BERENBERG
Märkte

MONITOR

14. Februar 2022

Aktueller Marktkommentar

Global restriktivere Zentralbanken – der Markt preist nach höheren US Inflationsdaten und einer falkenhafteren EZB für 2022 sechs Zinserhöhung à 25 Basispunkte durch die Fed und nahezu zwei durch die EZB ein – und der Russland-Ukraine-Konflikt lasten auf den Märkten. Das Hin und Her auf Investment-Stil-Ebene hält an, wobei Value-Titel weiterhin vorne liegen. Regional haben sich Aktien aus Europa und insbesondere aus Großbritannien besser als ihre US-Pendants geschlagen. Die Zinserhöhungen dürften nun weitestgehend eingepreist sein, weshalb wir bei Aktien mittelfristig Erholungspotenzial sehen. Dafür spricht auch, dass die Inflationsraten spätestens ab dem zweiten Quartal fallen dürften, die Anlegerpositionierung deutlich abgenommen hat, der Marktpessimismus sehr hoch ist, die Q4-Berichtssaison solide verläuft und Aktien gegenüber Anleihen attraktiv bleiben. Trotz solidem Gewinnwachstum dürfte das Renditepotenzial jedoch in Zeiten restriktiverer Zentralbanken und fallender Bewertungsniveaus begrenzt bleiben.

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

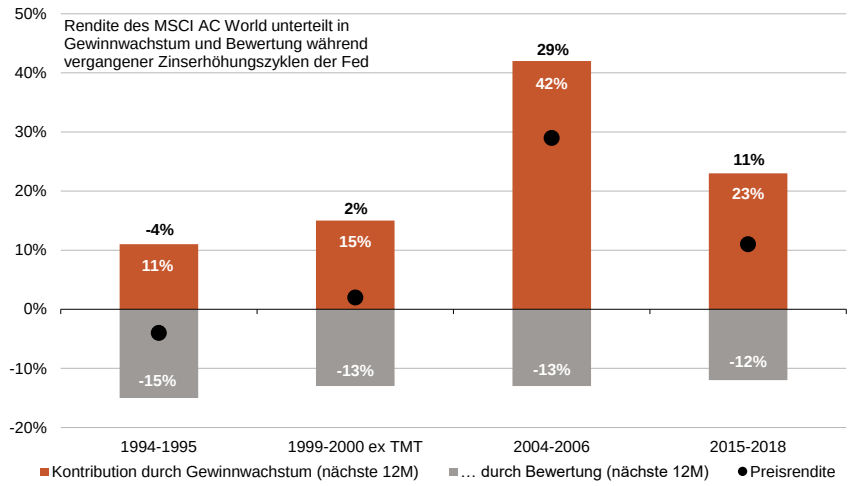
Q4-Berichtssaison in den letzten Zügen.

In den nächsten Wochen nähert sich die Q4-Berichtssaison ihrem Ende. Bereits über 350 Unternehmen im S&P 500 haben ihre Zahlen veröffentlicht und konnten im Schnitt die Gewinnerwartungen um über 5% übertreffen. Politisch dürften der Russland-Ukraine-Konflikt sowie die zunehmenden wirtschaftlichen Öffnungsschritte die Märkte beschäftigen. Am 17. bis 18. Februar findet das Treffen der G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure in Jakarta statt.

Februar-Einkaufsmanagerindizes stehen an.

Morgen werden die vorläufigen Q4-BIP-Zahlen für Japan und die Eurozone sowie der Empire State Index (Feb.) veröffentlicht. Am Mittwoch folgen die Industrieproduktionsdaten der Eurozone und der USA, die US-Einzelhandelsumsätze sowie das Fed-Januar-Protokoll. Die US-Wohnungsbaudaten sowie der Philadelphia Fed Index werden am Donnerstag bekannt gegeben. In der Folgewoche stehen die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes (Feb.) für Europa und die USA, das US- und deutsche Verbrauchervertrauen (Feb.) sowie der deutsche Ifo-Index (Feb.) an.

Zinserhöhungszyklen bremsen Aktienrenditen



- In vergangenen Zinserhöhungszyklen erfuhren Aktien immer Bewertungseinengungen. Denn mit steigenden Zinsen steigen auch die Diskontierungsätze für zukünftige Unternehmensgewinne. Trotzdem gelang es Aktien in 3 von 4 Fällen dank solidem Gewinnwachstum eine positive Rendite zu erwirtschaften.
- Aktuell preisen die Märkte einen starken Zinserhöhungszyklus ein. Das belastet die Bewertungen besonders von Wachstumsunternehmen. Die Gewinne wachsen bei robuster Konjunktur aber weiter. Das Renditepotenzial bleibt begrenzt.

Quelle: Goldman Sachs, Zeitraum: 01.01.1994 - 31.12.2018

Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.01.22 - 11.02.22)	YTD (31.12.21 - 11.02.22)	11.02.21 11.02.22	11.02.20 11.02.21	11.02.19 11.02.20	11.02.18 11.02.19	10.02.17 11.02.18
Brent	9,6	20,9	81,1	-13,6	3,2	10,9	-4,4
Industriemetalle	3,7	6,2	39,0	18,8	-3,5	-2,2	-2,5
Gold	2,8	1,8	8,8	4,8	23,8	8,0	-7,3
USD/EUR-Wechselkurs	0,6	0,2	6,9	-10,0	3,3	8,7	-13,2
Eonia	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Aktien Emerging Markets	-1,3	0,7	-5,6	19,5	12,4	0,6	9,3
Aktien Frontier Markets	-1,4	-2,1	22,3	-5,2	12,9	-4,1	7,3
EUR Staatsanleihen	-2,2	-2,5	-3,9	0,9	3,8	1,3	0,6
Globale Wandelanleihen	-2,8	-7,4	-10,7	39,8	19,5	10,8	-9,2
EUR Unternehmensanleihen	-2,9	-3,5	-4,5	1,6	5,8	0,8	1,9
Aktien Industrienationen	-4,1	-6,0	16,8	6,1	26,0	8,9	0,3
REITs	-5,2	-11,3	22,2	-18,0	19,2	21,1	-15,5

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; Eonia: Eonia Capitalization Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- Rohöl und Industriemetalle bleiben über die letzten vier Wochen getrieben durch Sorgen vor Inflation und Angebotsengpässen weiter an der Spitze. Auch Gold war aufgrund geopolitischer Unsicherheiten als sicherer Hafen gefragt und konnte zugewinnen.
- Anleihen und zinssensitive REITs bildeten, belastet durch die global restriktivere Zinspolitik, die Nachhut.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.02.2017 - 11.02.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.01.22 - 11.02.22)	YTD (31.12.21 - 11.02.22)	11.02.21 11.02.22	11.02.20 11.02.21	11.02.19 11.02.20	11.02.18 11.02.19	10.02.17 11.02.18
MSCI Großbritannien	1,5	4,7	29,7	-15,2	13,3	5,9	-2,7
Stoxx Europa Defensiv	0,3	-0,6	18,4	-8,7	21,2	13,0	-2,8
Stoxx Europa 50	-0,9	-1,3	21,2	-6,8	23,4	2,1	1,0
MSCI EM Osteuropa	-1,5	-4,6	16,3	-15,8	23,6	10,1	1,5
MSCI EM Asien	-2,6	-1,0	-11,2	30,6	14,6	0,2	12,3
Euro Stoxx 50	-2,6	-3,2	15,3	-2,1	24,1	-2,2	4,2
MSCI Japan	-2,7	-2,8	-0,2	9,6	19,8	-2,4	2,3
DAX	-2,9	-2,9	9,9	3,0	23,7	-9,0	3,8
Stoxx Europa Zyklisch	-3,1	-3,0	17,3	1,1	22,1	-7,0	7,6
Stoxx Europa Small 200	-3,8	-7,2	9,2	7,1	22,3	-1,9	9,3
MSCI USA Small Caps	-5,0	-7,6	3,2	20,0	16,4	14,7	-5,7
S&P 500	-5,1	-7,2	21,7	7,0	30,4	14,3	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.

