

### Aktueller Marktkommentar

Nun hat es auch die USA erwischt: Die Konjunkturdaten letzte Woche haben deutlich enttäuscht. Der ISM-Index der Industrie ist im September auf ein 10-Jahrestief gefallen. Noch schlimmer wiegt aber, dass auch der Einkaufsmanagerindex für den Service-Sektor merklich gefallen ist – bisher eine Stütze der US-Konjunktur. Dies hat Rezessionsängste neu entfacht und den Spekulationen um weitere US-Zinssenkungen Auftrieb gegeben. Infolgedessen sind die Aktienmärkte teils deutlich gefallen – der DAX verlor letzte Woche zeitweise mehr als 600 Punkte –, während fallende Renditen zu steigenden Anleihekursen führten. Dass der Abverkauf nicht noch stärker ausgefallen ist, liegt vor allem an der Positionierung. Viele Investoren sind schon vorsichtig positioniert, wie auch an den hohen Put-Call-Ratios abzulesen ist. Wir rechnen weiterhin mit einer volatilen Seitwärtsbewegung an den Märkten. Neue Impulse dürften die Handelsgespräche, die Brexit-Verhandlungen und die Q3-Berichtssaison geben.

### Kurzfristiger Ausblick

Ab dem 10. Oktober werden die Handelsgespräche zwischen den USA und China fortgesetzt, Gespräche zwischen den USA und Europa dürften folgen und die Brexit-Verhandlungen nähern sich mal wieder einer Deadline.

Am morgigen Dienstag gibt der Caixin PMI-Index für Dienstleistungen Aufschluss über die Konjunktorentwicklung in China. Von der Rede des Fed-Gouverneur Powell am Dienstag und dem Protokoll der letzten Fed-Sitzung am Mittwoch dürften sich Marktteilnehmer Signale für weitere US-Zinssenkungen erhoffen. Am Donnerstag sind die August-Industrieproduktion in Frankreich, Italien und Großbritannien sowie die US-Inflationsdaten und die US-Erstanträge für Arbeitslosenunterstützung im Fokus. Am Freitag dürfte das US-Verbrauchervertrauen im Mittelpunkt stehen. In den kommenden Wochen nimmt auch die Unternehmensberichts-saison für das dritte Quartal Fahrt auf. Die Gewinnrevisionen sind weiter negativ – mit einer deutlichen Aufhellung der Unternehmen-Ausblicke ist nicht zu rechnen.

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

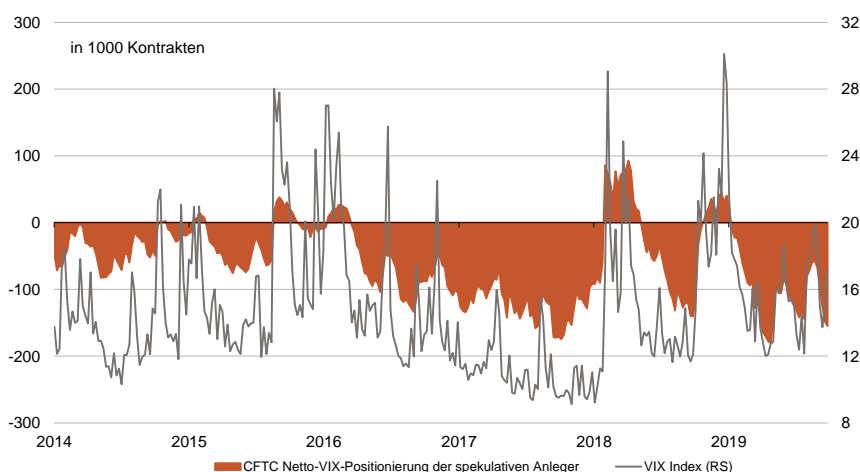
- Performance
- Positionierung
- Sentiment
- Überraschungsindikatoren
- Konjunktur
- Währungen
- Aktien
- Staatsanleihen & Zentralbanken
- Unternehmensanleihen
- Rohstoffe

*Der US-chinesische Handelskrieg bleibt im Fokus.*

*Brexit-Verhandlungen nähern sich mal wieder einer Deadline.*

*Geldpolitische Signale der Fed, das US-Verbrauchervertrauen und die Q3-Berichtssaison dürften im Fokus stehen.*

### VIX-Short-Positionen wieder ausgeprägt - ein Warnsignal?



- Die spekulativen Anleger haben über die letzten Wochen ihre Wetten auf eine niedrige US-Aktienmarktvolatilität ausgedehnt, getrieben auch durch die weltweit expansivere Zentralbankpolitik.
- In den letzten Jahren war eine deutliche Short-Positionierung in VIX-Futures häufig ein Warnsignal für die Aktienmärkte. Steigt nämlich die Volatilität überraschend an, müssen viele Spekulanten diese Short-Positionen glatt stellen und verstärken damit die Volatilitätsspitzen.

Wöchentliche Daten, Erläuterungen siehe Seite 3.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 01.10.2019



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (06.09.19 - 04.10.19)	YTD (31.12.18 - 04.10.19)	04.10.18	04.10.17	04.10.16	04.10.15	03.10.14
			04.10.19	04.10.18	04.10.17	04.10.16	04.10.15
Globale Unternehmensanleihen	0,6	14,3	15,5	0,0	-2,1	7,4	8,6
USD/EUR-Wechselkurs	0,5	4,4	4,9	2,1	-4,7	0,1	11,6
REITs	0,5	29,3	27,0	-0,7	-4,9	10,3	15,0
Globale Staatsanleihen	0,4	11,2	15,5	0,1	-8,0	9,9	7,8
Gold	0,3	22,5	31,5	-3,9	-4,2	11,5	6,7
Globale Wandelanleihen	0,1	15,0	8,5	5,8	9,3	7,6	9,7
Eonia	0,0		-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1
Aktien Emerging Markets	-0,3	9,9	6,0	-4,0	17,1	17,1	-8,1
Aktien Industrienationen	-0,5	21,2	6,3	12,2	13,5	9,6	8,8
Industriemetalle	-1,1	12,0	1,5	-0,8	22,0	3,7	-17,1
Aktien Frontier Markets	-1,7	14,5	11,0	-7,8	20,9	1,6	-15,2
Brent	-3,2	20,1	-22,9	65,3	-4,9	-12,3	-49,7

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

- Der Oktober war bisher kein guter Monat für risikobehaftete Anlageklassen. Schwache US-Konjunkturdaten haben die Rezessionsängste neu entfacht und den Spekulationen um weitere US-Zinssenkungen Auftrieb gegeben.
- Anleihen und REITs entwickelten sich in dem Umfeld am besten, während Brent-Öl, Industriemetalle und Aktien in den letzten vier Wochen nachgaben.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 03.10.2014 - 04.10.2019

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (06.09.19 - 04.10.19)	YTD (31.12.18 - 04.10.19)	04.10.18	04.10.17	04.10.16	04.10.15	03.10.14
			04.10.19	04.10.18	04.10.17	04.10.16	04.10.15
Topix	3,8	16,0	-0,1	10,7	11,4	10,8	17,1
Russell 2000	0,3	17,3	-3,2	13,1	17,3	13,5	13,8
S&P 500	-0,3	24,7	8,7	19,2	14,6	13,1	12,7
MSCI EM Asien	-0,4	9,9	4,7	-3,1	18,4	17,3	-1,3
Stoxx Europa Defensiv	-0,6	14,3	7,2	4,6	8,0	0,4	3,2
MSCI EM Osteuropa	-0,8	20,8	16,3	7,4	19,3	18,3	-17,0
Stoxx Europa Zyklisch	-1,1	12,3	-3,8	-2,2	26,1	0,3	2,4
MSCI Großbritannien	-1,3	10,5	-0,5	3,5	8,3	1,7	2,1
Euro Stoxx 50	-1,3	17,7	5,0	-3,6	21,7	1,0	1,1
Stoxx Europa 50	-1,4	17,3	6,4	-1,1	14,9	-0,1	2,6
Stoxx Europa Small 200	-1,4	15,2	0,5	1,4	20,2	4,1	13,9
DAX	-1,5	13,8	-1,9	-5,6	22,1	11,2	3,9

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; Topix: Topix TR (japanische Aktien); Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; Russell 2000: Russell 2000 TR (US Small Caps); Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclical TR; Stoxx Europa Defensiv: Stoxx Europe Defensives TR; DAX: DAX TR; MSCI Großbritannien: MSCI UK TR; MSCI EM Asien: MSCI EM Asia TR; MSCI EM Osteuropa: MSCI EM Eastern Europe TR.

