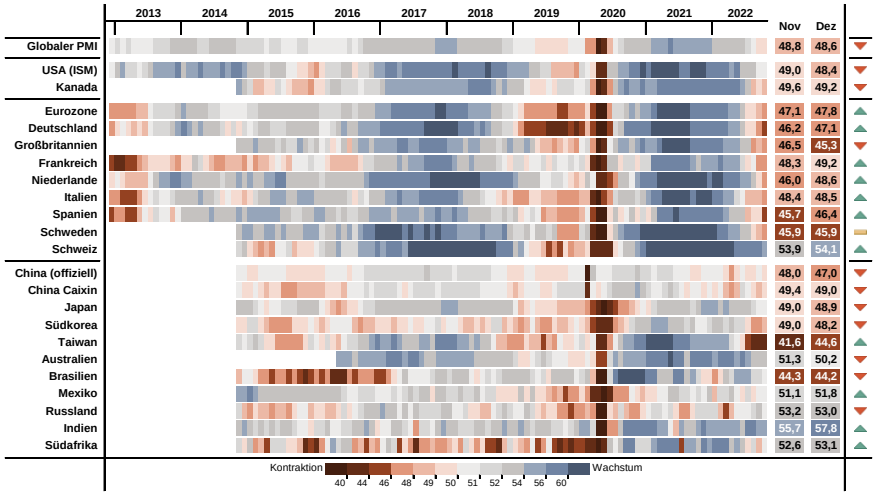
OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator hielt auch über die letzten vier Wochen an der Abwärtsbewegung fest. Die globale Wirtschaft befindet sich somit weiterhin deutlich in der Verlangsamungsphase.
- Das Bild wird durch den hohen Anteil der Länder, welche eine Verschlechterung des Indikators gegenüber dem Vormonat sahen, bestätigt. Mit einem Anteil von 100% wird die Verlangsamung in der Breite getragen.

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 - 13.01.2023

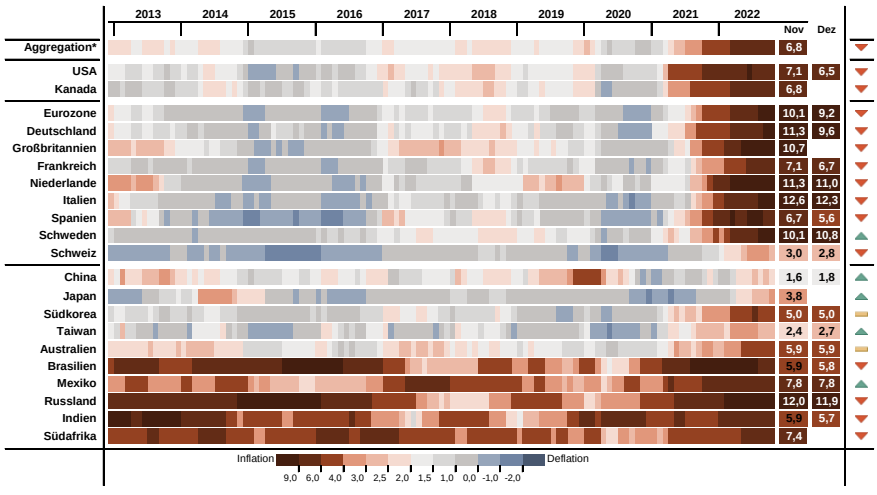
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Der globale PMI fiel im Dezember auf 48,6 und ist damit so niedrig wie während den Anfängen der Covid-Pandemie in der ersten Jahreshälfte 2020. In der Eurozone sieht das Bild wieder positiver aus. In Deutschland, Frankreich, der Niederlande, Italien und Spanien ist die Industrieaktivität wieder 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: 13.01.2013 - 13.01.2023

Gesamtinflation



- Im Dezember kühlte sich die Inflationen in den meisten westlichen Regionen ab. In den USA fiel die Gesamtinflation auf 6,5%. Hervorzuheben ist das der Inflationsdruck durch Verkehr und Rohstoffe abzuebben scheint. Der Verbraucherpreisindex für Rohstoffe ist nun deutlich niedriger als der für Dienstleistungen.
- In der Eurozone und Deutschland fiel die Inflation wieder unter die 10%-Marke.