- Der anhaltende Realzinsanstieg drückte auf die Aktienmärkte und führte zu weiteren Abverkäufen – vor allem bei Small Caps. Lediglich defensive Titel und britische Titel konnten leichte Zugewinne verbuchen. Der britische Aktienindex trägt einen hohen Anteil an Rohstoff- und Bankenaktien und wurde folglich von den hohen Energiepreisen und steigenden Zinsen beflügelt.
- Japanische Aktien gerieten durch den restriktiveren Zinsausblick der Fed und gestiegenen Corona-Infektionen unter Druck.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.02.2017 - 11.02.2022

Anleihen

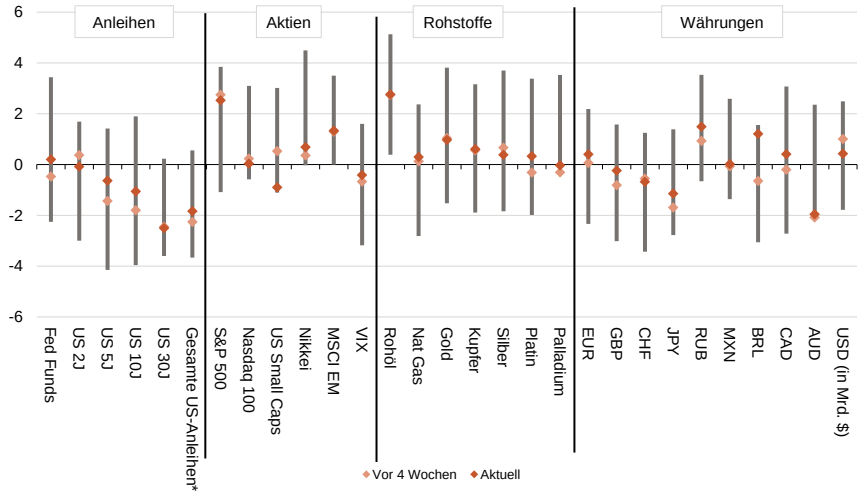
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.01.22 - 11.02.22)	YTD (31.12.21 - 11.02.22)	11.02.21 11.02.22	11.02.20 11.02.21	11.02.19 11.02.20	11.02.18 11.02.19	10.02.17 11.02.18
EM-Staatsanleihen (lokal)	1,4	1,1	-1,5	-6,8	12,0	3,4	-1,4
Chinesische Staatsanleihen	0,4	0,7	6,5	0,5	5,9	8,8	-0,2
US-Staatsanleihen	-1,1	-3,3	2,1	-6,2	12,2	12,2	-13,3
EM-Staatsanleihen (hart)	-1,1	-4,3	0,9	-7,6	16,0	11,2	-9,2
Deutsche Staatsanleihen	-2,5	-3,1	-4,7	0,4	3,6	4,9	-2,1
USD Unternehmensanleihen	-2,7	-4,7	-4,4	5,9	14,2	2,3	3,4
EUR Finanzanleihen	-2,8	-3,3	-4,1	1,4	5,6	0,5	2,6
EUR Nicht-Finanzanleihen	-3,0	-3,6	-4,8	1,7	5,9	1,1	1,4
USD Hochzinsanleihen	-3,2	-4,0	-0,2	6,6	10,0	3,9	4,2
EUR Hochzinsanleihen	-3,2	-3,2	-1,3	3,3	9,6	-0,9	5,2
Italienische Staatsanleihen	-3,7	-4,2	-7,6	5,4	14,8	-2,6	4,1
Britische Staatsanleihen	-4,9	-5,8	-3,4	-2,6	13,3	6,2	-3,9

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

- Die globalen Anleihemärkte leiden unter den restriktiveren Aussagen der Zentralbanken. Italienische Staatsanleihen waren besonders betroffen. Bei steigenden Zinsen ist Italien als Land mit einer Verschuldung von 155% des BIPs mit höheren Kreditkosten konfrontiert und reagierte daher besonders sensibel auf die restriktiveren EZB-Aussagen.
- Chinesische Staatsanleihen profitierten von der gelockerten Geldpolitik.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.02.2017 - 11.02.2022

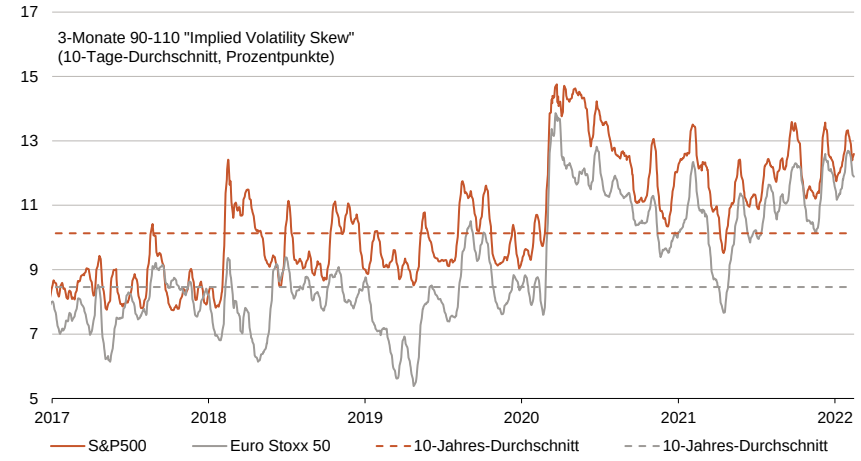
Spekulative Positionierung



- Die großen Underperformer seit Jahresanfang, Tech-Titel und Small Caps, erfuhren im letzten Monat zusätzlichen Gegenwind von spekulativen Anlegern.
- Nachdem nun auch die EZB restriktivere Töne angeschlagen hatte, wurden die Long-Positionen im Dollar reduziert.

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: 08.02.2012 - 08.02.2022

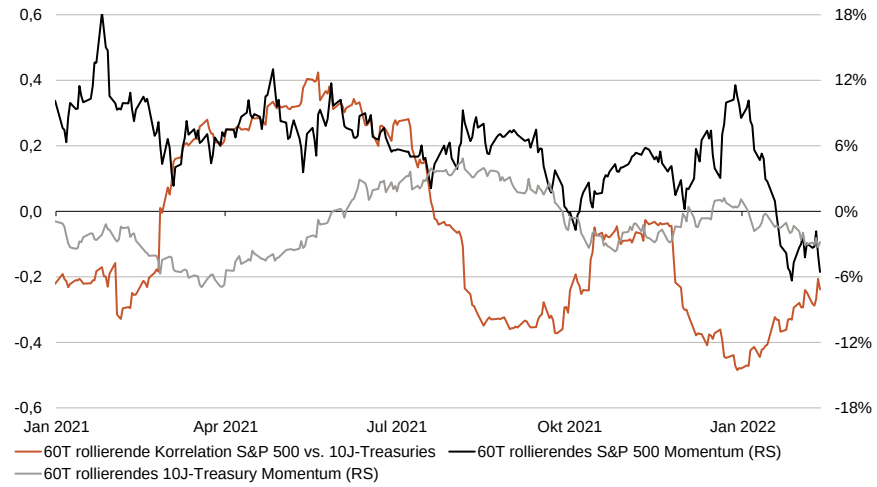
Put-Call-Skew



- Die Put-Call-Skew ist mit rückläufiger impliziter Volatilität ebenfalls etwas gefallen. Relativ zur eigenen Historie ist die Skew allerdings sowohl in den USA als auch in Europa immer noch deutlich erhöht. Denn im Umfeld hoher Inflation und restriktiver Zentralbanken sind Anleger eher auf der Suche nach Absicherung als nach Aufwärtschancen.

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: 11.02.2012 - 11.02.2022

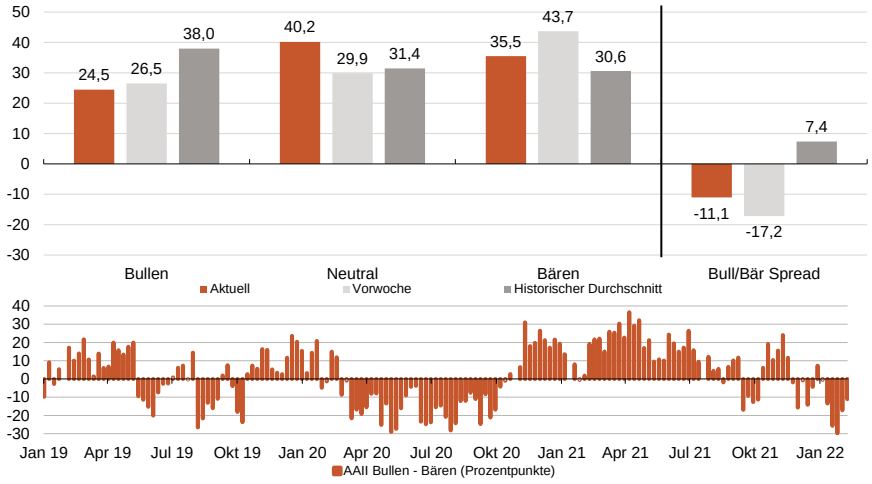
60-Tage-Momentum und -Korrelation



- Das 60-Tage-Momentum des S&P 500 bleibt negativ. Sollte das Momentum ins Positive drehen, dürften trendfolgende Strategien, welche aktuell eine deutlich reduzierte Aktienquote aufweisen, wieder mehr Exposure aufbauen.