- Nachdem japanische Aktien bis zum Sommer hinweg zu den größten Underperformern dieses Jahr gehörten, haben sie sich zuletzt stark überdurchschnittlich entwickelt. Über die letzten vier Wochen konnte Japan als einer der wenigen Aktienregionen sogar an Wert zulegen.
- Während in den USA zuletzt Small Caps outperformten, gehörten europäische Small Caps zu den relativen Verlierern.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 03.10.2014 - 04.10.2019

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (06.09.19 - 04.10.19)	YTD (31.12.18 - 04.10.19)	04.10.18	04.10.17	04.10.16	04.10.15	03.10.14
			04.10.19	04.10.18	04.10.17	04.10.16	04.10.15
Britische Staatsanleihen	1,9	13,5	15,1	0,1	-4,9	-5,2	15,6
EM-Staatsanleihen (lokal)	1,1	10,6	16,0	-3,2	-1,7	15,9	-4,7
US-Staatsanleihen	1,0	13,3	18,0	-0,3	-6,3	4,3	15,2
USD Unternehmensanleihen	0,8	18,3	19,8	0,1	-2,3	8,2	12,3
Italienische Staatsanleihen	0,3	14,0	18,9	-4,2	-3,3	4,9	6,1
USD Hochzinsanleihen	0,1	15,8	11,7	4,9	2,3	13,5	5,5
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,3	7,2	6,7	-0,3	-0,3	8,1	-0,7
EUR Finanzanleihen	-0,3	6,5	5,9	-0,4	2,0	5,6	0,4
Deutsche Staatsanleihen	-0,4	6,4	8,5	0,3	-3,5	5,5	4,0
EM-Staatsanleihen (hart)	-0,9	8,6	8,1	-5,7	1,9	13,1	0,3
EUR Hochzinsanleihen	-0,9	7,1	3,3	0,4	6,2	7,0	-0,4
EUR Inflationsind. Anleihen	-0,9	7,8	7,7	0,6	-1,3	4,8	0,6

Deutsche Staatsanleihen: Barclays Germany Govt All Bonds TR; Italienische Staatsanleihen: Barclays Italy Govt All Bonds TR; US-Staatsanleihen: Barclays US Treasury TR; Britische Staatsanl.: Barcl. UK Govt All Bonds TR; EUR Inflationsind. Anl.: Barcl. Euro Govt Inflation-Linked Bond All Maturities TR; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: IBOXX Euro Non-Fin. Overall TR; EUR Hochzinsanleihen: Markt iBoxx EUR Liquid HY TR; USD Unternehmensanl.: iBoxx USD Corporates TR; USD Hochzinsanl.: IBOXX USD Liquid HY TR; EM-Staatsanl. (hart): Barcl. EM Hard Currency Agg Govt Related TR; EM-Staatsanl. (lokal): Barcl. EM Local Currency Govt TR.

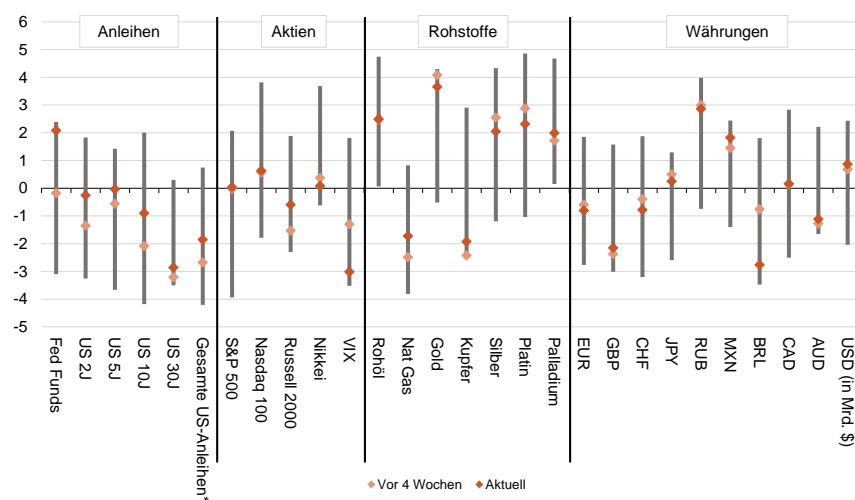
- Innerhalb der Anleihen entwickelten sich zuletzt sichere Häfen tendenziell am besten. Britische Staatsanleihen profitierten zudem von einer GBP-Aufwertung, nachdem zuletzt die Hoffnungen auf einen weichen Brexit leicht gestiegen sind.
- EUR-Hochzinsanleihen und EM-Staatsanleihen in harter Währung litten hingegen unter der gestiegenen Risikoaversion der Investoren.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 03.10.2014 - 04.10.2019



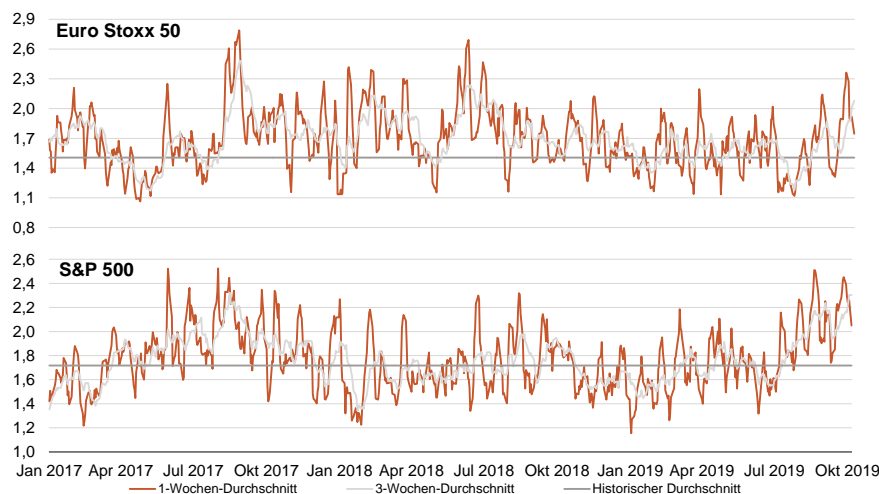
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Anleger haben zuletzt ihre Rohstoff-Positionen aufgestockt. Kupfer-Shorts wurden reduziert, während Long-Positionen in Gold, Silber und Platin erhöht wurden.
- VIX-Short-Positionen wurden stark ausgebaut.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. Dabei wird zwischen den Positionen von „Non-Commercial“ und „Commercial Traders“ unterschieden. „Non-Commercial Traders“ gehen rein spekulative Positionen ein. „Commercial Traders“ sichern zugrundeliegende Geschäfte durch Futures oder Optionen ab. Der Chart zeigt die historische, normalisierte Verteilung in Standardabweichungen und konzentriert sich auf die Netto-Future-Position (Long-Positionen minus Short-Positionen) von „Non-Commercial Traders“ und gibt so an, wie sich spekulative Anleger positioniert haben.  
 \*Gewichtet mit der Duration des jeweiligen Futures.  
 Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 01.10.2009 - 01.10.2018

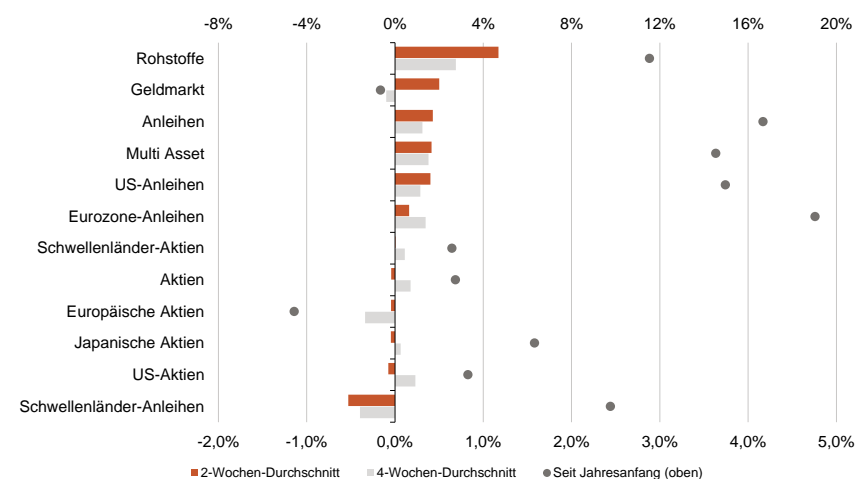
Put-Call-Ratio



- Der Abverkauf an den Märkten hat viele Investoren zumindest auf dem richtigen Fuß erwischt. Die Absicherungsquoten sind über die letzten vier Wochen sowohl für europäische als auch für US-Aktien deutlich nach oben geklettert.
- Das könnte auch eine Erklärung dafür sein, warum der Abverkauf bis dato begrenzter als in Q4 2018 ausgefallen ist und wahrscheinlich auch nicht so deutlich ausfallen wird wie im letzten Jahr.

