

### Aktueller Marktkommentar

Aktienmärkte verzeichneten im Oktober herbe Verluste. Für den S&P 500 könnte es der größte Monatsverlust (-8,8%) seit der Finanzkrise werden – und das obwohl die US-Wirtschaft boomt und viele Unternehmen Rekordgewinne erzielen. Der Markt preist eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ein. Bei einzelnen Unternehmen scheint gar schon eine Rezession eingepreist zu werden. Wir gehen zwar auch von einer moderaten Konjunkturertrübung in 2019 aus, halten aber Rezessionsbefürchtungen und somit den momentanen Abverkauf für übertrieben. Wir sind zuversichtlich, dass bis zum Jahresende die Kurse wieder höher stehen. Angesichts der jüngsten Kapitalmarkturbulenzen haben wir unsere Index-Prognosen überprüft. Wir bestätigen die Vorhersagen für den S&P500 und den MSCI UK. Das Dax-Ziel für Ende 2019 haben wir jedoch um ca. 6% reduziert, da der Dax jüngst durch weitere unternehmensspezifische Unsicherheiten belastet wurde. Nach der Korrektur sehen wir solides Aufwärtspotential bei Aktien.

### Kurzfristiger Ausblick

Nach dem stürmischen Oktober dürfte der November etwas ruhiger werden. Historisch betrachtet sind November und Dezember gute Aktienmarktmonate. Rückenwind sollte auch von den US-Kongresswahlen am 06.11. kommen – die Unsicherheit über die Machtverhältnisse in der US-Politik sollte enden. Laut Umfragen zeichnet sich ein Sieg für die Demokraten im Repräsentantenhaus ab, während die Republikaner die Mehrheit im Senat verteidigen dürften. Zwei Tage nach der Kongresswahl werden die FOMC-Mitglieder der US-Zentralbank über die weitere Zinspolitik entscheiden. Unsere Volkswirte erwarten in diesem Jahr noch einen und für 2019 zwei weitere Zinsschritte im ersten Halbjahr, gefolgt von einer längeren Pause. Die Märkte werden diese Woche auf das vorläufige Q3-BIP-Wachstum der Eurozone, das US-Verbrauchervertrauen, die US-Arbeitsmarktzahlen sowie die Zahlen zur Industriestimmung blicken. Auch die Ergebnisse des EBA-Stress-Testes, welche am 02.11. veröffentlicht werden, dürften die Märkte beschäftigen.

### Indexprognosen im Wesentlichen bestätigt

Indexprognosen	Aktuell		Ø*	
	26.10.2018	30.06.2019	31.12.2019	In 12 Monaten
S&P 500	2.659	3.100	3.100	3.179
Dax	11.201	13.400	13.400	14.438
Euro Stoxx 50	3.135	3.600	3.600	3.879
MSCI Großbritannien	2.011	2.350	2.400	2.417
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	16,6	16,6	19,6
Dax	-	19,6	19,6	28,9
Euro Stoxx 50	-	14,8	14,8	23,7
MSCI Großbritannien	-	16,9	19,4	20,4

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

*US-Kongresswahlen im Fokus der Märkte.*

*Berenberg erwartet für 2019 nur noch zwei Zinsschritte der US-Zentralbank.*

- Nach den jüngsten Kursturbulenzen bestätigen wir im Wesentlichen unsere Indexprognosen für die Aktienmärkte.
- Für den Dax haben wir unsere Prognose reduziert. Grund hierfür sind die zahlreichen unternehmensspezifischen Unsicherheiten bei Dax-Unternehmen, beispielsweise im Pharma- und Autosektor. Ob und wann es in diesen Fällen zu einer Erholung kommt, ist schwer vorherzusehen. Zum Jahresende 2019 erachten wir ein Dax-Niveau von 13.400 Punkten als fair.

Quelle: Bloomberg, Berenberg, Stand: 26.10.2018  
\* Durchschnitt, Konsens per 26.10.2018



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (28.09.18 - 26.10.18)	YTD (31.12.17 - 26.10.18)	26.10.17	26.10.16	26.10.15	26.10.14	25.10.13
			26.10.18	26.10.17	26.10.16	26.10.15	26.10.14
Gold	-0,3	5,2	-0,6	-6,4	10,4	8,3	-0,7
USD/EUR-Wechselkurs	1,8	5,3	2,2	-6,4	1,4	14,6	8,9
Globale Staatsanleihen	1,7	2,7	1,8	-7,9	8,5	9,1	8,1
Globale Unternehmensanleihen	0,8	1,6	0,5	-2,8	6,1	11,3	12,7
Eonia	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,1
Industriemetalle	-9,1	-0,4	-8,1	25,7	4,4	-14,8	7,1
REITs	-2,0	-1,2	-0,5	-4,7	2,1	19,1	15,3
Aktien Frontier Markets	-11,6	-2,2	-11,1	19,4	-0,5	-7,1	33,7
Brent	-3,6	29,8	44,1	-0,1	-10,0	-45,5	-10,2
Globale Wandelanleihen	-4,6	2,9	1,5	8,1	4,5	15,8	13,7
Aktien Industrienationen	-7,5	1,0	2,2	13,5	3,1	19,3	15,3
Aktien Emerging Markets	-8,6	-12,6	-11,0	16,3	8,8	3,4	7,0

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.