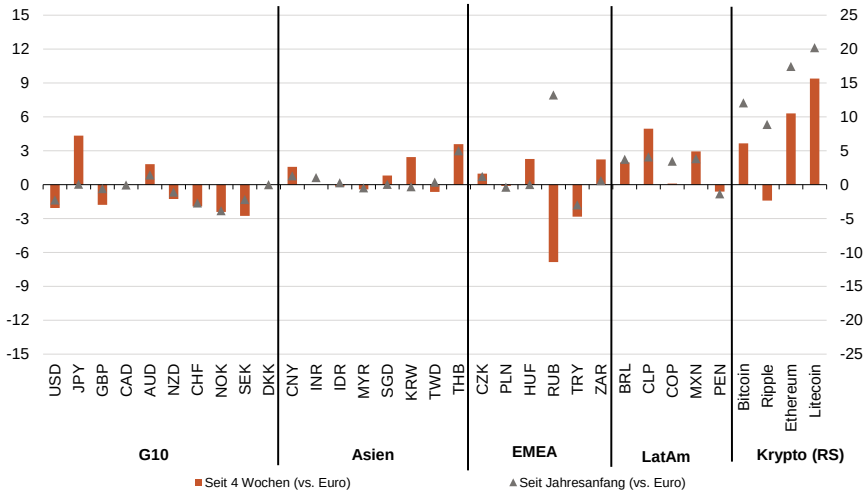
Die Messung der Inflation (in %, ggü. Vorjahr) erfolgt anhand eines Verbraucherpreisindizes, auch Warenkorb genannt. In diesem Warenkorb sind anteilig alle Güter und Dienstleistungen enthalten, die ein Haushalt im Durchschnitt pro Jahr erwirbt. * = Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 13.01.2013 - 13.01.2023

Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

- Der US-Dollar setzte seinen Abwärtstrend zuletzt unverändert fort. Profiteure waren vor allem Schwellenländer-Währungen und der Euro.
- Der japanische Yen bewegt sich weiter volatil aufwärts. Nachdem die BoJ begonnen hat die Bandbreite der Yield-Curve-Control zu erhöhen, rechnet der Markt mit weiteren Schritten und einer sukzessiven Abkehr der ultra-expansiven Geldpolitik.

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 - 13.01.2023

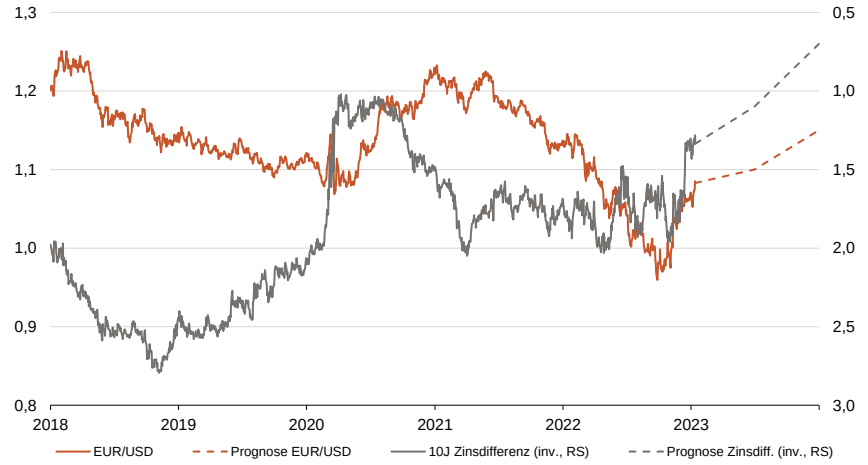
Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Unter den G10 entwickelte sich der japanische Yen am besten über die letzten vier Wochen. Am schwächsten entwickelten sich Rohstoff-Währungen wie die norwegische Krone aufgrund des Ölpreisverfalls.
- Lateinamerikanische Währungen entwickelten sich seit Jahresanfang erfreulich.
- Krypto-Währungen erlebten den besten Jahresstart mit Zuwächsen von zum Teil über 15%.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 14.12.2022 - 13.01.2023

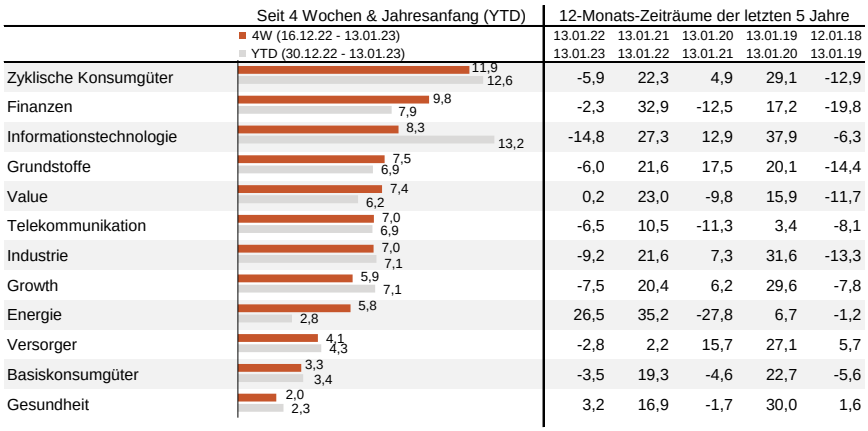
EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Im Zuge der US-Inflationsdaten stieg der EUR/USD-Wechselkurs auf über 1,08 und damit den höchsten Stand seit April letzten Jahrs.
- Zeitgleich hat sich die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen deutschen und US-Staatsanleihen eingeengt auf unter 1,3%. Damit ist die relative Attraktivität des US-Dollars weiter gesunken.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigend Bundesanleihen. Die Prognosen wurden von der Berenberg Volkswirtschaft erstellt.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 31.12.2023