Die Put-Call-Ratio gibt das Verhältnis von gehandelten Put-Optionen (Spekulation auf fallende Kurse) zu Call-Optionen (Spekulation auf steigende Kurse) über alle Laufzeiten an. Je höher (niedriger) das Ratio ist, desto vorsichtiger (optimistischer) sind die Marktteilnehmer. Die Daten sind für den S&P 500 seit 20.12.1993 und für den Euro Stoxx 50 seit 24.02.2006 verfügbar.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.12.1993 - 04.10.2019

ETF-Flüsse

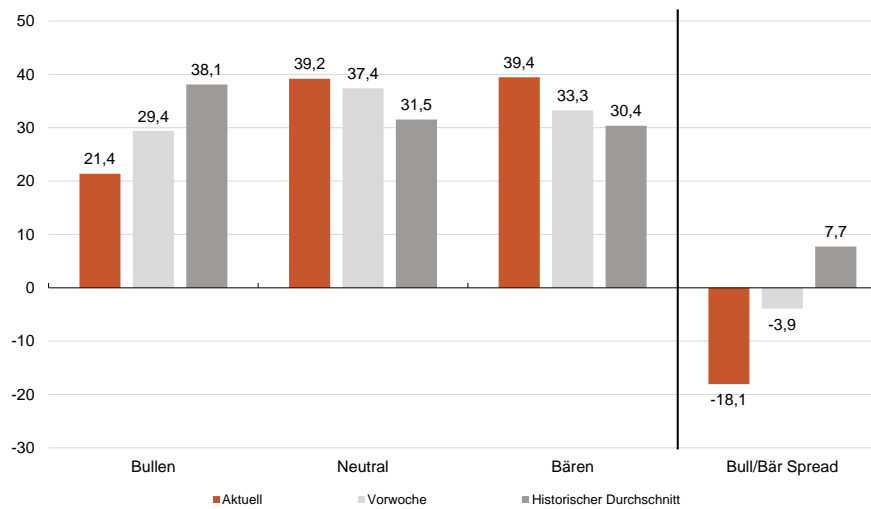


- Die größten ETF-Zuflüsse sehen Rohstoffe. Insbesondere Edelmetalle werden stark nachgefragt.
- Anleihe-ETFs werden ebenfalls weiterhin gekauft, vor allem mit Fokus USA und Eurozone.
- Eurozone-Anleihe-ETFs konnten das meiste Geld in Prozent des verwalteten Vermögens seit Jahresanfang einsammeln. Allerdings ist die Basis des verwalteten Vermögens auch noch gering. Absolut gesehen verzeichneten US-Anleihe-ETFs die größten Zuflüsse.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2018 - 04.10.2019



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

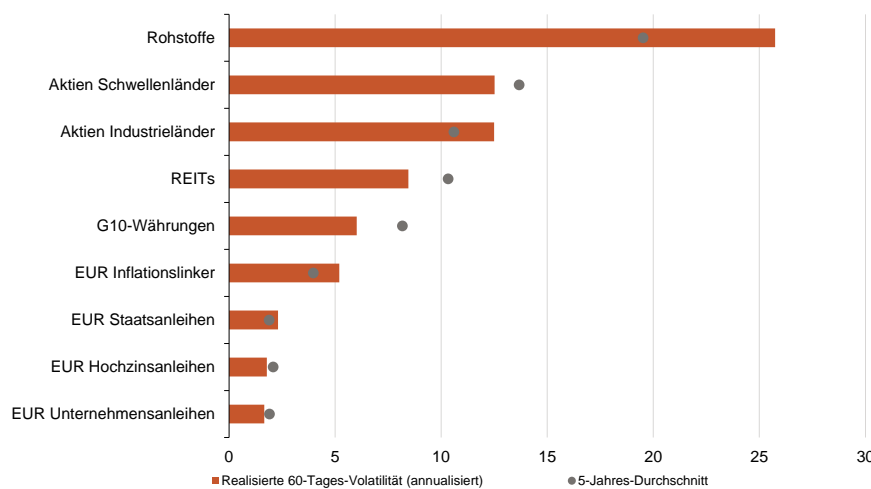


- Die US-Privatanleger sind zuletzt angesichts schlechterer Konjunkturdaten deutlich pessimistischer geworden.
- Nur noch 21% der Investoren sind optimistisch für die Marktentwicklung in den nächsten sechs Monaten, während der Anteil der Bären fast 40% beträgt.

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 - 3.10.2019

**Realisierte Volatilitäten**

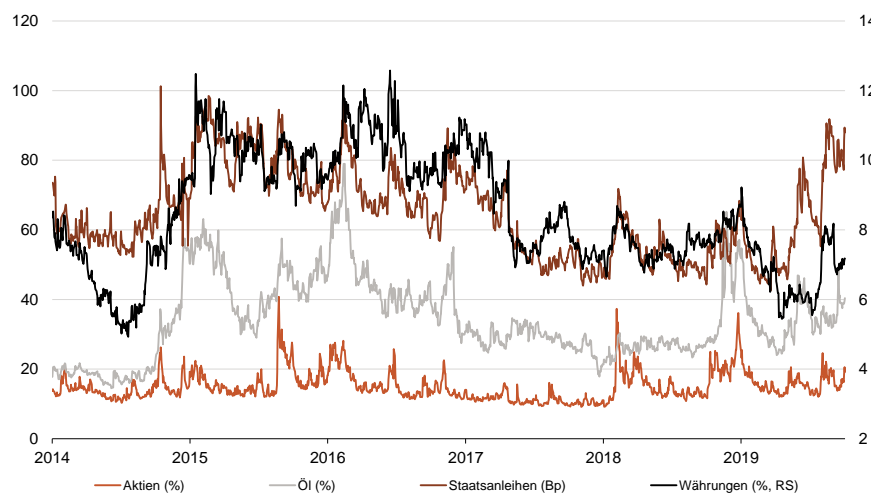


- Die realisierte 60-Tages-Volatilität ist zuletzt bei Rohstoffen und Aktien der Schwellenländer etwas gesunken, jedoch bleiben diese Anlageklassen am volatilsten.
- Aktien der Industrieländer zeigten sich zuletzt volatilster.
- Im Vergleich zum jeweiligen 5-Jahres-Durchschnitt ist die Volatilität derzeit bei Rohstoffen, Industrieländer-Aktien, EUR Inflationslinkern und EUR Staatsanleihen überdurchschnittlich hoch.

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: 04.10.2014 - 04.10.2019

**Implizite Volatilitäten**



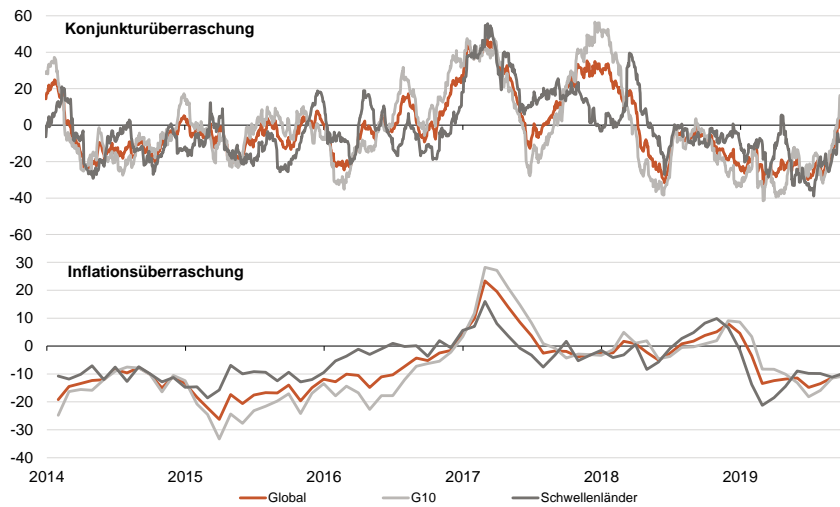
- Nach dem kurzzeitigen sprunghaften Ölpreisanstieg ist die implizite Volatilität zusammen mit dem Preis zurückgekommen.
- Nach einem Rückgang ist die Volatilität für Staatsanleihen und Währungen zuletzt wieder etwas gestiegen. Auch die Aktien-Volatilität hat angezogen.