- Die Performance der letzten vier Wochen über alle Assetklassen hinweg zeigt ein typisches „Risk-Off“-Muster. Gold und Anleihen legten über die letzten vier Wochen zu, während Aktien teils kräftig an Wert verloren. Enttäuschende Quartalszahlen insbesondere von Technologie-Unternehmen sowie durchwachsene Konjunkturdaten belasteten die Anlegerstimmung.
- Der US-Dollar wertete weiter auf.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.10.2013 - 26.10.2018

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (28.09.18 - 26.10.18)	YTD (31.12.17 - 26.10.18)	26.10.17	26.10.16	26.10.15	26.10.14	25.10.13
			26.10.18	26.10.17	26.10.16	26.10.15	26.10.14
Stoxx Europa Defensiv	-6,1	-0,9	-1,3	9,1	-8,1	14,8	13,4
Stoxx Europa 50	-6,7	-6,7	-6,7	15,9	-8,7	13,9	5,5
MSCI EM Osteuropa	-6,7	-0,9	1,7	17,0	9,4	-4,0	-16,5
S&P 500	-6,9	6,5	8,5	14,1	7,0	23,3	24,2
MSCI Großbritannien	-7,3	-6,4	-3,4	11,7	12,6	3,3	-1,7
Euro Stoxx 50	-7,7	-8,5	-11,5	21,1	-7,1	15,5	2,6
DAX	-13,3	-8,5	-14,7	22,6	-0,8	20,2	0,0
Topix	-9,3	-5,0	-3,2	11,2	6,3	30,8	5,7
Stoxx Europa Small 200	-10,3	-9,3	-7,5	22,2	-4,5	23,2	2,5
Stoxx Europa Zyklisch	-10,6	-12,1	-12,6	25,6	-6,2	13,3	1,8
Russell 2000	-10,8	2,9	2,9	17,7	6,9	20,3	10,4
MSCI EM Asien	-11,1	-14,2	-13,0	20,6	6,9	11,7	13,0

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.

- Alle Aktienregionen verzeichneten bis dato Verluste im Oktober. Für den S&P 500 könnte es sogar der größte Monatsverlust seit der Finanzkrise werden – und das obwohl die US-Wirtschaft boomt und viele Unternehmen Rekordgewinne erzielen.
- Innerhalb von Europa wurden vor allem Small Caps und zyklische Unternehmen abgestraft. Der Markt preist momentan eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstum ein.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.10.2013 - 26.10.2018

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (28.09.18 - 26.10.18)	YTD (31.12.17 - 26.10.18)	26.10.17	26.10.16	26.10.15	26.10.14	25.10.13
			26.10.18	26.10.17	26.10.16	26.10.15	26.10.14
Britische Staatsanleihen	-0,1	1,7	2,3	-0,1	-11,2	16,2	15,8
EM-Staatsanleihen (hart)	1,4	3,3	1,1	-1,7	11,9	13,0	13,3
EM-Staatsanleihen (lokal)	1,3	1,3	-0,3	-3,8	11,0	0,3	8,8
USD Unternehmensanleihen	1,1	2,3	0,5	-4,2	7,8	15,9	15,9
Deutsche Staatsanleihen	0,9	1,7	1,6	-2,1	3,8	3,9	7,0
USD Hochzinsanleihen	0,2	6,6	3,4	0,1	10,7	11,9	14,5
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,4	0,1	-0,4	0,7	6,1	0,3	7,4
EUR Finanzanleihen	0,0	-0,9	-0,7	2,7	4,3	1,2	6,9
US-Staatsanleihen	-1,7	0,0	-1,1	-1,3	3,0	2,6	3,0
EUR Inflationsind. Anleihen	-0,8	-1,6	-0,6	0,4	2,3	2,8	3,4
EUR Hochzinsanleihen	-1,1	-1,1	-1,4	5,9	5,4	2,1	5,2
Italienische Staatsanleihen	-6,2	-1,8	-6,5	-0,5	2,4	8,7	12,6

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.