Sektor- und Styleperformance in Europa

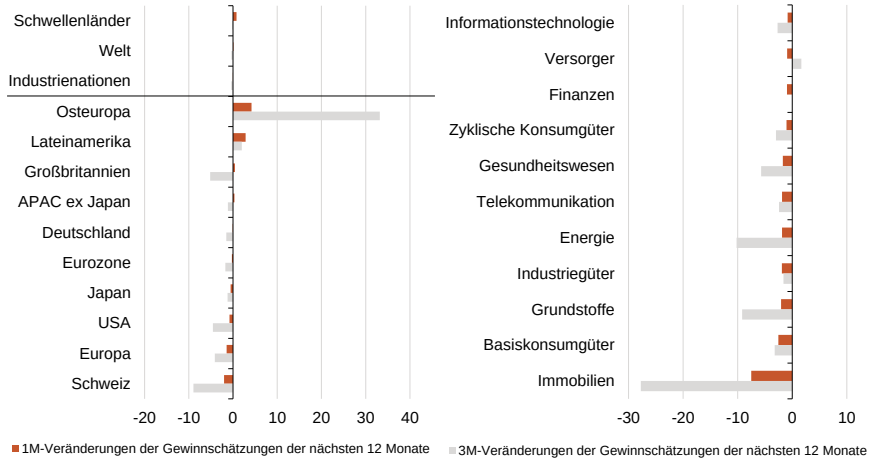


Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Mit der abnehmenden Wahrscheinlichkeit einer tieferen Rezession haben in den letzten vier Wochen vor allem zyklische Aktiensektoren wie zyklische Konsumgüter, Finanzen oder Grundstoffe zulegen können. Defensive Sektoren wie Versorger oder Gesundheit konnten sich hingegen weniger gut entwickeln.
- Seit Jahresstart konnten IT-Aktien auch dank fallender Zinsen ebenfalls deutlich zulegen.

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: 12.01.2018 - 13.01.2023

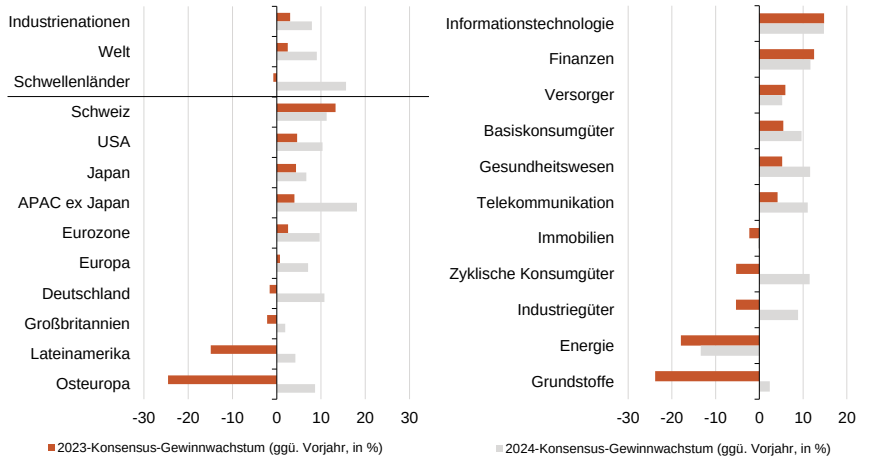
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Im Vorfeld der Q4-Berichtssaison haben die Analysten die Gewinnschätzungen für die Industrienationen weiter reduziert. Davon waren insbesondere europäische und US-Aktien betroffen.
- Anders sieht es bei den Schwellenländern aus. Dort wurden die Gewinnschätzungen in den letzten vier Wochen mit der Öffnung Chinas nach oben revidiert. Rohstofflastige Regionen wie Lateinamerika konnten davon profitieren. Zudem sahen osteuropäische Aktien deutlich positive Revisionen.