Der Preis von Optionen hängt von der Schwankungsbreite, d.h. der Volatilität des Basisinstruments ab. Die implizite Volatilität lässt sich entsprechend als Maß für die aktuell am Markt erwartete Schwankungsbreite des Basiswertes über die Restlaufzeit der Option interpretieren. Sie ist ein Maß für die vorherrschende Unsicherheit an den Finanzmärkten. Aktien = VIX Index, Öl = OVX Index, Staatsanleihen = MOVE Index, Währungen = CVIX Index

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.10.2019



## Global

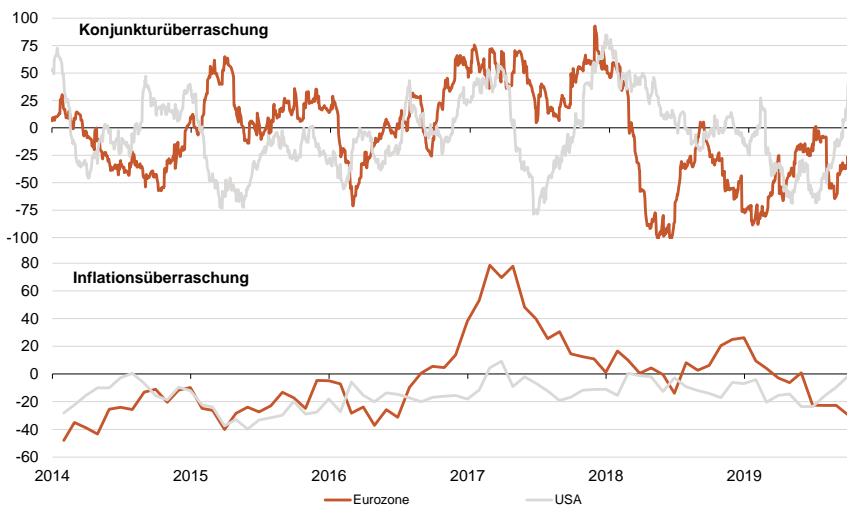


- Die globalen und G10 Konjunkturüberraschungen sind zuletzt wieder in den negativen Bereich zurückgefallen. Insbesondere der enttäuschende US Manufacturing PMI hat dazu beigetragen. Bei den Schwellenländern stagnierte der Index leicht im negativen Bereich.
- Die Inflationsüberraschungen stagnieren im negativen Bereich. Jüngste Inflationsdaten für September fielen verbreitet schwächer aus als im Vormonat.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.10.2019

## Eurozone & USA

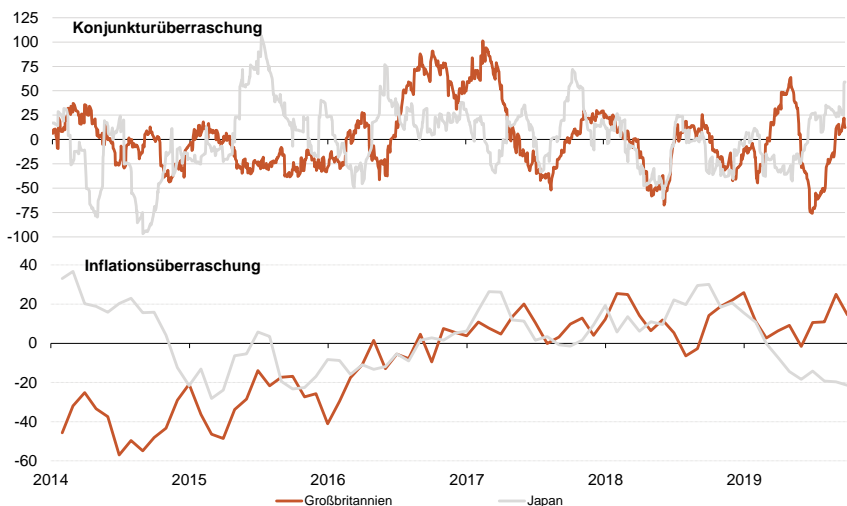


- Für die Eurozone sind die Konjunkturüberraschungen noch tiefer in negatives Terrain abgesackt. Die schlechten Einkaufsmanagerindizes waren die Hauptursache. Für die Industrie verharren sie im Rezessionsbereich und für Deutschland fiel der Index auf den tiefsten Stand seit der Finanzkrise 2009.
- Auch in den USA haben die Konjunkturüberraschungen sich verschlechtert. Treiber war u.a. der niedrigste US Manufacturing PMI seit 10 Jahren.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.10.2019

## Großbritannien & Japan



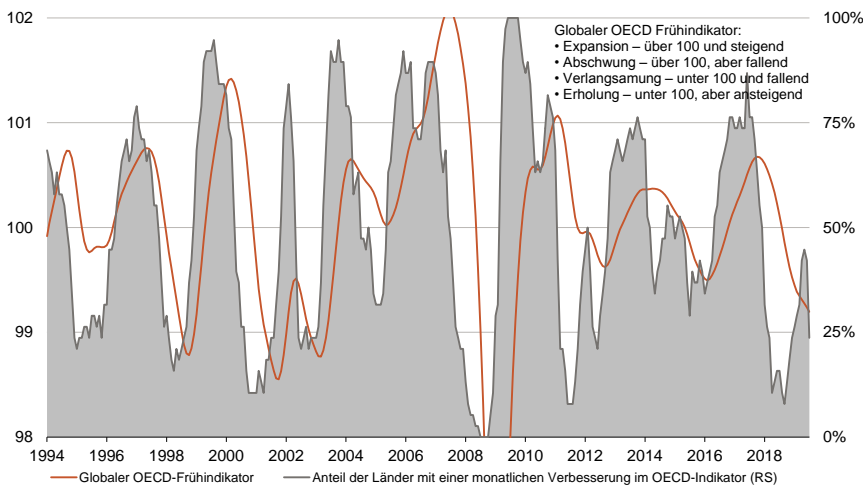
- Die Konjunkturüberraschungen Großbritanniens haben sich trotz schlechter als erwarteter Einkaufsmanagerindizes für den Bau- und Dienstleistungsbereich im positiven Terrain gehalten.
- In Japan überraschten die Einzelhandelsumsätze und der Tankan Index positiv.

Die Citigroup Economic Surprise Indices 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: 01.01.2014 - 04.10.2019



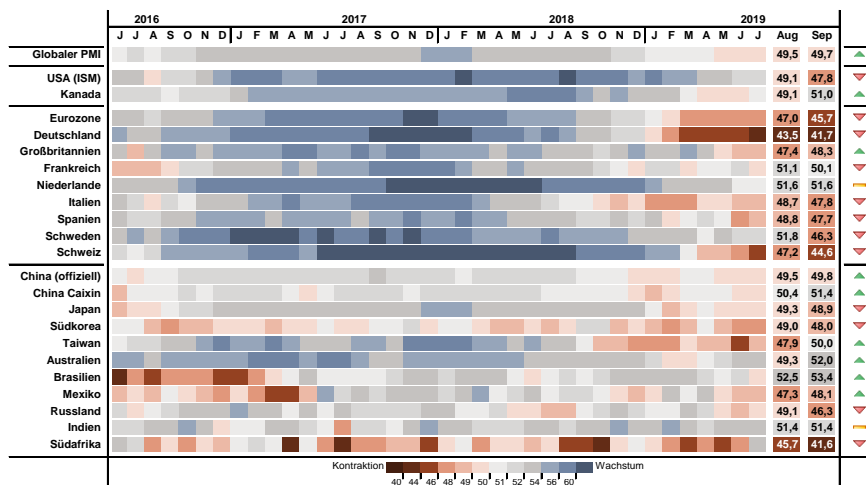
## OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator ist weiterhin auf dem tiefsten Stand seit der Finanzkrise und deutet vorerst eine globale Konjunkturverlangsamung an.
- Nur 25% der erfassten Länder verzeichneten im Juli noch eine Verbesserung des Frühindikators. Der Anteil hat sich somit gegenüber dem Vormonat weiter verschlechtert.

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 - 31.07.2019

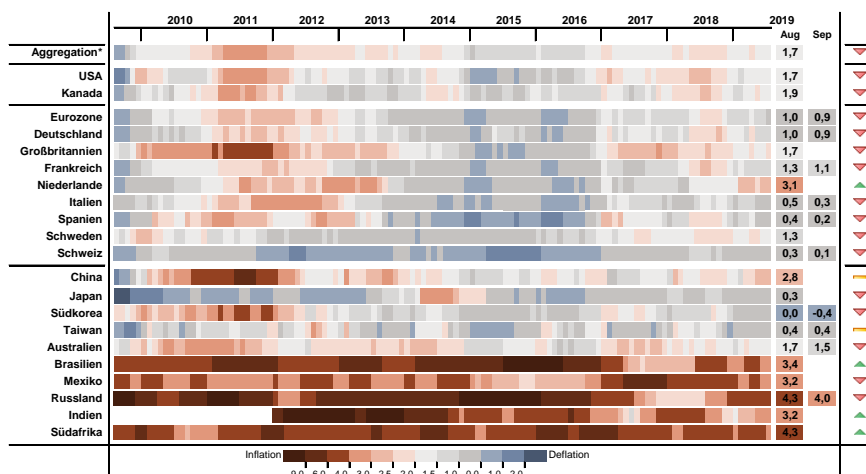
## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Der globale PMI der Industrie notiert weiterhin unter 50 und somit unter der Expansionsschwelle.
- In den USA ist der Manufacturing PMI mit einem Wert von 47,8 auf den tiefsten Stand seit 2009 gefallen. Auch in Deutschland ist der Index so tief wie seit der Finanzkrise nicht mehr.