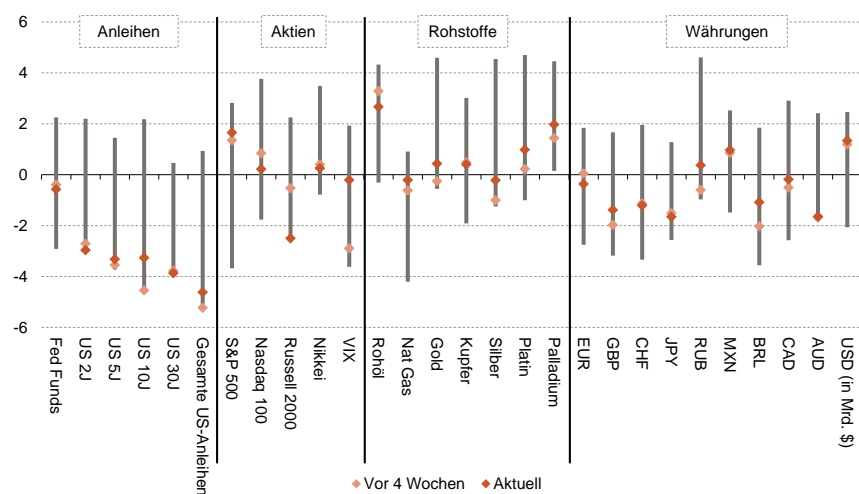
- Sichere Staatsanleihen waren im Oktober im Zuge der Finanzmarkturbulenzen stark nachgefragt. Deutsche Staatsanleihen kletterten um 0,9% und stehen nun bei +1,7% seit Jahresbeginn.
- EM-Staatsanleihen behaupten sich ebenfalls gut. Lokale EM-Anleihen profitierten dabei insbesondere von einer Entspannung in der Türkei.
- Italienische Staatsanleihen bilden über die letzten vier Wochen und seit Jahresbeginn das Schlusslicht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.10.2013 - 26.10.2018



Spekulative Positionierung

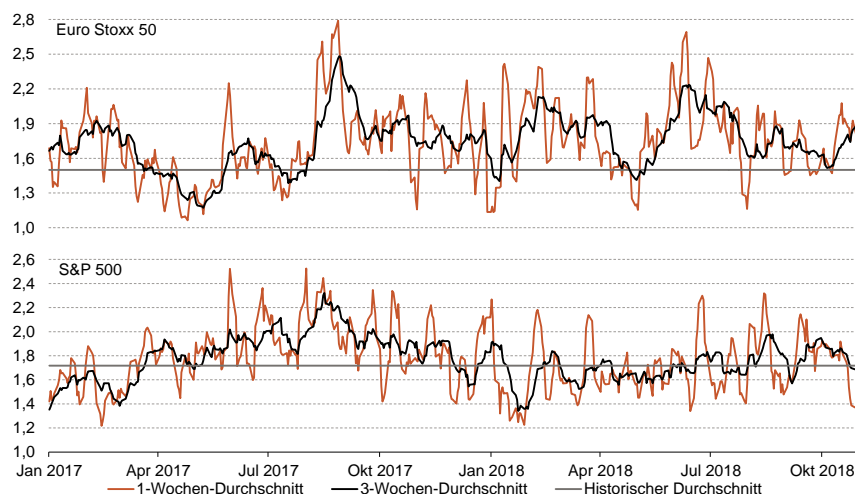


- Spekulative Anleger reduzierten ihre Risikofreude zuletzt deutlich. Sie bauten insbesondere ihre Netto-Short-Position beim VIX ab und erhöhten die Netto-Short-Positionen bei US Small Caps.
- Der Stimmung gegenüber den Euro hat sich ebenfalls weiter eingetrübt.

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: 06.03.2008 - 23.10.2018

Put-Call-Ratio

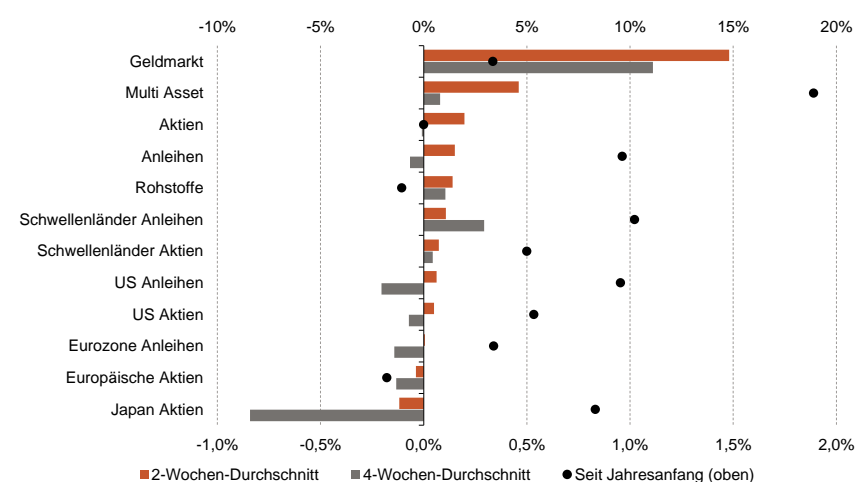


- Trotz der jüngsten Marktkorrektur ist die Put-Call-Ratio für den S&P 500 im 1-Wochen-Durchschnitt unter dem historischen Durchschnitt. Anleger setzen somit auf eine schnelle Erholung.
- Für den Euro Stoxx 50 sieht das schon anders aus. Hier ist die Absicherung nach einer langen Durststrecke über den historischen Durchschnitt gestiegen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.12.1993 - 26.10.2018