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: 31.12.2020 - 11.02.2022

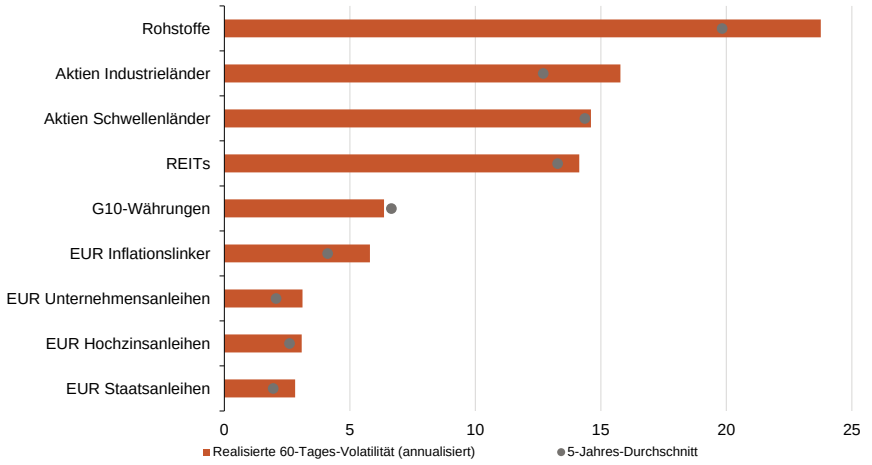
AAII Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich wieder etwas aufgehellt, wenngleich der Bull/Bär-Spread mit -11Pp immer noch deutlich negativ ist.
- Denn viele Anleger sind nicht unbedingt bullisch geworden. Stattdessen ist die einfache Mehrheit aktuell neutral auf die nächsten 6 Monate gestimmt.

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 - 10.02.2022

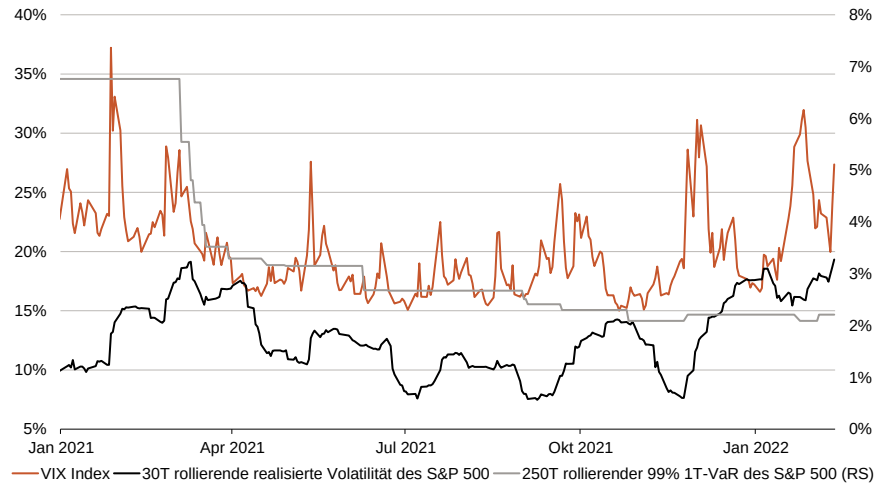
Realisierte Volatilitäten



- Mit dem Ende des „Zentralbank-Put“ hat die Volatilität über alle Anlageklassen zuletzt merklich zugenommen.
- Besonders auffällig ist der Anstieg der Volatilität innerhalb des Anleihesektors. Während sich in den vergangenen Monaten Staatsanleihen deutlich volatiler als Unternehmens- und Hochzinsanleihen zeigten, hat sich dies nun wieder dem historischen Durchschnitt entsprechend umgekehrt.

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: 31.12.2017 - 11.02.2022

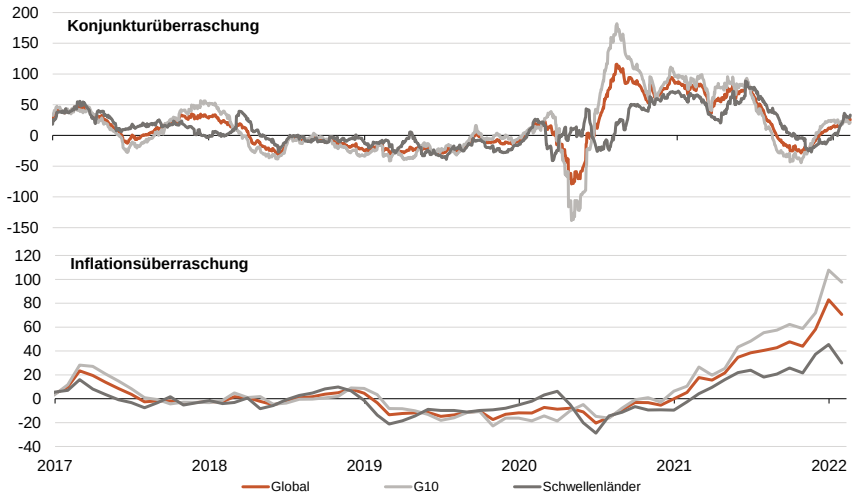
Volatilität und Value-at-Risk des S&P 500



- Der VIX ist in den letzten Wochen zunächst deutlich heruntergekommen, sprang dann allerdings mit den höher als erwarteten US-Inflationsdaten wieder an.
- Die Aktienquoten risikobasierter Strategien dürften damit im Schnitt noch relativ gering sein. Nimmt die Volatilität ab, dürfte ihre Nachfrage wieder steigen.

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: 31.12.2020 - 11.02.2022

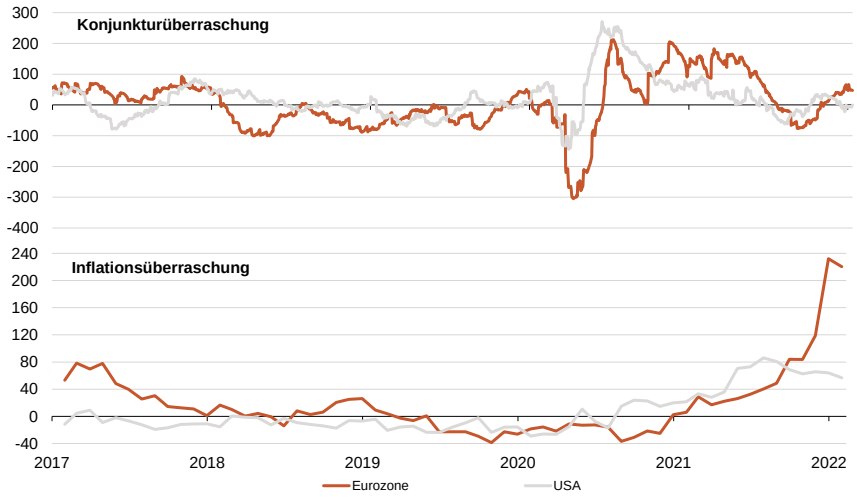
Global



- Die Konjunkturüberraschungsindizes fielen zuletzt leicht und deuten eine abnehmende Dynamik des globalen Wirtschaftswachstums an. Insbesondere in den USA und Kanada sowie in vielen Schwellenländern, unter anderem China, enttäuschten die PMI-Daten.
- Auch die Inflationsüberraschungen sind nach Erreichen der Höchstwerte jüngst wieder gefallen. Die Inflationsdynamik scheint somit abzunehmen.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 11.02.2022