Der PMI ist ein Gesamtindex, der einen allgemeinen Überblick über die konjunkturelle Lage in der Industrie ermöglicht. Der PMI leitet sich aus insgesamt elf Teilindizes ab, die die jeweilige Veränderung zum Vormonat wiedergeben. Ein Wert von 50 wird als neutral, ein Wert von über 50 Punkten als ein Indikator für eine steigende und ein Wert von unter 50 Punkten für eine rückläufige Aktivität in der Industrie im Vergleich zum Vormonat angesehen. Der Index hat im Durchschnitt einen Vorlauf vor der tatsächlichen Industrieproduktion von drei bis sechs Monaten. Basis des PMI ist die Befragung einer relevanten Auswahl von Einkaufsmanagern nach der Entwicklung von Kenngrößen wie Auftragseingängen.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 30.09.2015 - 04.10.2019

## Gesamtinflation

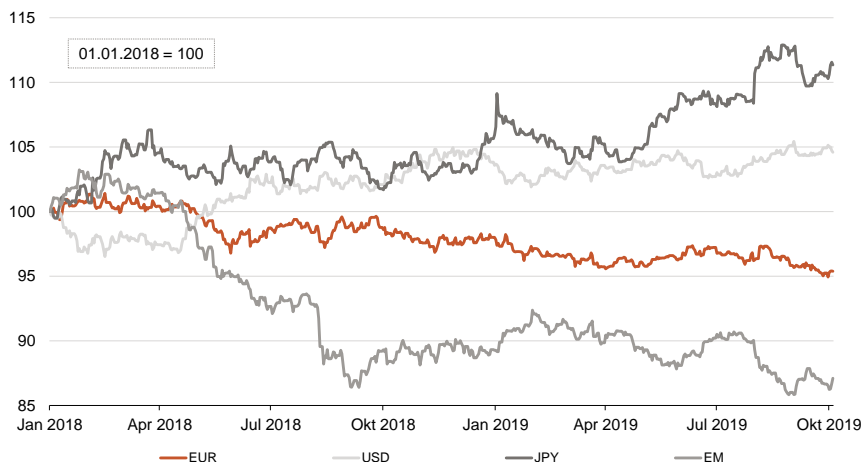


- Die ersten Inflationsdaten für September sind weltweit rückläufig.
- In der Eurozone und in Deutschland ist die Inflationsrate auf 0,9% gefallen. Dies ist neben der schwachen Konjunktur ein Grund, warum die EZB mit einem Maßnahmenbündel eine noch expansivere Geldpolitik verfolgt.

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: 31.10.2008 - 04.10.2019



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

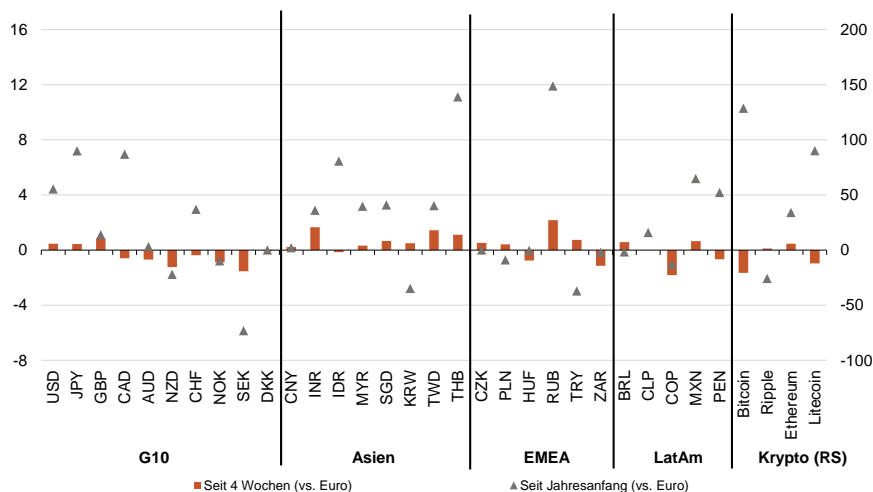


- In den letzten Wochen gab der handelsgewichtete Euro weiter nach. Sowohl die expansive Geldpolitik der EZB als auch die schwachen Konjunkturdaten belasteten den Euro.
- Der US-Dollar gewann auf handelsgewichteter Basis weiter hinzu. Angesichts der Überlegungen US-Kapitalflüsse nach China zu begrenzen kamen Sorgen hinsichtlich einer Eskalation des Handelskriegs auf, die den Dollar unterstützten.
- Schwellenländerwährungen litten unter der globalen Wachstumsabschwächung.

Ein handelsgewichteter Index wird verwendet, um den effektiven Wert eines Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb zu messen. Die Bedeutung anderer Währungen hängt vom Anteil des Handels mit dem Land bzw. der Währungszone ab.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 04.10.2019

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

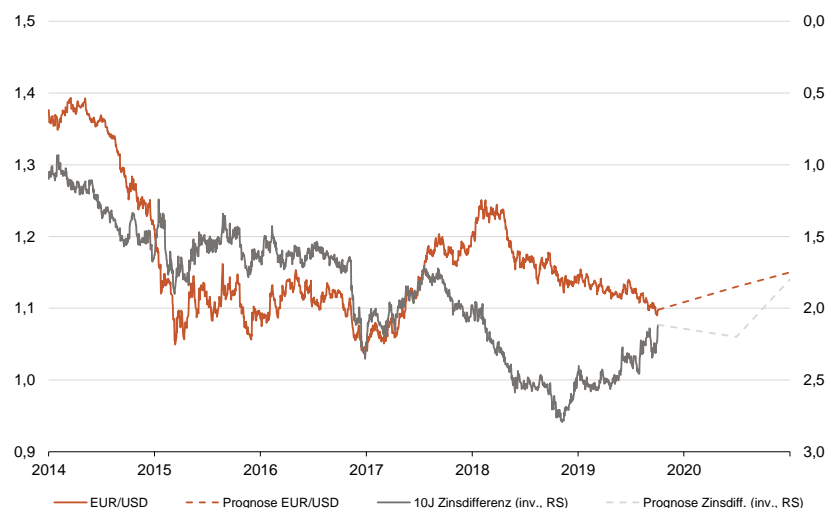


- Auf Monatssicht konnte das britische Pfund zum Euro hinzugewinnen, da das britische Parlament nicht in Zwangsurlaub geschickt werden durfte und ein harter Brexit somit unwahrscheinlicher wurde.
- Asiatische Währungen konnten gegenüber dem Euro ebenfalls hinzugewinnen.
- Kryptowährungen kamen unter Druck, als insbesondere beim Bitcoin charttechnische Unterstützungsmarken nach unten durchbrochen wurden.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 04.10.2019

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs fiel letzte Woche zeitweise unter 1,09, notiert inzwischen jedoch wieder bei rund 1,10.
- Der Dollar profitiert weiter von der politischen und wirtschaftlichen Unsicherheit und bleibt als sicherer Hafen gesucht.
- Unsere Ökonomen sehen den EUR/USD-Wechselkurs im Laufe des nächsten Jahres etwas höher, wenn der Euro von einer Konjunkturerholung profitieren sollte.

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: 01.01.2014 - 30.06.2020



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (06.09.19 - 04.10.19)	YTD (31.12.18 - 04.10.19)	04.10.18	04.10.17	04.10.16	04.10.15	03.10.14
			04.10.19	04.10.18	04.10.17	04.10.16	04.10.15
Versorger	1,7	23,1	25,7	-0,4	6,9	1,9	-4,1
Energie	0,9	3,7	-12,8	25,9	13,8	14,9	-18,9
Telekommunikation	0,8	4,2	8,1	-12,0	0,4	-5,5	12,1
Finanzen	0,3	7,9	-6,4	-7,3	32,4	-12,6	3,8
Value	-0,2	8,6	-2,8	-1,1	19,4	0,2	-2,0
Gesundheit	-2,1	19,5	12,2	0,0	8,2	-4,1	8,4
Grundstoffe	-2,2	11,6	-4,6	4,8	23,9	21,0	-9,1
Informationstechnologie	-2,9	23,0	3,4	11,2	17,7	20,5	8,5
Industrie	-2,9	19,6	4,0	-1,0	20,7	13,6	6,3
Growth	-3,1	21,9	9,0	1,1	12,2	5,2	12,3
Basiskonsumgüter	-3,8	23,7	16,7	-2,7	2,4	12,7	18,6
Zyklische Konsumgüter	-4,4	18,0	2,5	-1,7	17,3	0,1	17,0

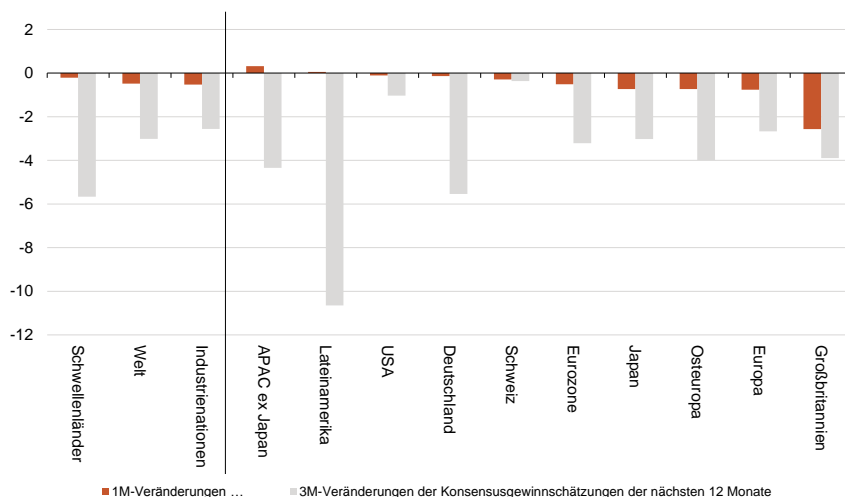
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Die Konjunkturerholung lässt weiter auf sich warten. Entsprechend haben zyklische Konsumgüter zuletzt unterdurchschnittlich abgeschnitten und verloren über die letzten vier Wochen mehr als 4 Prozent.
- Die europäischen Sektoren Versorger und Energie gehörten zu den relativen Gewinnern.