ETF-Flüsse

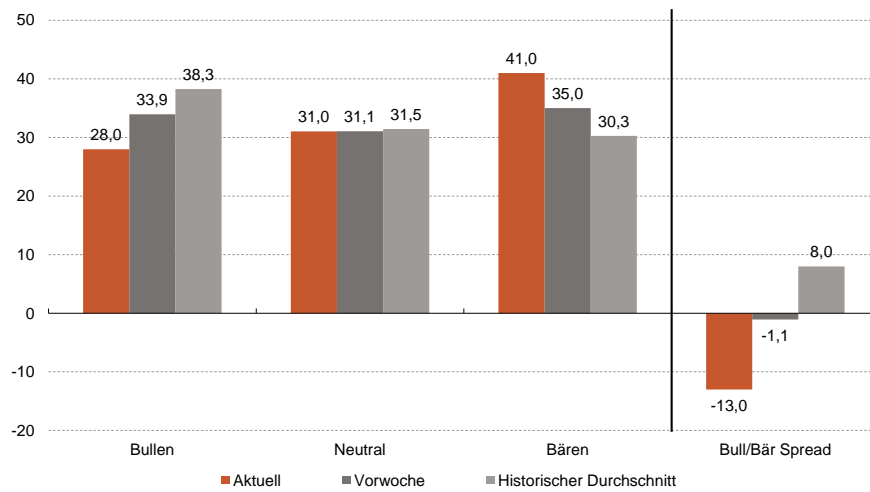


- ETF-Anleger wurden zuletzt wieder etwas mutiger. Sie legten zwar das meiste Geld über die letzten zwei Wochen in Geldmarkt-ETFs an. Zeitgleich kauften sie allerdings auch Aktien, insbesondere aus den USA und Schwellenländern.
- Anleihen-ETFs wiesen hingegen eine schwächere Nachfrage aus. Über die letzten vier Wochen sahen Eurozonen- und US-Anleihen Abflüsse, während EM-Anleihen Zuflüsse verzeichneten.

Geschätzte ETF-Flüsse in Prozent des verwalteten Vermögens, sortiert nach dem 2-Wochen-Durchschnitt  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2017 - 26.10.2018



**AAIL Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**

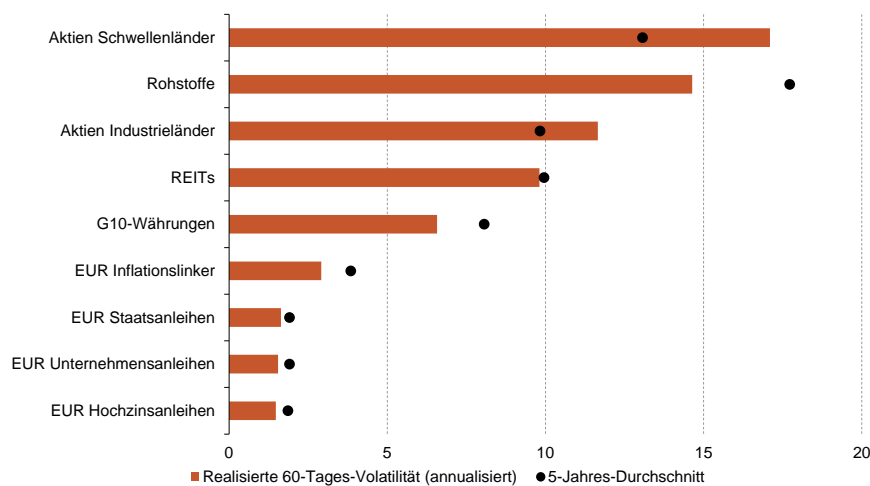


- Die Anzahl der Bären hat weiter zugenommen. Mittlerweile sind 41% der privaten US-Anleger auf 6-Monatssicht pessimistisch für Aktien, während nur noch 28% zu den Optimisten zählen.
- Der Bull-Bär-Spread ist damit 21 Prozentpunkte vom historischen Durchschnitt entfernt.