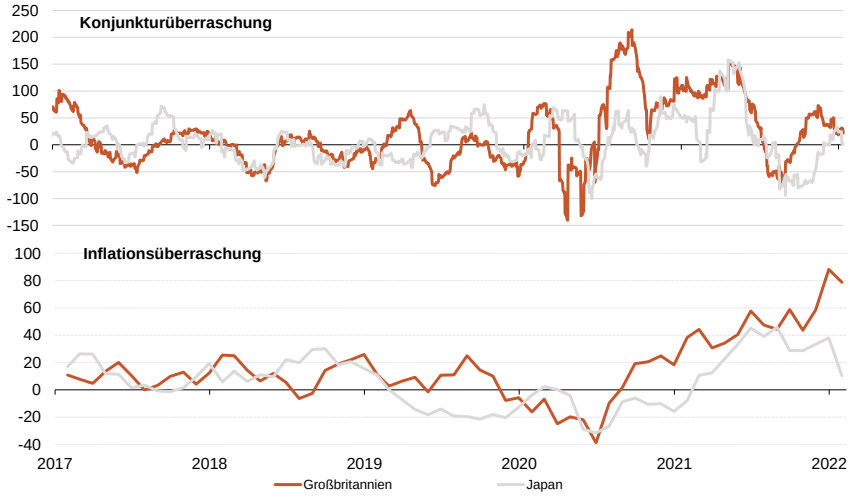
Eurozone & USA



- Die Konjunkturüberraschungen in den USA verlaufen das erste Mal seit November letzten Jahres wieder im negativen Bereich. Hier enttäuschten die PMI-Daten und die Bestellungen langlebiger Güter, während die Arbeitsmarktdaten besser als erwartet ausfielen.
- Im Gegensatz zu den USA, überwiegen in der Eurozone weiterhin die positiven Konjunkturüberraschungen. Sowohl die PMI-Daten als auch die Arbeitsmarktdaten brachten positive Überraschungen.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 11.02.2022

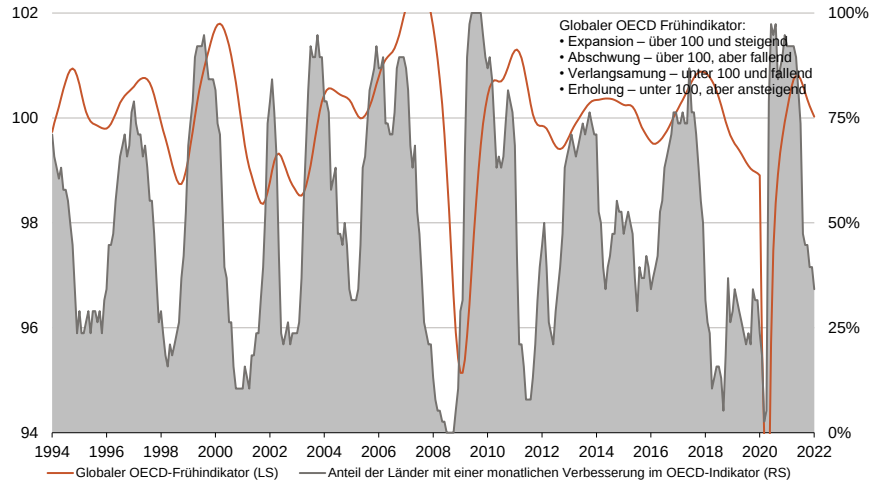
Großbritannien & Japan



- In Großbritannien nahmen die positiven Konjunkturüberraschungen zuletzt wieder zu, während sie in Japan weiter abnahmen und Richtung negativen Terrains verliefen. In Großbritannien lagen die PMI-Daten über den Erwartungen und in Japan enttäuschte die Industrieproduktion.

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: 31.12.2020 - 11.02.2022

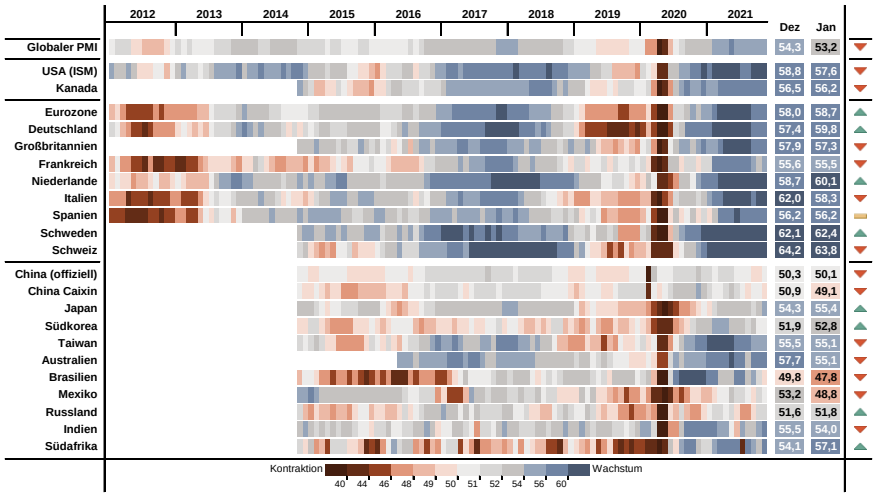
OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator setzte seinen Abwärtstrend fort. Der Wirtschaftsindikator näherte sich weiter der 100-Marke und deutete einen wirtschaftlichen Abschwung an.
- Auch auf der Länderebene sieht das Bild nicht besser aus. Dort konnten sich nur noch 34% der Länder gegenüber dem Vormonat verbessern.

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 - 11.02.2022

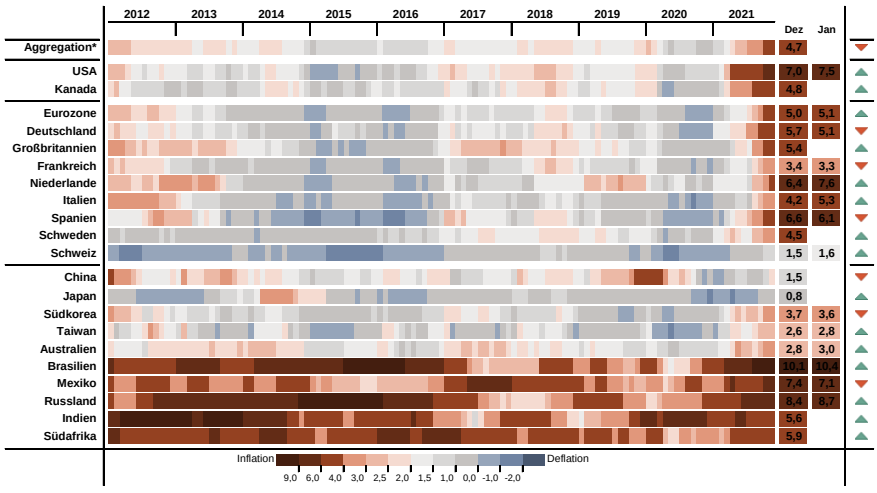
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Der globale Einkaufsmanagerindex nahm im Vergleich zum Vormonat ab.
- Regional betrachtet zeigt sich ein gemischtes Bild. Während der PMI in den USA, Großbritannien, Frankreich und China abnahm, gewann er in der Eurozone, Deutschland, Japan und Russland dazu.

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: 01.01.2012 - 11.02.2022

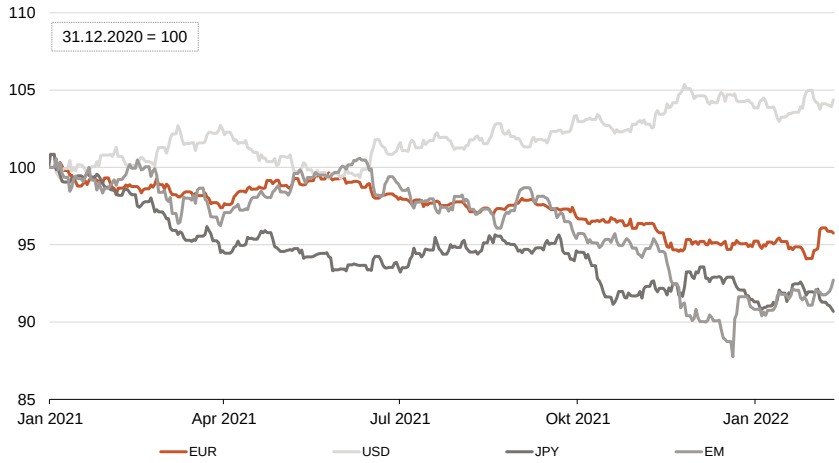
Gesamtinflation



- Die Inflationsrate in den USA stieg im Vergleich zum Vorjahr auf 7,5% und erreicht somit das höchste Niveau seit 40 Jahren.
- In der Eurozone zeigt sich ein gemischtes Bild. Während die Teuerungsrate in Deutschland, Frankreich und Spanien abnahm, legte sie in der Niederlande und Italien zu.