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: 03.10.2014 - 04.10.2019

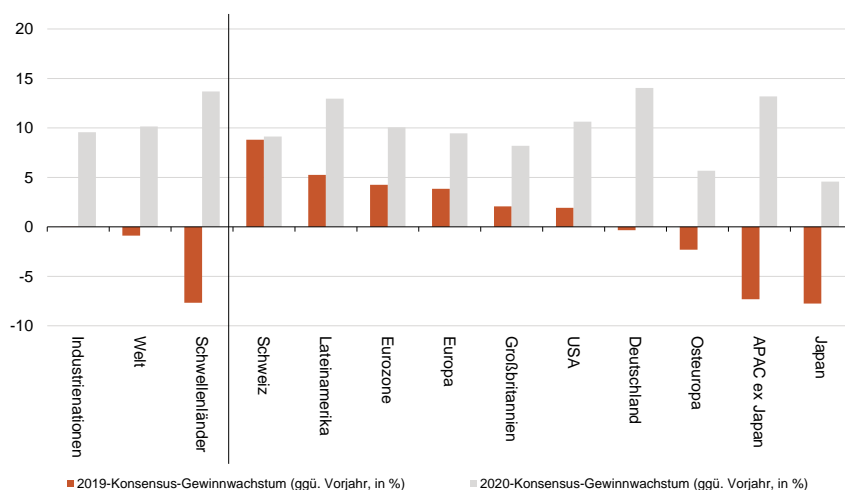
## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Die Gewinnschätzungen werden weiterhin mehrheitlich nach unten revidiert. Zuletzt gab es vor allem negative Gewinnrevisions für Lateinamerika und Großbritannien.
- Die Gewinnschätzungen für Asien Pazifik ex Japan haben sich hingegen jüngst stabilisiert.
- Wir rechnen mit weiteren negativen Gewinnrevisions für die Industrienationen und Schwellenländer, da insbesondere die Schätzungen für 2020 viel zu optimistisch erscheinen.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate, in Prozent. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan  
Quelle: FactSet, Stand: 04.10.2019

## Gewinnwachstum



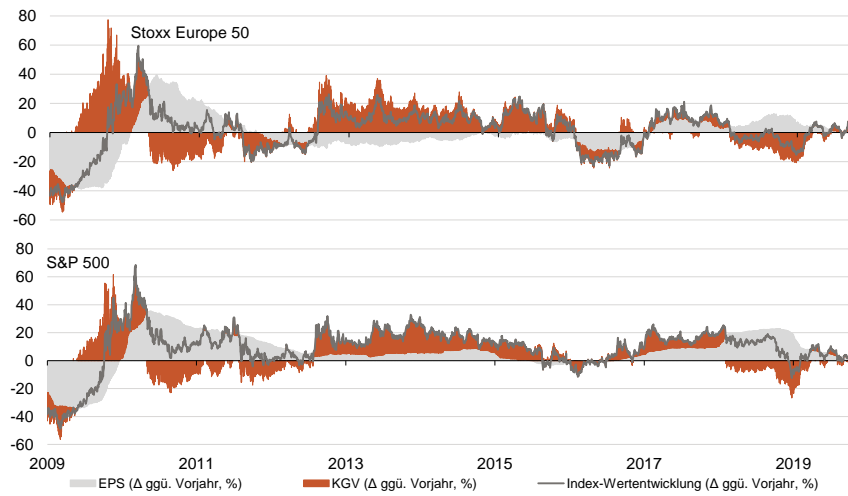
- Für die Industrienationen und die Schwellenländer erwartet der Konsensus für 2019 nun kein Gewinnwachstum mehr. Für Deutschland wird neben Osteuropa, Asien Pazifik und Japan eine Gewinnrezession prognostiziert.
- Für 2020 sind die Konsensus-Gewinnerwartungen für viele Regionen im zweistelligen Bereich. In den nächsten Wochen dürften die Erwartungen deutlich nach unten revidiert werden.

Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan  
Quelle: FactSet, Stand: 04.10.2019





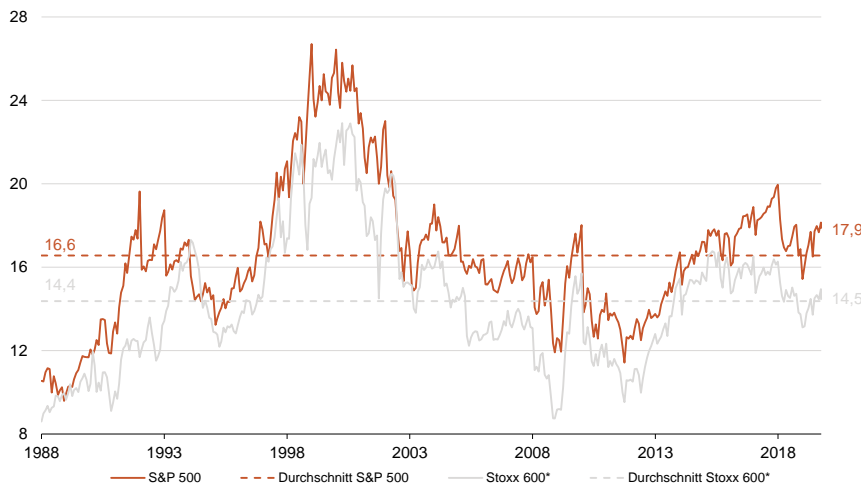
## Kontributionsanalyse



- Im Vergleich zu zwölf Monaten tendieren sowohl die europäischen als auch die US-Aktien nahezu unverändert.
- Ein Grund dafür ist, dass die Unternehmensgewinne über die letzten zwölf Monate kaum/nicht gewachsen sind.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinn-schätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2009 - 04.10.2019

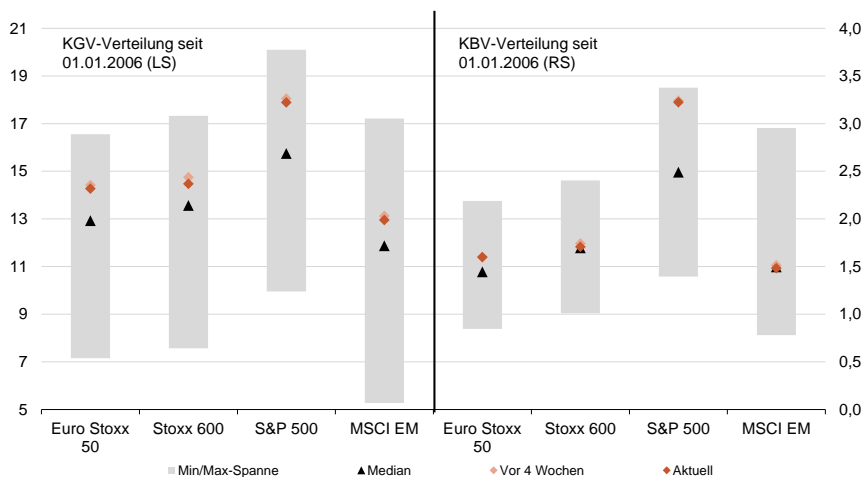
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Aktienmärkte sind über die letzten Monate gestiegen, ohne dass sich die Gewinn- oder Konjunkturaussichten verbessert haben. Infolgedessen ist die Bewertung merklich angestiegen.
- US-Aktien waren zeitweise so teuer bewertet wie im Januar 2018, ehe die Aktienmärkte letzte Woche korrigierten.