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: 13.01.2023

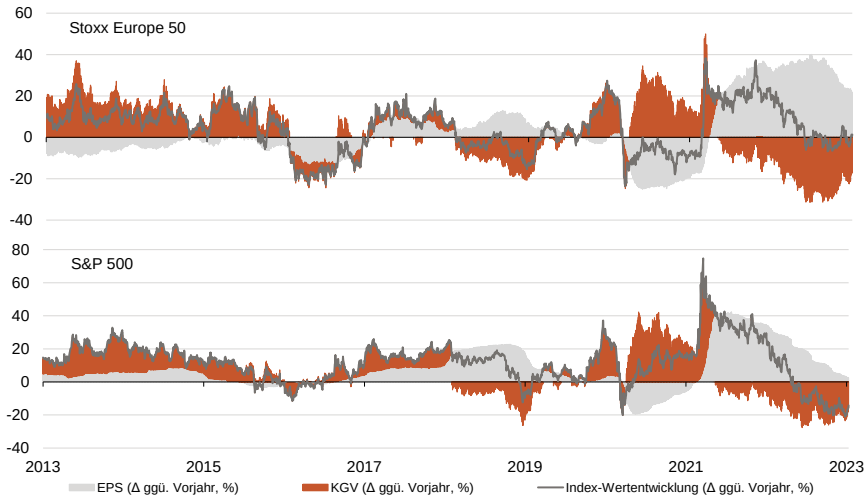
Gewinnwachstum



- Trotz der jüngst positiven Gewinnrevisionen ist das erwartete Gewinnwachstum 2023 für Schwellenländer weiter negativ. Industrienationen dürften laut Analysten hingegen eine positive Gewinnentwicklung sehen. Angeführt wird diese Entwicklung von Aktien aus der Schweiz und den USA.
- Sektoral sind die Analysten am negativsten bei Grundstoffunternehmen.

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"). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes.
APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 13.01.2023

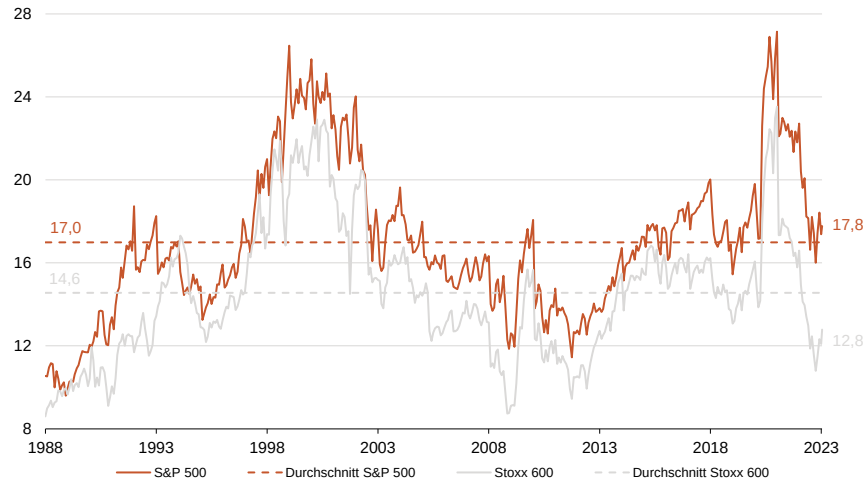
Kontributionsanalyse



- Europäische Aktien verzeichnen nach der Jahresanfangsrallye wieder eine positive Entwicklung im Jahresvergleich. Getrieben wurde die Bewegung von einer Bewertungsausweitung.
- US-Aktien konnten sich ebenfalls leicht erholen. Auch sie profitieren von steigenden Bewertungskennzahlen. Die YoY-Gewinnentwicklung, welche nahe bei Null ist, ist hingegen weiter gefallen und war somit eine Belastung.

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: 01.01.2013 - 13.01.2023

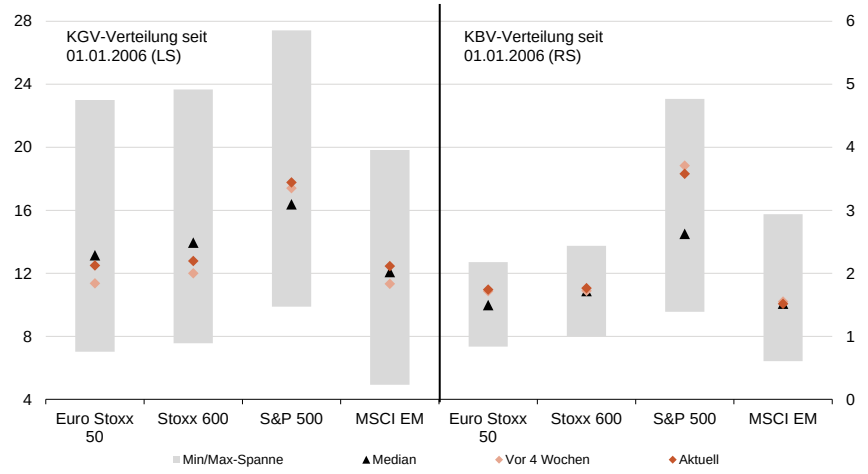
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Mit dem neuen Jahr sind die Bewertungen europäischer und US-Aktien gestiegen. Die Hoffnung auf ein „Soft-Landing“ bei gleichzeitig sinkender Inflation trieb die Aktienkurse nach oben.
- Europäische Aktien konnten dank dem Ausbleiben der Energiekrise und dem China-Reopening überproportional zulegen und sahen somit die stärkere Bewertungsausweitung.