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, AAIL, Zeitraum: 23.07.1987 - 24.10.2018

**Realisierte Volatilitäten**

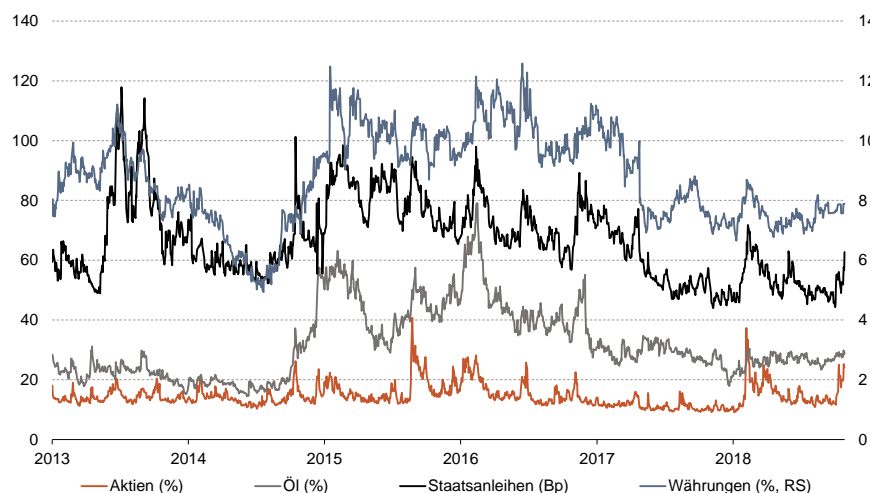


- Die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten haben wenig überraschend zu einem Anstieg der Schwankungsbreite bei Aktien geführt. Die realisierte Volatilität der letzten 60 Tage ist nun für Schwellenländer- und Industrienationen-Aktien oberhalb des 5-Jahresdurchschnitts. Für REITs ist sie nur noch knapp unter dem 5-Jahres-Schnitt.
- EUR-Hochzinsanleihen verzeichneten die geringste Schwankungsbreite.

Die realisierte Volatilität (in Prozent) misst die Schwankungsbreite einer Zeitreihe und ist hier definiert als die Standardabweichung der täglichen Rendite über die letzten 60 Handelstage. Die Volatilität dient häufig als Risikomaß.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.10.2013 - 26.10.2018

**Implizite Volatilitäten**



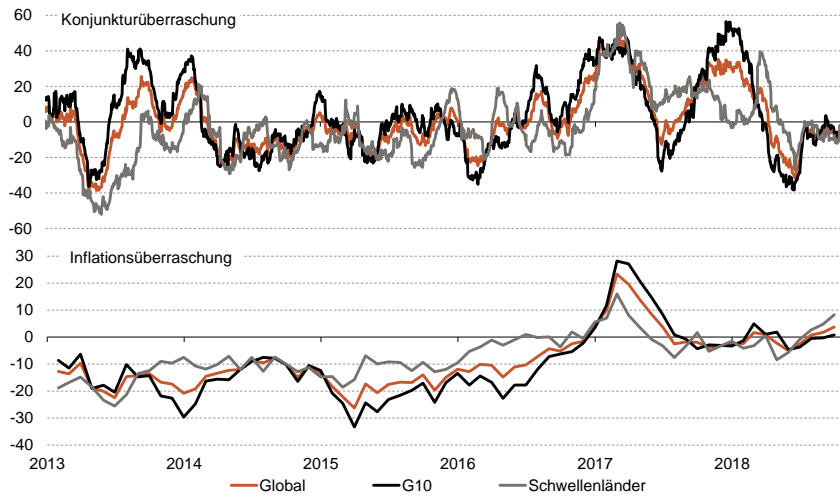
- Die impliziten Volatilitäten sind über alle Assetklassen hinweg gestiegen. Die größten Sprünge gab es bei Staatsanleihen und Aktien. Verantwortlich dafür waren eine Serie von Gewinnwarnungen während der Q3-Berichtssaison sowie durchwachsene Konjunkturdaten.
- Der VIX-Index notiert nun wieder deutlich über der 20%-Marke.

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: 01.01.2013 - 26.10.2018



## Global

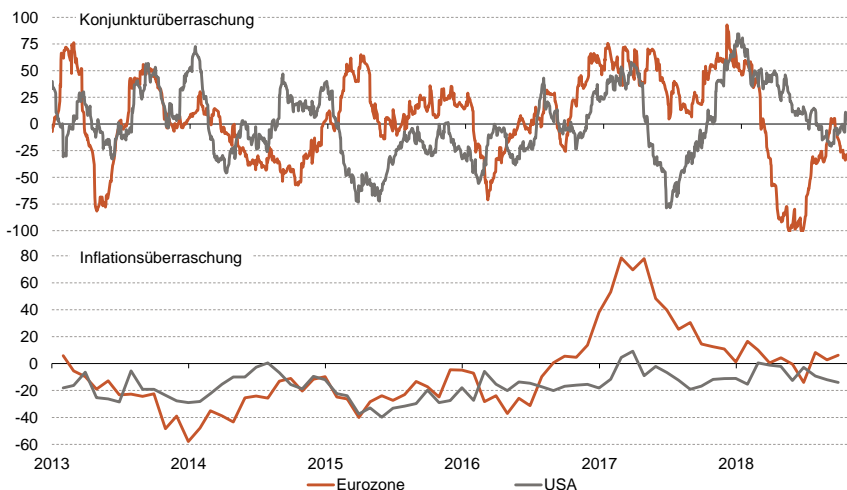


- Während die Industrieländer (G10) in den letzten drei Monaten konjunkturell eher enttäuscht haben, lief es bei den Schwellenländern etwas besser.
- Jedoch überwogen auch bei den Schwellenländern die Enttäuschungen leicht. Das BIP-Wachstum für Q3 in China war z.B. mit 6,5% im Jahresvergleich leicht unter den erwarteten 6,6%.
- Die Inflationsdaten lagen in den letzten drei Monaten tendenziell über den Erwartungen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 26.10.2018