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie der jeweilige KGV-Durchschnitt seit 1988. \*Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.1987 - 04.10.2019

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

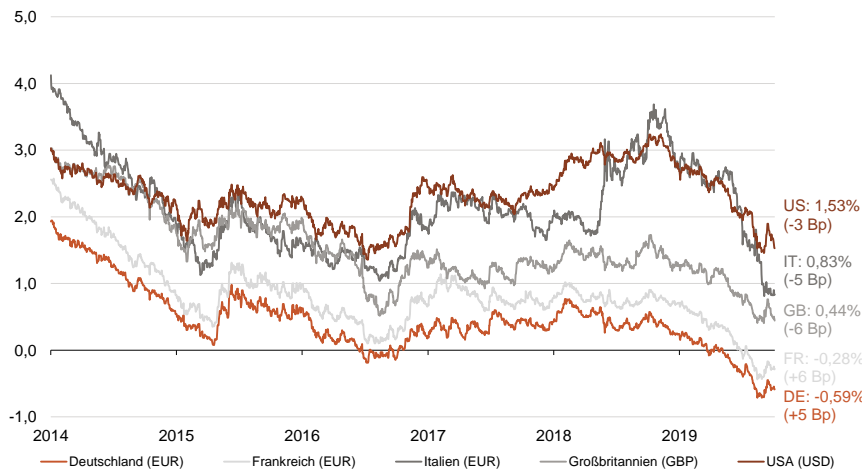


- US-Aktien sind mit Abstand am teuersten bewertet, insbesondere auf Kurs-Buchwert-Basis.
- Schwellenländer-Aktien sind hingegen fair zur eigenen Historie und günstig zu den anderen Aktienregionen bepreist.

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 - 04.10.2019



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

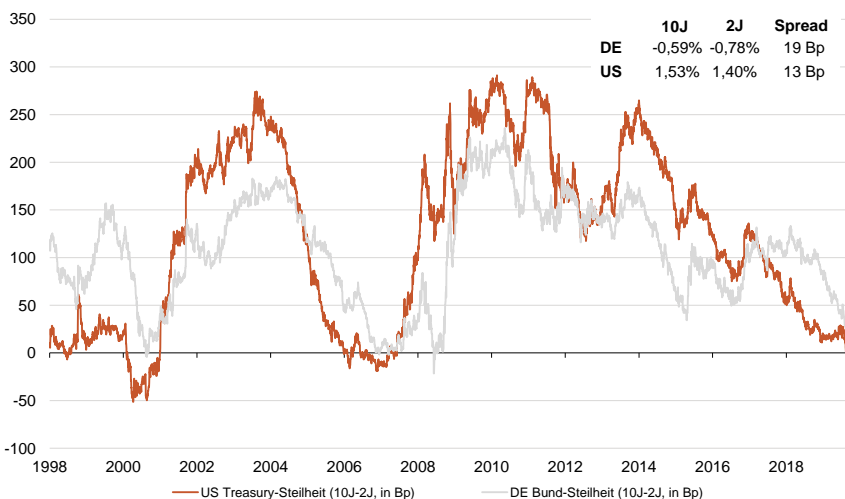


- Jüngst sind die Staatsanleiherenditen im Zuge des Abverkaufs an den Aktienmärkten gefallen. Insbesondere US-Staatsanleihen profitierten von der erhöhten Nachfrage nach sicheren Häfen. Die 10-jährige Rendite steht nun wieder bei 1,53%.
- Die Märkte preisen nun auch wieder nach den zuletzt enttäuschenden US-Konjunkturdaten verstärkt Zinssenkungen der Fed ein.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.10.2019

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

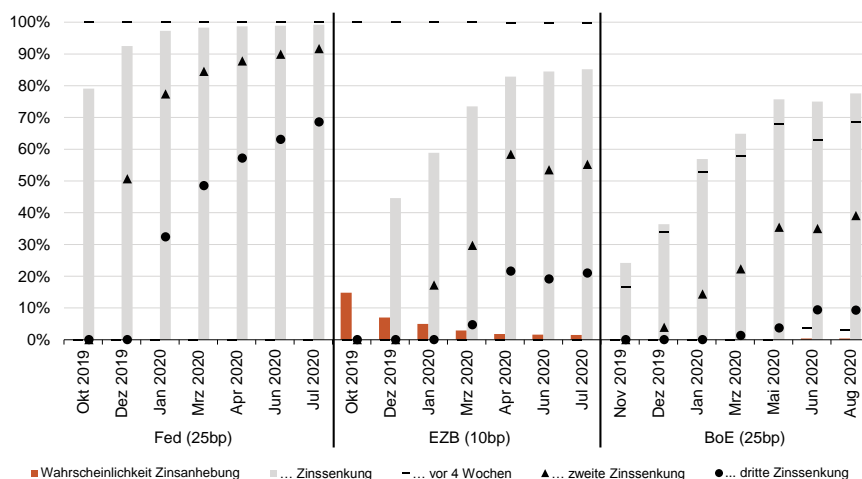


- Die Renditestrukturkurven haben sich im Vergleich zu vor zwei Wochen wieder versteilt. Die US-Kurve ist nun 13 Basispunkte von einer Invertierung entfernt. Vor allem die kurzfristigen US-Renditen sind zuletzt gesunken.

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 - 04.10.2019

## Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



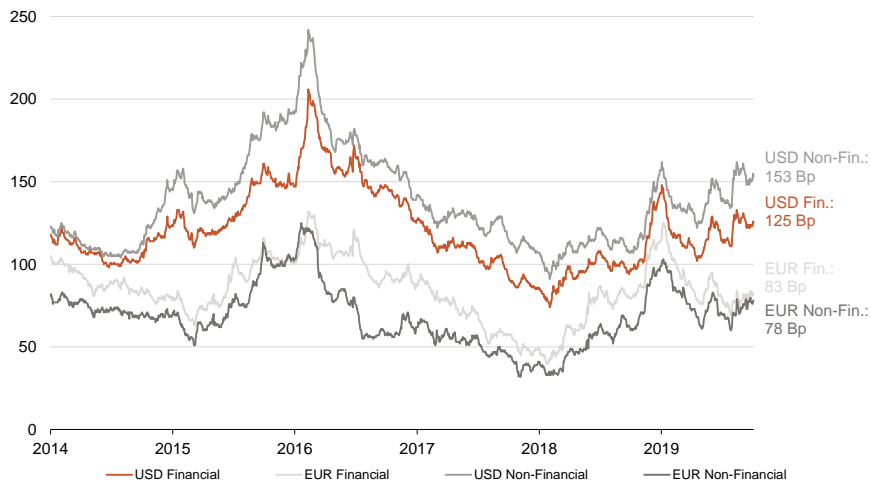
- Nach der zweiten Zinssenkung der Fed im September erwarten mehr als 90% der Marktteilnehmer eine weitere Zinssenkung bis Jahresende. Rund die Hälfte der Investoren erwartet sogar zwei Zinssenkungen je 25 Basispunkte.
- Nachdem die EZB den Einlagezins für Banken im September auf -0,50% gesenkt hat, preist der Markt für Januar 2020 mit über 50% Wahrscheinlichkeit eine weitere Zinssenkung ein.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Wahrscheinlichkeit einer Änderung des Leitzinses zu ermitteln.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.12.2018 - 04.10.2019



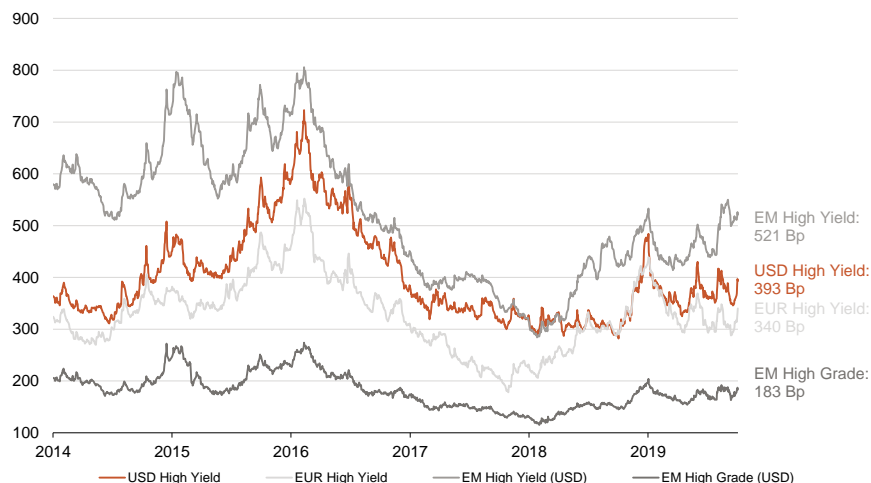
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen sind zuletzt im Investment-Grade-Bereich leicht gesunken.
- Aufgrund der anstehenden Q3-Berichtssaison sollte sich die Emissionstätigkeit im Oktober zudem verlangsamen, was die Unternehmensanleihen aufgrund des reduzierten Angebots unterstützen dürfte. In den letzten fünf Jahren hat sich die Primärmarktaktivität im EUR-Bereich im Vergleich zu September im Oktober im Durchschnitt nahezu halbiert.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.10.2019

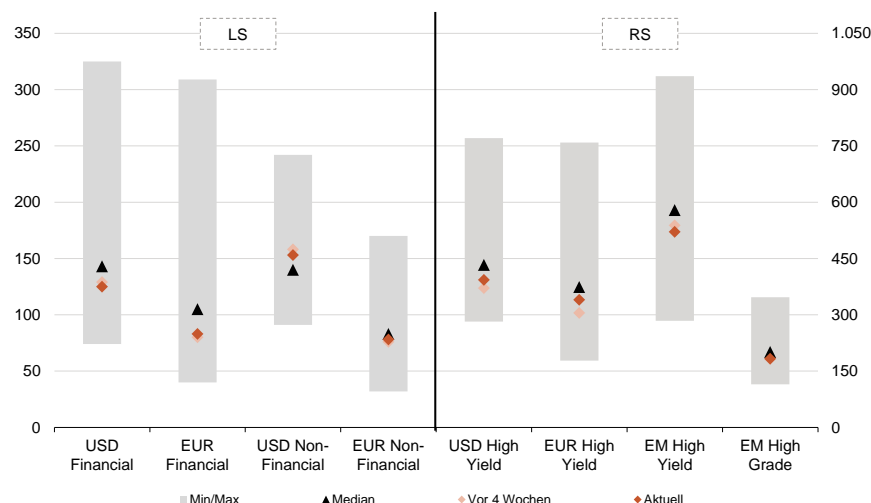
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Im Hochzins-Bereich sind die Risikoaufschläge im Zuge des Risk-Off-Umfelds zuletzt angestiegen.
- Die Credit Spreads bei USD-Hochzinsanleihen stehen nun wieder bei knapp 400 Basispunkten und sind damit mehr als 100 Basispunkte von den Tiefpunkten in 2018 entfernt.