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 - 13.01.2023

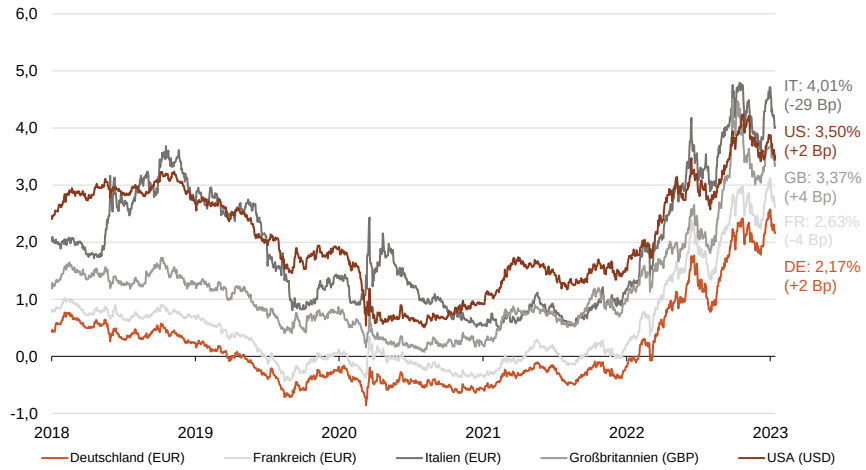
Historische Verteilung: Kurs-Gewinn- & Kurs-Buchwert-Verhältnis



- Aufgrund der negativen Gewinnrevisionen und der positiven Preisentwicklung ist der Euro Stoxx 50 in den letzten vier Wochen auf KGV-Basis teurer geworden. Auf KBV-Basis war die Bewegung hingegen weniger stark ausgeprägt.
- Der S&P 500 wurde hingegen nur auf KGV-Basis günstiger.
- EM-Aktien handeln historisch auf einem fairen Bewertungsniveau.

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 - 13.01.2023

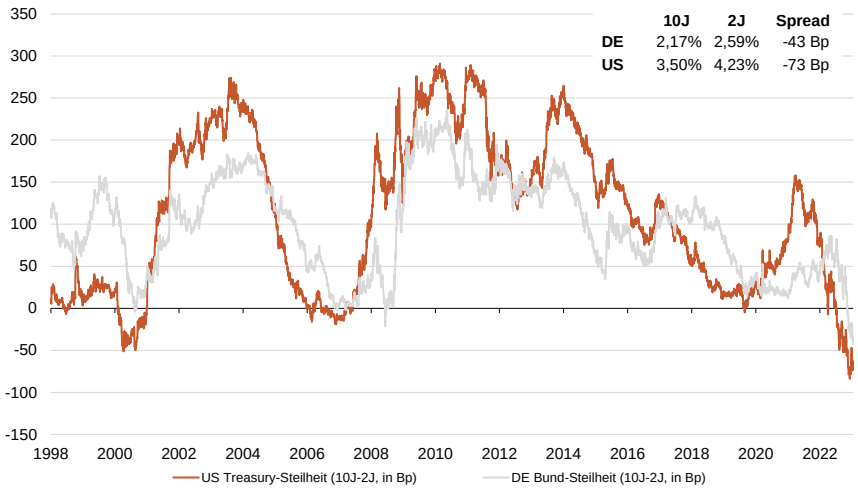
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Mit dem anhaltenden deutlichen Rückgang der US-Inflation sind die Renditen auf sichere Staatsanleihen wieder stärker gesunken.
- Am stärksten war der Rückgang in den letzten vier Wochen bei deutschen Staatsanleihen mit rund 30 Basispunkten (Bp). Die Renditen bei US-Staatsanleihen sind hingegen nur um knappe 10Bp gesunken.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 13.01.2023