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: 31.12.2012 - 11.02.2022

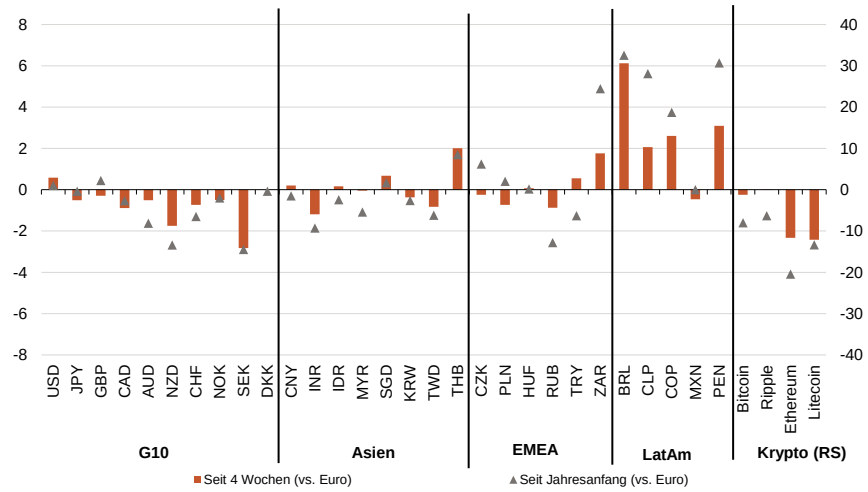
Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Der Euro erlebte infolge der restriktiven EZB-Sitzung die größte Aufwärtsbewegung seit fast einem Jahr.
- Der japanische Yen gab hingegen nach. Denn die Bank of Japan bekräftigte ihren expansiven Kurs, um dem Zinsanstieg japanischer Staatsanleihen Einhalt zu gebieten.

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: 01.01.2021 - 11.02.2022

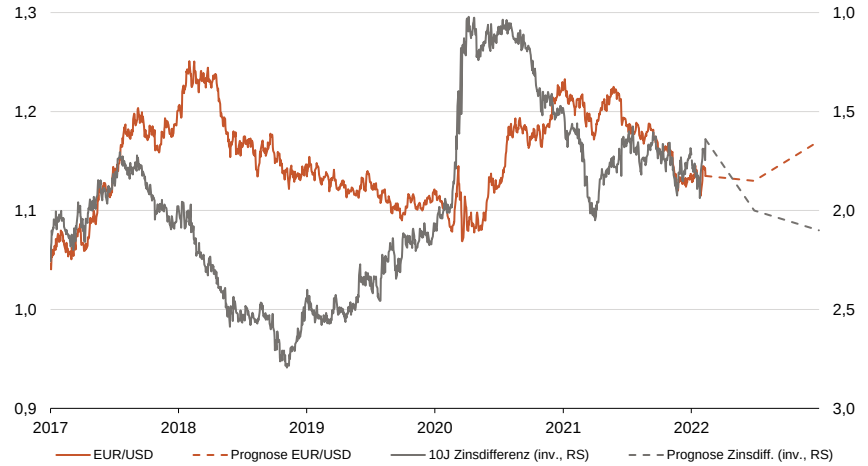
Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Der Euro wertete gegenüber den G10-Währungen in den letzten vier Wochen kräftig auf, da Christine Lagarde Zinserhöhungen dieses Jahr nun nicht mehr kategorisch ausschließt.
- Gegenüber Schwellenländerwährungen war das Bild hingegen weniger eindeutig. Der brasilianische Real profitierte von starken Inflows ausländischer Investoren, die Schutz in der Hochzinswährung und dem günstigen lokalen Aktienmarkt suchten.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 11.02.2022

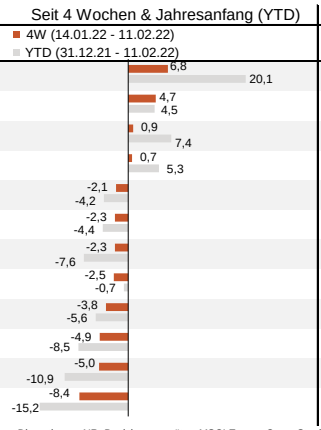
EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der Euro erlebte in den letzten zwei Wochen eine temporäre Kehrtwende. Von 1,11 Ende Januar stieg der EUR/USD-Wechselkurs auf fast 1,15 nur um dann wieder auf 1,13 zu fallen.
- Begünstigt wurde die Euro-Stärke durch die falkenhaften Töne der EZB. Der Dollar profitierte wiederum von den höher als erwarteten US-Inflationsdaten, die die Fed zu einer noch restriktiveren Geldpolitik zwingen könnten.

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: 01.01.2017 - 31.12.2022

Sektor- und Styleperformance in Europa



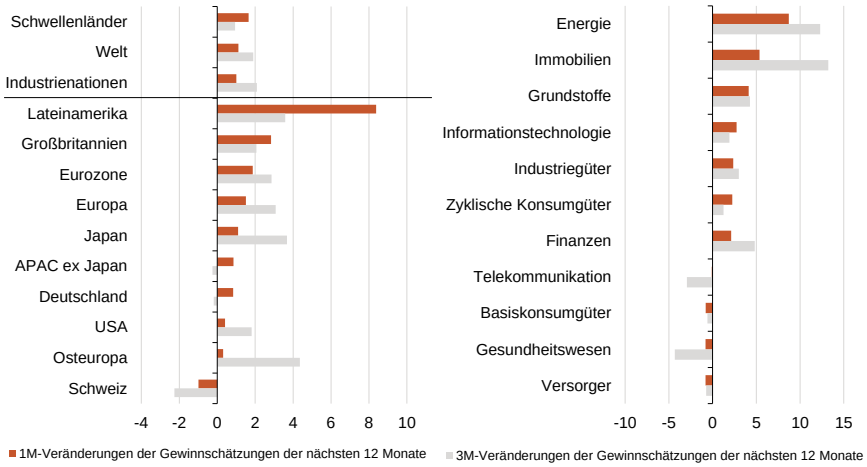
	12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	11.02.21	11.02.20	11.02.19	11.02.18	10.02.17
	11.02.22	11.02.21	11.02.20	11.02.19	11.02.18
Energie	58,7	-27,6	-6,5	16,5	1,9
Telekommunikation	15,5	-11,5	6,9	-2,2	-5,4
Finanzen	32,3	-14,7	19,3	-13,2	8,9
Value	24,9	-11,1	13,2	-1,7	2,8
Basiskonsumgüter	17,9	-8,5	20,0	6,9	-2,3
Versorger	5,2	-2,2	35,3	22,6	-1,2
Gesundheit	12,5	-5,2	32,4	14,5	-8,1
Grundstoffe	17,1	16,8	15,6	-1,5	6,7
Zyklische Konsumgüter	11,4	12,7	21,1	-4,9	5,9
Industrie	13,9	3,5	29,8	-1,0	5,6
Growth	10,2	4,2	29,4	3,9	2,5
Informationstechnologie	5,5	15,6	36,6	6,1	11,1

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.

- Value-Aktien konnten sich auch in den letzten vier Wochen behaupten. Steigende Inflationsdaten und nun auch restriktivere Töne von Seiten der EZB haben Growth-Titel belastet und die Anleger in günstigere Value-Titel getrieben.
- Auf Sektorebene bleiben Energie-Titel die Gewinner, während IT-Aktien auf der Verliererseite stehen.