## Eurozone & USA

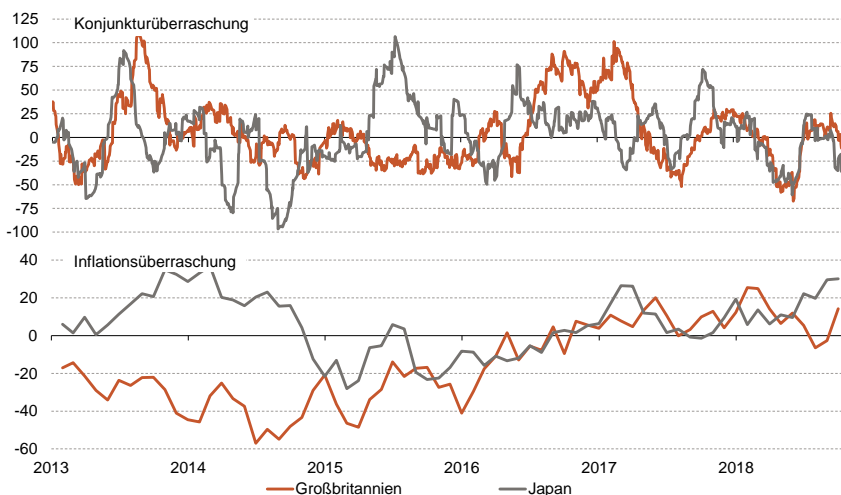


- Die negativen Überraschungen in der Eurozone überwogen im Aggregat, während die Konjunkturdaten in den USA im Rahmen der Erwartungen veröffentlicht wurden.
- In Deutschland haben vor allem die Frühindikatoren (IFO-Index sowie ZEW-Index) und der Industrie-Einkaufsmanagerindex enttäuscht.
- Die September-Inflation in der Eurozone lag mit 2,7% leicht unter den erwarteten 2,8%.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 26.10.2018

## Großbritannien & Japan



- In Großbritannien gingen im September die Einzelhandelsumsätze im Monatsvergleich um 0,8% zurück und konnten im Jahresvergleich lediglich um 3% (erw. 3,6%) steigen. Die Industriestimmung in Japan verbesserte sich hingegen. Der September-PMI für die Industrie liegt 0,6 Punkte über dem August-Wert.

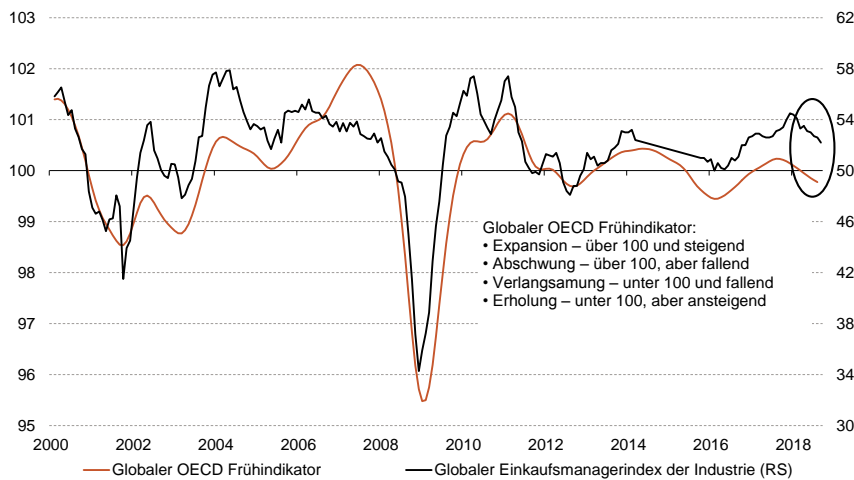
Die Citigroup Economic Surprise Indizes sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Index deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertroffen haben. Die Indizes werden täglich in einem rollierenden Dreimonatsfenster berechnet. Die Indizes verwenden eine Zeiterfallsfunktion, um das begrenzte Gedächtnis der Märkte zu replizieren, d.h. das Gewicht einer Datenüberraschung verringert sich über die Zeit.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 26.10.2018