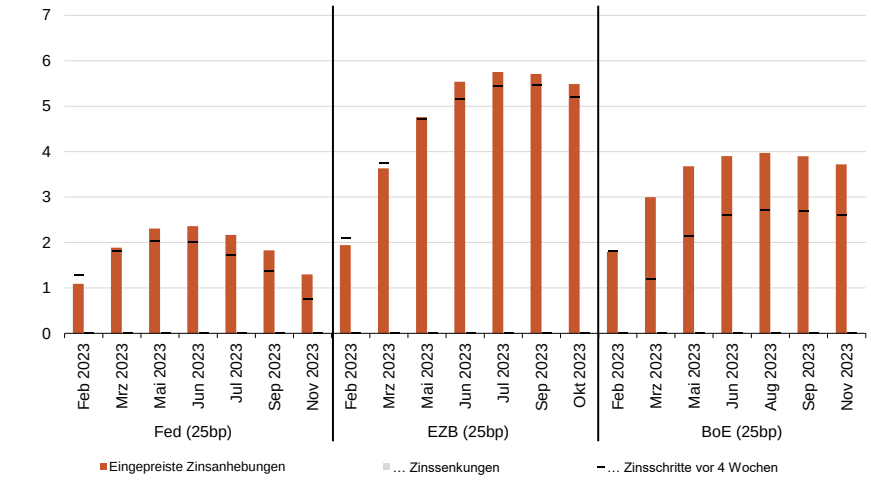
Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Die deutsche und US-Renditestrukturkurve bleiben invertiert, was historisch oft einer Rezession vorausging.
- Während einer Rezession gab es historisch jedoch oftmals eine deutliche Versteilerung der Renditestrukturkurven, da die Zentralbanken von der restriktiven Geldpolitik wieder abkehrten.

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 - 13.01.2023

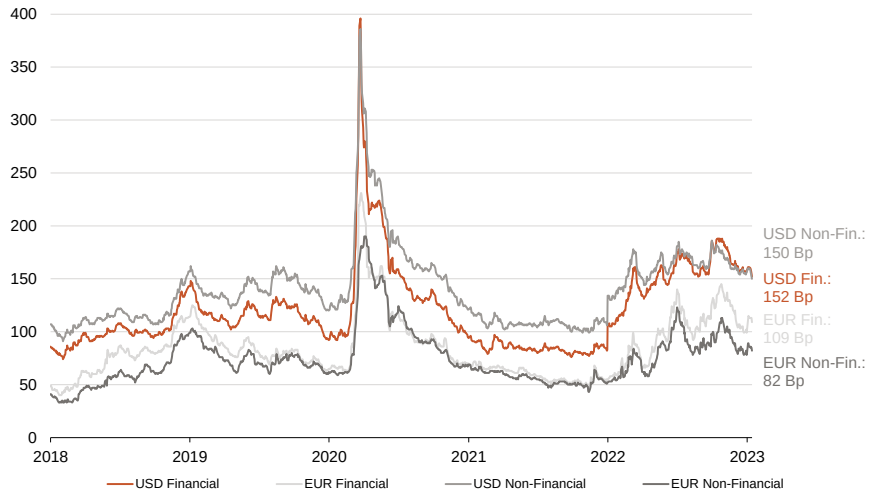
Implizite Leitzinsveränderungen



- Der Markt preist bei deutlich sinkender US-Inflation nur noch eine Zinserhöhung im Februar von rund 25Bp durch die Fed.
- Bei der EZB preist der Markt eine Zinserhöhung von 50Bp im Februar. Die EZB hat deutlich langsamer als die Fed auf die steigende Inflation reagiert und hat somit noch mit einer deutlich höheren Inflation zu kämpfen.

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: 16.12.2022 - 13.01.2023

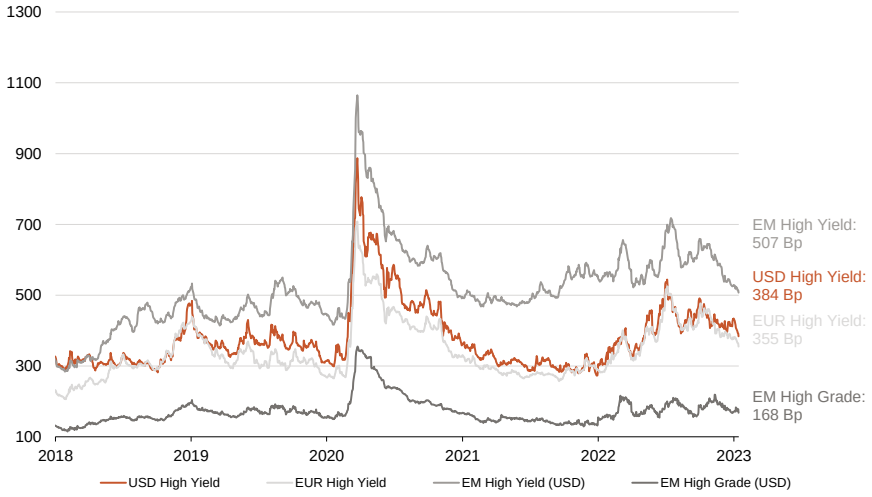
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei USD- und EUR-Unternehmensanleihen haben sich in den letzten zwei Wochen gegensätzlich entwickelt. Bei USD-Unternehmensanleihen sind sie leicht gesunken, während sie bei EUR-Unternehmensanleihen gestiegen sind. Hauptreiber der steigenden Risikoaufschläge bei EUR-Anleihen dürfte das massive Neuemissionsvolumen seit Jahresanfang sein, was seit Aufzeichnung der Daten in den ersten zwei Wochen noch nie so hoch ausgefallen ist.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 13.01.2023