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: 10.02.2017 - 11.02.2022

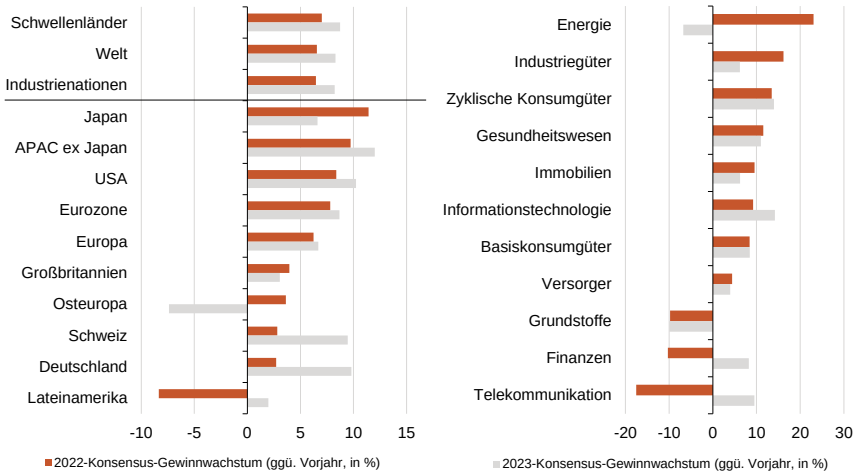
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Der Energie-, Immobilien- und Grundstoff-Sektor sahen in den letzten vier Wochen die größte positive Gewinnrevision. Zumindest Energie spiegelte das in Form von starker Performance wieder. Versorger bilden das Schlusslicht.
- Regional sah Lateinamerika und Großbritannien deutlich positive Gewinnrevisionen, während das krisengeprägte Osteuropa leicht sinkende Gewinnprog-

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: 11.02.2022

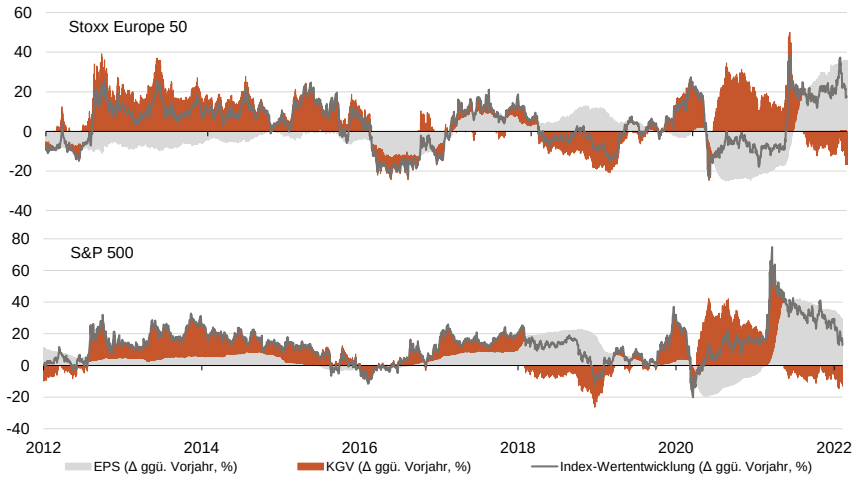
Gewinnwachstum



- Japan und Asien ex Japan sehen 2022 mit über 10% das größte Gewinnwachstum laut Analysten. Aber auch die USA und Europa dürften deutlich steigende Gewinne verzeichnen.
- Bei den europäischen Sektoren dürfte der Energie- und der Industriegüter-Sektor den höchsten Gewinnzuwachs sehen. Der Telekommunikationssektor dürfte mit Gewinngegenwind kämpfen.

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: 11.02.2022

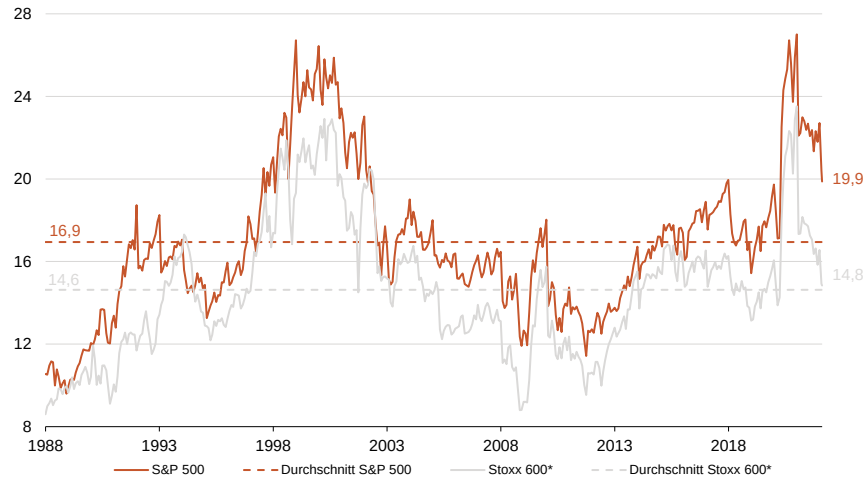
Kontributionsanalyse



- Die Indexentwicklung im Jahresvergleich ist sowohl für den S&P 500 als auch für den STOXX 600 weiterhin rückläufig. Während beim STOXX 600 vor allem fallende Bewertungskennzahlen verantwortlich waren, wird der Rückgang beim S&P 500 auch durch nicht mehr so stark steigende Gewinne verursacht, auch wenn die Q4-Berichtssaison bis dato solide verläuft.

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 - 11.02.2022

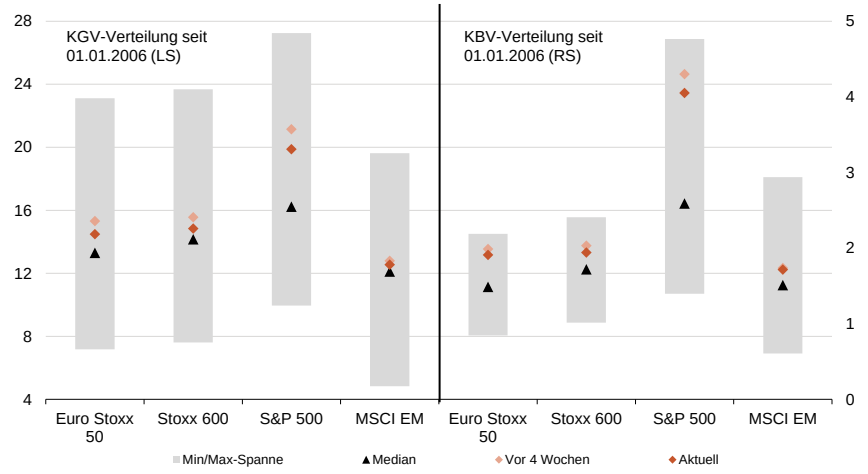
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Bewertungsanpassung hat sich in den letzten zwei Wochen fortgesetzt. Europäische Aktien handeln mit einem KGV von rund 14,8 nahe des historischen Durchschnitts, während US-Aktien mit einem KGV von rund 20 deutlich oberhalb des historischen Durchschnitts notieren.

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 - 11.02.2022

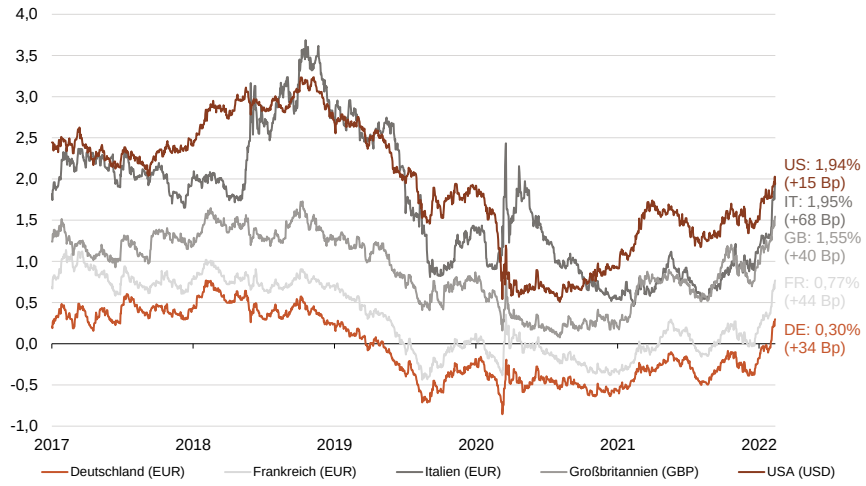
Historische Verteilung: Kurs-Gewinn- & Kurs-Buchwert-Verhältnis



- Alle gezeigten Aktienindizes sind auf historischer Basis nicht günstig, auch wenn sie über die letzten vier Wochen günstiger geworden sind. Das Risiko einer weiteren Bewertungsanpassung bleibt somit bestehen.
- Bei Schwellenländer ist das Risiko jedoch weniger stark ausgeprägt, da der MSCI EM nahe der historischen Bewertungslevel handelt.