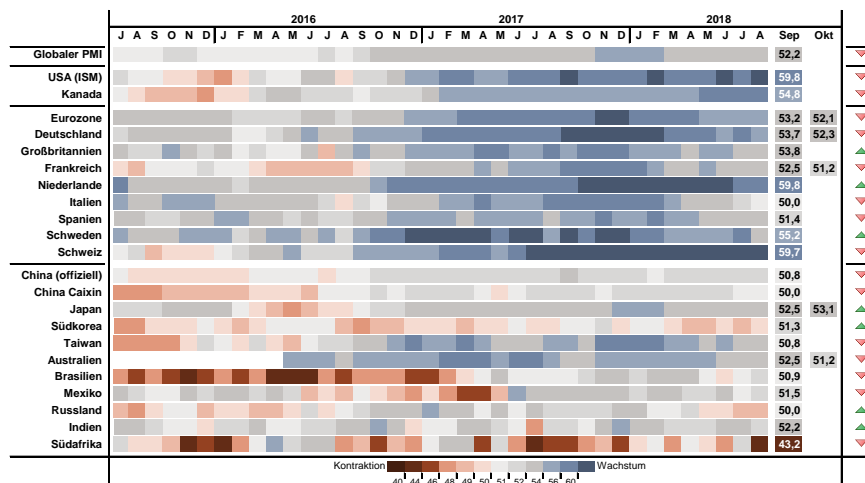
## OECD Frühindikator & Einkaufsmanagerindex



- Die globale Konjunktur kühlt sich weiter ab. Sowohl der globale Einkaufsmanagerindex als auch der OECD Frühindikator befinden sich im Abwärtstrend.
- Der globale Einkaufsmanagerindex für September befindet sich mit 52,2 Punkten über der 50-Punkte-Marke und signalisiert damit eine steigende Aktivität in der Wirtschaft im Vergleich zum Vormonat.

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: Bloomberg, Zeitraum: 31.01.2000 - 30.09.2018

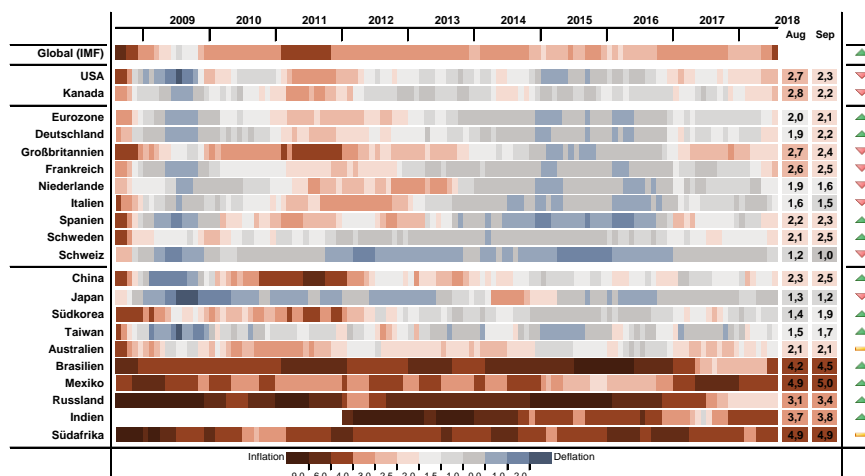
## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- Der Eurozonen-PMI trübt sich weiter ein. Mit einem Wert im Oktober von 52,1 Punkten ist er nur noch 2,1 Punkte von der 50 Punkte-Marke entfernt.
- Der Oktober-PMI hat sich sowohl in Deutschland als auch in Frankreich ggü. dem Vormonat verschlechtert.

Der PMI ist ein Gesamtindex, der einen allgemeinen Überblick über die konjunkturelle Lage in der Industrie ermöglicht. Der PMI leitet sich aus insgesamt elf Teilindizes ab, die die jeweilige Veränderung zum Vormonat wiedergeben. Ein Wert von 50 wird als neutral, ein Wert von über 50 Punkten als ein Indikator für eine steigende und ein Wert von unter 50 Punkten für eine rückläufige Aktivität in der Industrie im Vergleich zum Vormonat angesehen. Der Index hat im Durchschnitt einen Vorlauf vor der tatsächlichen Industrieproduktion von drei bis sechs Monaten. Basis des PMI ist die Befragung einer relevanten Auswahl von Einkaufsmanagern nach der Entwicklung von Kenngrößen wie Auftragseingängen.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.07.2015 - 26.10.2018