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Die Risikoaufschläge bei Hochzinsanleihen sind mit dem Risk-On-Umfeld hingegen durch die Bank weg gefallen. Den stärksten Rückgang sahen USD-Hochzinsanleihen mit einer Spreadeinengung von mehr als 40Bp in den letzten zwei Wochen.
- EM-Hochzinsanleihen profitierten neben dem Risk-On von dem besseren Sentiment Richtung China.

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: 01.01.2018 - 13.01.2023

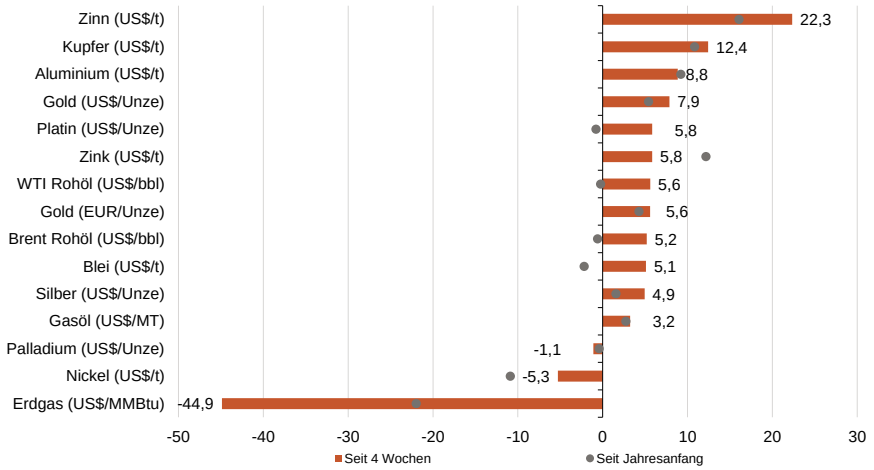
Anleihesegmente in der Übersicht

	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (%, lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	11/01/22 11/01/23	11/01/21 11/01/22	11/01/20 11/01/21	11/01/19 11/01/20	11/01/18 11/01/19
EUR Government	2,90	0,38	7,2	-	-	-	-2,5	2,1	-15,5	-3,9	4,3	7,2	1,4
Germany	2,28	0,36	7,2	-	-	-	-2,4	2,0	-15,1	-3,0	2,3	3,0	3,3
EUR Corporate	4,05	0,33	4,6	96	4	76	-1,0	1,2	-12,3	-1,6	2,6	6,5	-1,1
Financial	4,25	0,35	3,9	113	6	84	-0,9	0,8	-10,6	-1,1	2,2	6,1	-1,4
Non-Financial	3,93	0,31	5,0	86	2	73	-1,1	1,5	-13,2	-1,9	2,8	6,7	-0,9
EUR High Yield	7,44	0,16	3,2	378	-16	62	0,3	1,1	-10,0	2,7	3,1	10,7	-3,2
US Treasury	3,95	-0,05	6,5	-	-	-	0,4	1,7	-9,8	-2,5	6,2	7,6	1,4
USD Corporate	5,30	0,00	7,0	160	4	76	0,2	1,8	-11,7	-1,1	7,5	14,4	-1,4
Financial	5,50	-0,01	5,1	161	3	86	0,4	1,3	-9,7	-1,3	7,6	12,7	-0,7
Non-Financial	5,20	0,00	7,9	160	5	70	0,1	2,1	-12,6	-1,0	7,5	15,2	-1,7
USD High Yield	8,49	-0,06	4,3	408	3	54	0,8	2,3	-7,4	4,3	5,8	11,4	0,1
EM High Grade	5,68	0,06	5,3	183	8	43	0,1	0,6	-12,2	-0,4	4,5	11,8	-0,2
EM High Yield	10,14	-0,31	3,9	524	-15	40	2,2	1,5	-11,3	-5,3	7,4	12,8	-1,3

- Analog zu Aktien und im Gegensatz zu 2022 konnten Anleihen seit Jahresanfang deutlich zulegen. Treiber waren dabei vor allem fallende Renditelevel. Die Risikoaufschläge bewegten sich hingegen im Gros nur wenig.
- Am positivsten entwickelten sich europäische Staatsanleihen und USD-Hochzinsanleihen.