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 - 11.02.2022

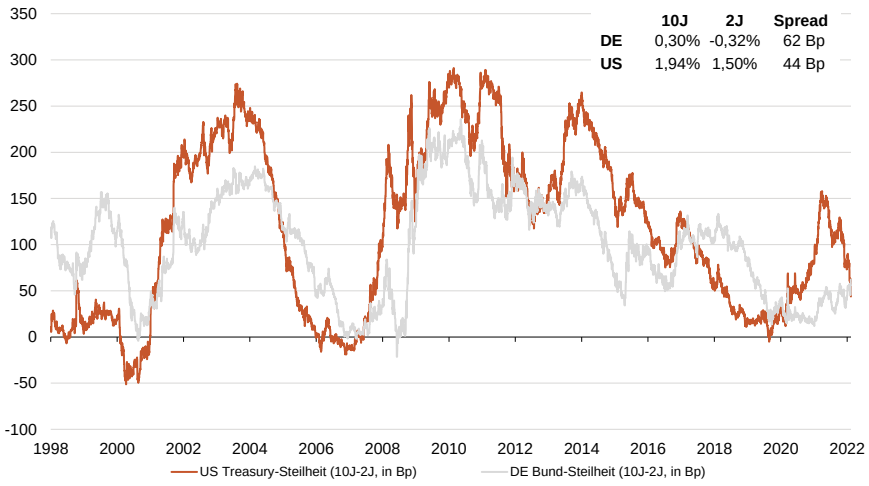
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Restriktivere Aussagen der US-Notenbank und überraschend steigende Inflationsdaten trieben den anhaltenden Ausverkauf an den globalen Anleihemärkten weiter an. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe stieg temporär über 2% und somit auf den höchsten Stand seit Juli 2019.
- Auch bei der EZB preisen die Märkte mittlerweile eine restriktivere Zinspolitik. Die Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen erreichten mit 0,3% den höchsten Stand seit Dezember 2018.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 11.02.2022

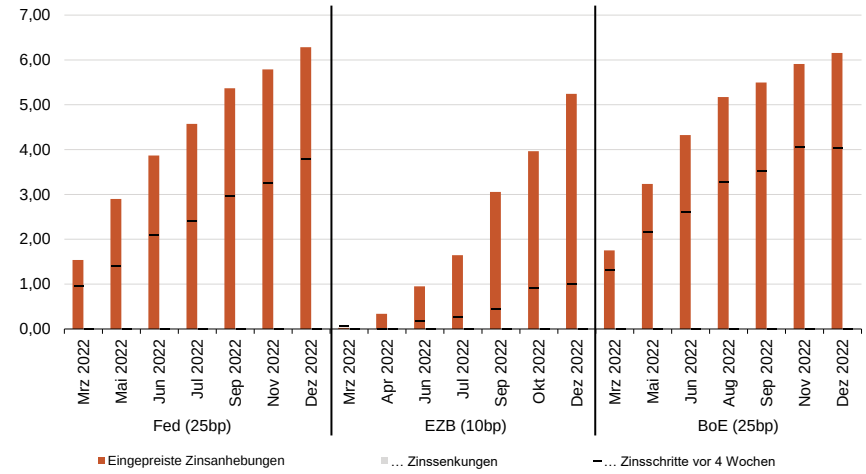
Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Global restriktivere Zentralbanken aufgrund hoher Inflation schüren Rezessionsängste, da sich die Finanzierungskonditionen verschlechtern dürften. Dies kann man an der Steilheit der US-Renditekurve erkennen, welche sich in den letzten zwei Wochen weiter verflacht hat. Kurzfristige Zinsen sind somit stärker als langfristige Zinsen gestiegen.

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 - 11.02.2022

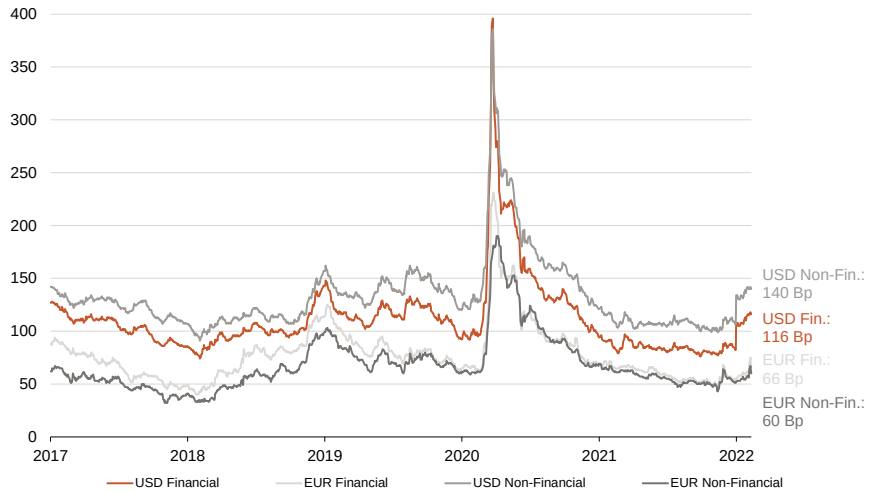
Implizite Leitzinsveränderungen



- Die Märkte erwarten für die USA nun sechs Zinserhöhungen zu je 25 Basispunkten (Bp).
- Die größte Bewegung in den letzten vier Wochen gab es jedoch bei der EZB. Der Markt erwartet nun fünf Zinserhöhung je 10Bp bis Dezember 2022, nachdem EZB-Präsidentin Lagarde einen härteren Ton in Bezug auf Inflationsrisiken anschlug und Zinserhöhungen in 2022 nicht mehr kategorisch ausschloss.

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: 14.01.2022 - 11.02.2022

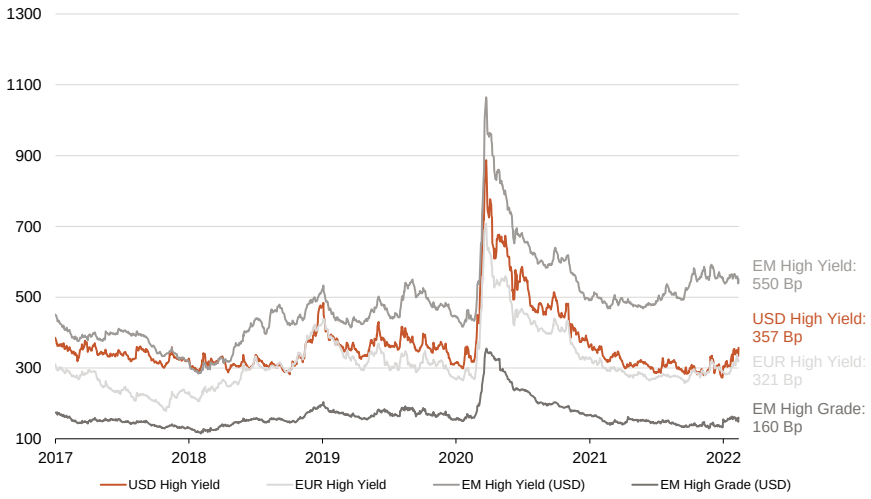
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen erfuhren einen Aufwärtstrieb, da eine signifikante Straffung der Zinspolitik seitens der Zentralbanken Risiken für die Wirtschaft birgt. Eine Wachstumsverlangsamung würde der Zahlungsfähigkeit der Unternehmen schaden. Kreditrisiken werden somit nun wieder attraktiver entlohnt.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 11.02.2022

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Bei Hochzinsanleihen sieht das Bild gemischt aus. Während die Risikoaufschläge bei EUR-Anleihen in den letzten zwei Wochen um knapp 10Bp gestiegen sind, sind die Risikoaufschläge bei USD-Anleihen nur marginal gestiegen.
- Die Risikoaufschläge bei EM-Hochzinsanleihen sind dank höherer Rohstoffpreise und konjunkturelle Stabilisierungsmaßnahmen in China hingegen leicht gesunken.