Wie hoch das mit der Unternehmensanleihe verbundene Risiko ist, zeigt sich an ihrem Asset Swap Spread (in Bp). Dieser gibt die Rendite an, die der Emittent zusätzlich zum Swapsatz für die jeweilige Laufzeit als Ausgleich für sein Bonitätsrisiko zahlen muss. Siehe weitere Erläuterungen unten.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.10.2019

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

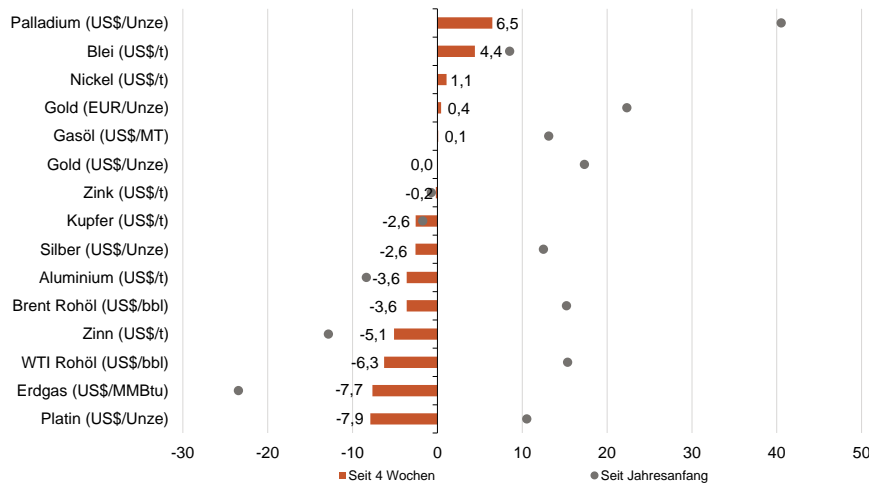


- Die größte Spreadausweitung in den letzten vier Wochen erlebten EUR-Hochzinsanleihen. Sie sind allerdings immer noch leicht teuer gepreist.
- USD-Nicht-Finanzanleihen wirken historisch günstig, während EUR-Finanzanleihen teuer erscheinen.

USD Financial = ICE BofAML US Financial; EUR Financial = ICE BofAML Euro Financial; USD Non-Financial = ICE BofAML US Non-Financial; EUR Non-Financial = ICE BofAML Euro Non-Financial; USD High Yield = ICE BofAML US High Yield; EM High Yield = ICE BofAML High Yield Emerging Markets Corporate Plus; EM High Grade = ICE BofAML High Grade Emerging Markets Corporate Plus. Die hier dargestellten EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 04.10.2009 - 04.10.2019



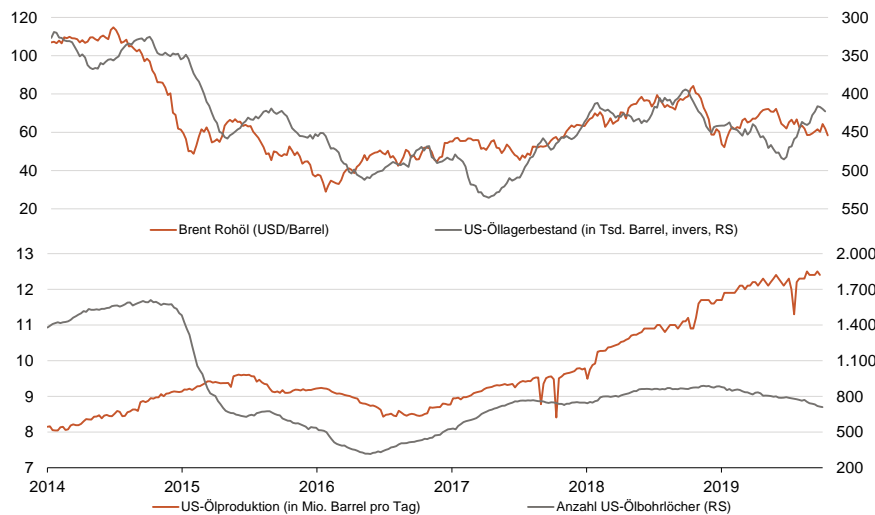
Performance Rohstoffe



- In den letzten vier Wochen tendierten Rohstoffe sehr uneinheitlich.
- Edelmetalle verloren bis Ende September aufgrund der zwischenzeitlich höheren Risikobereitschaft der Investoren, dem festen US-Dollar und steigender Anleiherenditen und legten erst in den letzten Tagen wieder etwas zu, als sich diese Faktoren umkehrten.
- Der Ölpreis hat seine Zugewinne nach den Angriffen auf saudische Ölanlagen aufgrund von Nachfragesorgen wieder vollständig abgeben.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2019 - 04.10.2019

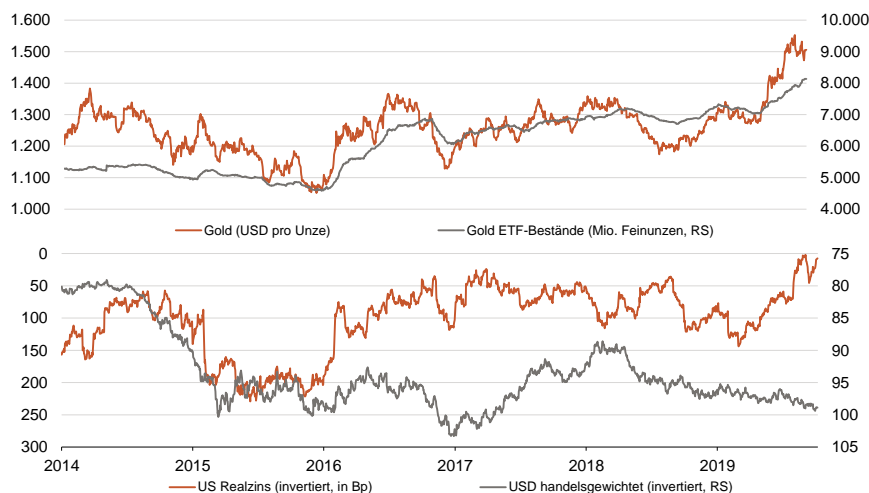
Rohöl



- Nach den Angriffen auf saudi-arabische Produktions- und Raffinerieanlagen hatte der Ölpreis Mitte September sprunghaft zugelegt. Inzwischen ist der Ölpreis jedoch wieder unter das Vorangriffsniveau zurückgefallen.
- Neben der Zusicherung Saudi-Arabiens die Ölproduktion schneller als erwartet wieder herzustellen, haben zuletzt die Konjunktur- und Nachfragesorgen den Ölpreis belastet. Beispielsweise fiel der US Manufacturing PMI auf den niedrigsten Stand seit 10 Jahren.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.10.2019

Gold



- Ende September fiel der Goldpreis deutlich unter die Marke von 1,500 US-Dollar je Unze. Steigende Anleiherenditen und ein fester Dollar belasteten.
- Die zuletzt schwachen Konjunkturdaten, die Verluste am Aktienmarkt und (handels-)politische Risiken haben Investoren zuletzt in Gold getrieben, sodass der Goldpreis wieder stieg.

Der US-Dollar sowie der reale, d. h. inflationsbereinigte Zinssatz zählen zu den fundamentalen Preisfaktoren des Goldpreises. Steigende Realzinsen belasten tendenziell den Goldpreis, während sinkende Realzinsen unterstützend wirken. Das Gleiche gilt für den US-Dollar. Die Entwicklung der Gold-ETF-Bestände spiegelt die Nachfrage von Finanzanlegern nach Gold wider.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2014 - 04.10.2019

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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

## AUTOREN



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



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



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

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

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

Datum: 7. Oktober 2019

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

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

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