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: 13.01.2018 - 13.01.2023

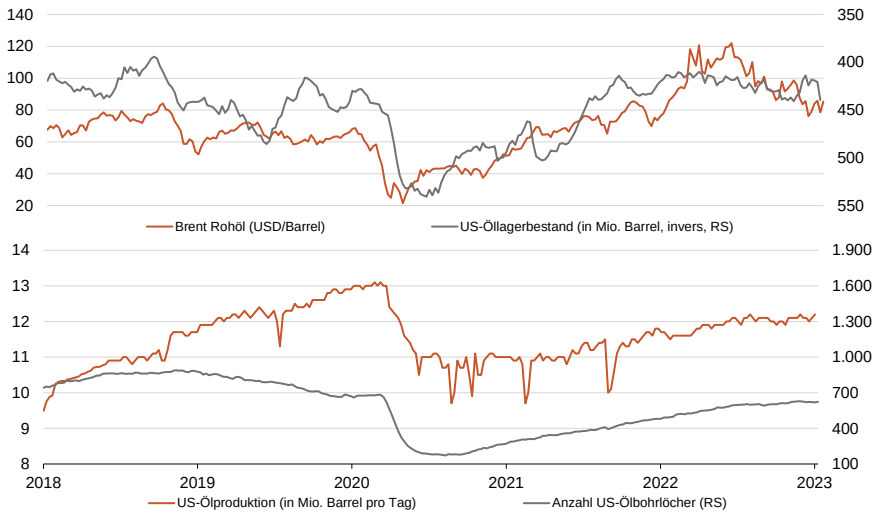
Performance Rohstoffe



- An den Rohstoffmärkten trat über die letzten vier Wochen ein gemischtes Bild auf: Erdgas, einer der Gewinner des letzten Jahres, startete in das neue mit herben Verlusten – knapp 45% verlor der Energierohstoff über die letzten vier Wochen.
- Ganz umgekehrt belegte Zinn, deutlicher Verlierer von 2022, mit knapp 22% Performance den ersten Platz.
- Die Edelmetalle Gold, Platin und Silber starteten ebenfalls positiv in das neue Jahr.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 13.01.2023

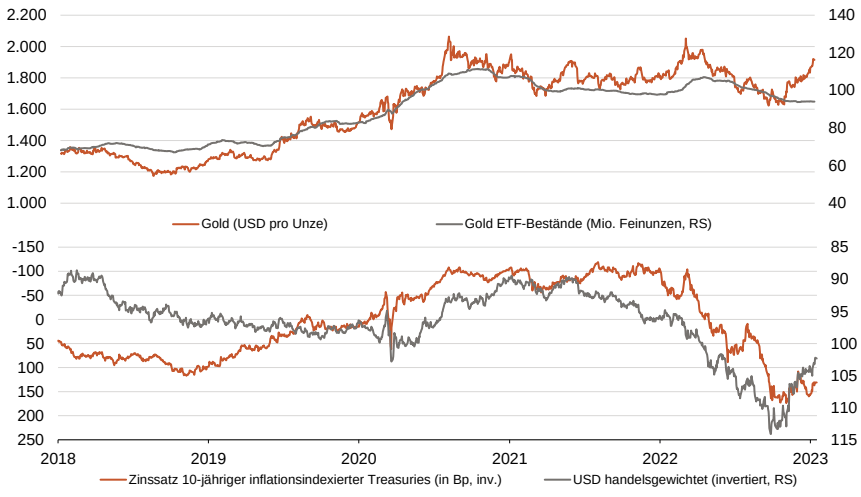
Rohöl



- Rohöl durchbrauch den Abwärtstrend der letzten Monate, welcher zum Jahreswechsel nochmals Fahrt aufgenommen hatte, ab der zweiten Januarwoche und legte so seit dem jüngsten Tief aufgrund der Hoffnung auf Wirtschaftserholung und China-Reopening knapp 6% zu. Mittelfristig bleibt die mögliche Aufstockung der strategischen US-Reserve sowie langfristig die Problematik der jahrelangen Unterinvestitionen Treiber für neuen Schwung. Öl birgt damit Erholungspotenzial.

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 - 13.01.2023

Gold



- Gold legte seit Jahresbeginn in US-Dollar fast 8% zu. Dabei war die Aufwärtsbewegung neben erhöhter Nachfrage seitens der Zentralbanken aufgrund der Dedollarisierung auch durch das positive Momentum getrieben. Ausblickend dürften technische Faktoren wie ein Golden Cross kurzfristig weiter unterstützen. Dennoch bleibt der Diversifikationseffekt und das Aufwärtspotenzial ohne Fed-Wende begrenzt.

Zinssatz zahlen 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 - 13.01.2023

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

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

AUTOREN

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

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

Ludwig Kemper, CFA | 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

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

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 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 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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 16. Januar 2023

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ► Monitor
  Fokus
  Investment Committee
  Protokoll

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
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de