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 - 11.02.2022

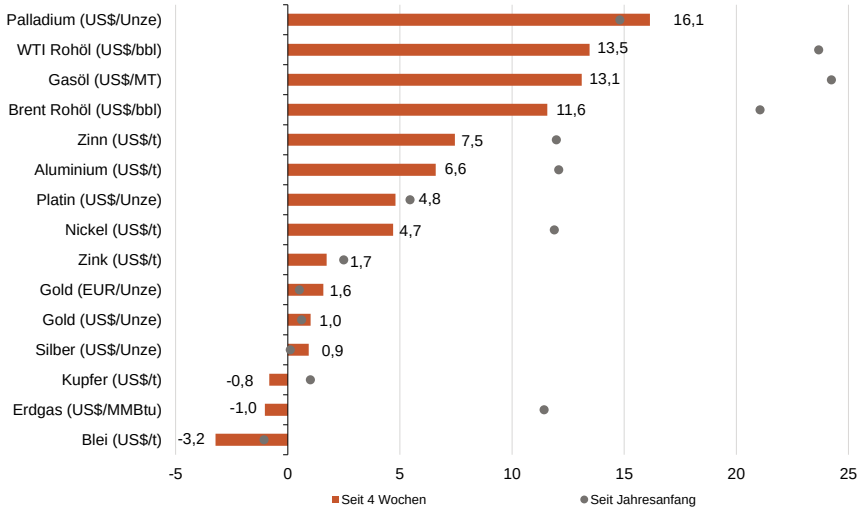
Anleihesegmente in der Übersicht

	Kennzahlen		Asset Swap Spread (Bp)			Total Return (%, lokal)						
	Rendite (in %)	Modified Duration	Spread	Δ-1M	Z-Score (10J)	1M	YTD	01/2021 01/2022	01/2020 01/2021	01/2019 01/2020	01/2018 01/2019	01/2017 01/2018
EUR Government	0,62	8,2	-	-	-	-3,1	-3,9	-6,5	2,1	8,4	2,1	1,7
Germany	0,03	8,1	-	-	-	-2,3	-3,2	-4,7	0,4	3,6	4,8	-2,1
EUR Corporate	1,22	5,2	59	4	-0,8	-2,9	-3,4	-4,4	1,6	5,8	0,9	2,0
Financial	1,24	4,3	65	7	-0,8	-2,6	-3,1	-3,7	1,4	5,3	0,6	2,6
Non-Financial	1,21	5,6	57	4	-0,8	-3,1	-3,6	-4,7	1,7	6,0	1,1	1,6
EUR High Yield	4,06	3,9	321	39	-0,4	-3,2	-3,2	-1,3	3,3	9,6	-0,9	5,2
US Treasury	1,85	7,0	-	-	-	-1,8	-3,3	-4,1	4,3	8,9	3,3	-0,1
USD Corporate	3,06	7,9	135	11	-0,1	-3,1	-4,7	-4,4	5,9	14,2	2,3	3,4
Financial	2,84	6,0	119	13	-0,3	-2,5	-3,8	-4,1	6,3	12,1	2,7	3,1
Non-Financial	3,16	8,8	143	12	0,0	-3,4	-5,1	-4,6	5,7	15,1	2,2	3,6
USD High Yield	5,81	5,0	357	44	-0,6	-3,1	-4,0	-0,2	6,6	10,0	3,9	4,2
EM High Grade	3,24	6,0	160	8	-0,7	-2,4	-3,4	-3,5	3,8	11,5	2,7	3,1
EM High Yield	8,12	4,3	550	2	0,0	-1,5	-3,1	-7,5	7,2	11,2	2,5	4,9

- Anleihen tun sich im steigenden Zinsumfeld weiterhin schwer. In den letzten vier Wochen hat jedes Segment über 1% verloren.
- Der größte Verlust in Europa verzeichneten EUR-Hochzinsanleihen mit -3,2%. Gründe waren ein deutlich steigendes Zins- und Spread-Niveau. EUR-Hochzinsanleihen bieten nun eine Verzinsung von über 4%.

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: 11.02.2017 - 11.02.2022

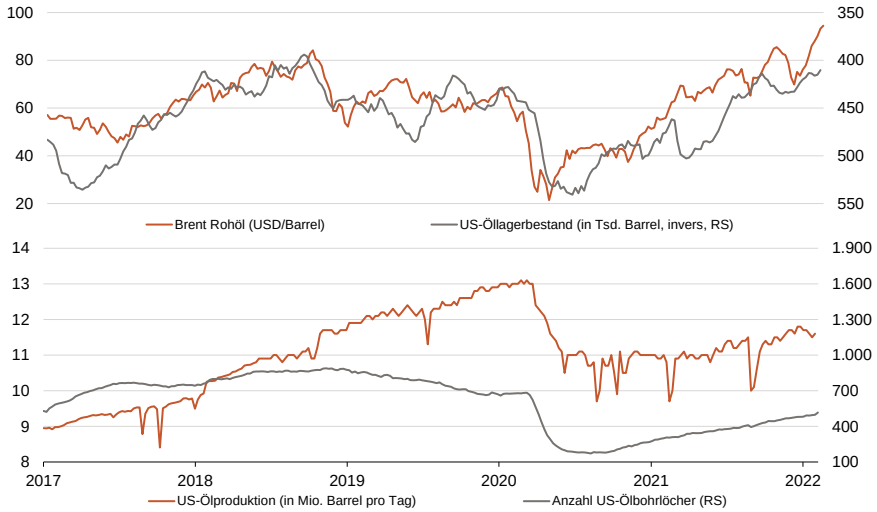
Performance Rohstoffe



- Rohstoffe konnten über die letzten Wochen angesichts der Angebotssorgen als Folge des Russland-Ukraine Konflikts deutlich dazugewinnen. Palladium, für welches Russland mit 37% einer der Hauptexporteure für die Autoindustrie ist, gewann am stärksten hinzu.
- Neben Gasöl und Rohöl, erfuhren auch die Industriemetalle durch die niedrigen Lagerbestände und Hoffnung auf weitere chinesische Infrastrukturanreize Aufwärtsdruck.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 11.02.2022

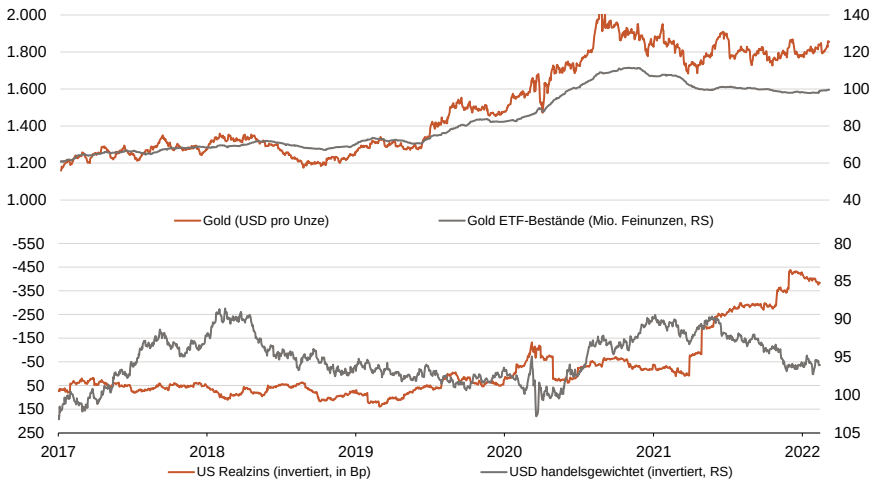
Rohöl



- Rohöl konnte über die letzten vier Wochen fast 14% zulegen. Ein signifikanter Nachfrageeinbruch durch Covid-Neuinfektionen blieb aus, stattdessen führten geopolitische Sorgen durch den Russland-Ukraine Konflikt zu Angebotssorgen. Russland ist der zweitgrößte Ölproduzent der Welt und insbesondere das von Russland energieabhängige Europa wäre von einer Ausweitung des Konfliktes betroffen. Angebotsengpässe wurden zusätzlich durch niedrige Lagerbestände verstärkt.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 11.02.2022

Gold



- Gold blieb trotz des Realzinsanstieges stabil und schwankte weiter um die 1,800-Marke. Das Edelmetall war im Zuge der geopolitischen Spannungen als sicherer Hafen wieder gefragt. Dann geriet das zinssensitive Gold durch restriktivere Fed-Aussagen aus der Januarsitzung unter Druck und erfuhr einen Abverkauf, konnte sich jedoch zuletzt wieder stabilisieren.

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: 01.01.2017 - 11.02.2022

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 | 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 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 ein Online-Glossar zur Verfügung.
Datum: 14. Februar 2022

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