## Gesamtinflation

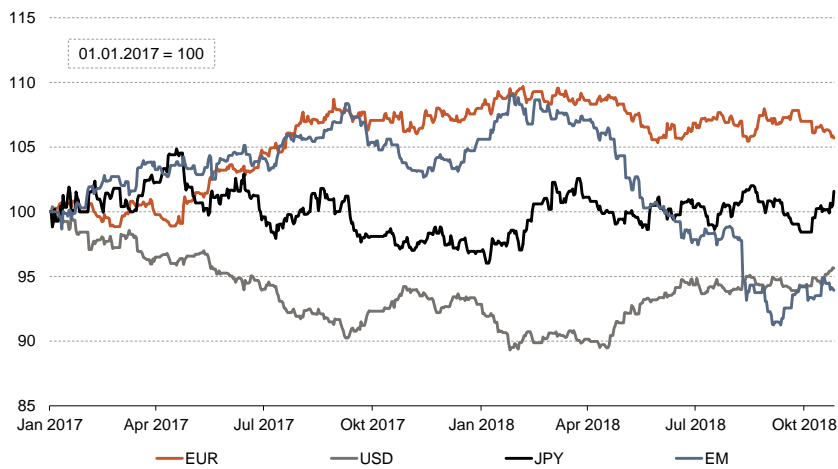


- In Großbritannien ist die Inflation im September auf 2,4% gefallen und liegt deutlich unter dem Wert aus dem August von 2,7%.
- In China steigt die Inflation das fünfte Mal in Folge. Mit einer Inflation von 2,5% im September ist die Inflation auf dem höchsten Wert seit Februar 2018. Gründe für den Anstieg waren wetterbedingte Preissteigerungen und eine hohe Nachfrage aufgrund von Feiertagen.

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.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 30.09.2008 - 30.09.2018



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

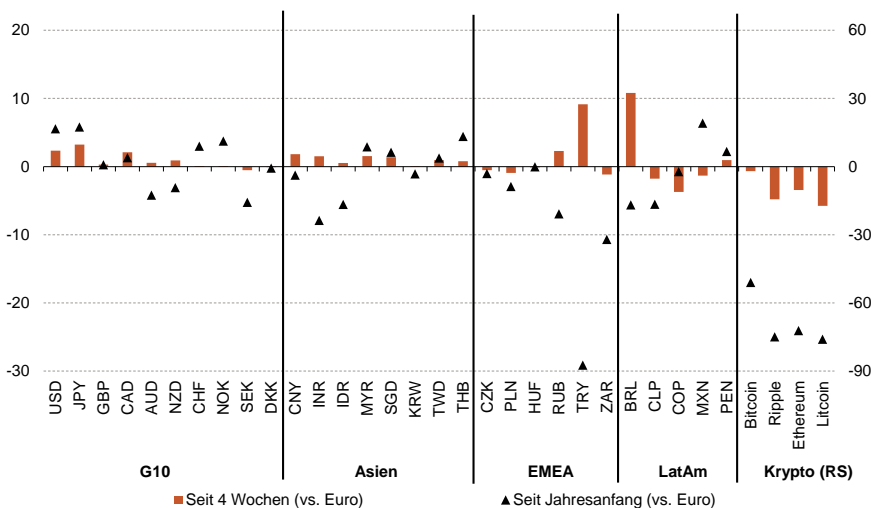


- Sichere Häfen waren auch in den letzten zwei Wochen gefragt. Sowohl der US-Dollar als auch der japanische Yen haben weiter aufgewertet.
- Während sich die Schwellenländerwährungen nach einer Beruhigung der Befürchtungen rund um Türkei- und Argentinien leicht erholen konnten, hatte der Euro mit zunehmenden Italien-Sorgen zu kämpfen.

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: 01.01.2017 - 26.10.2018

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

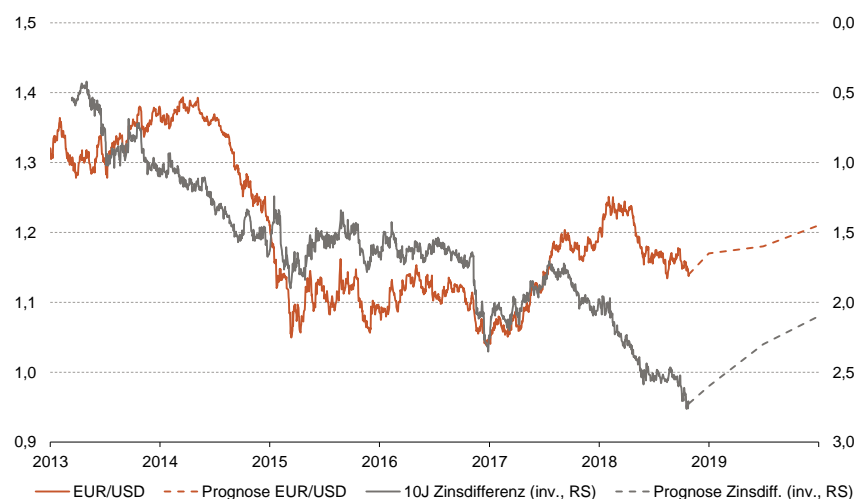


- Die Währungen der G10 Länder notierten im anhaltenden Risk-Off-Umfeld gegenüber dem Euro überwiegend etwas fester, wobei insbesondere der US-Dollar, der Yen und der kanadische Dollar profitierten.
- Die Erholung der türkischen Lira geht weiter. Nachdem die Zentralbank die Leitzinsen deutlich erhöht hat, war die türkische Lira wieder verstärkt gefragt.
- Sinkende Risikofreude der Anleger hat den meisten Kryptowährungen zugezogen.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 26.10.2018

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



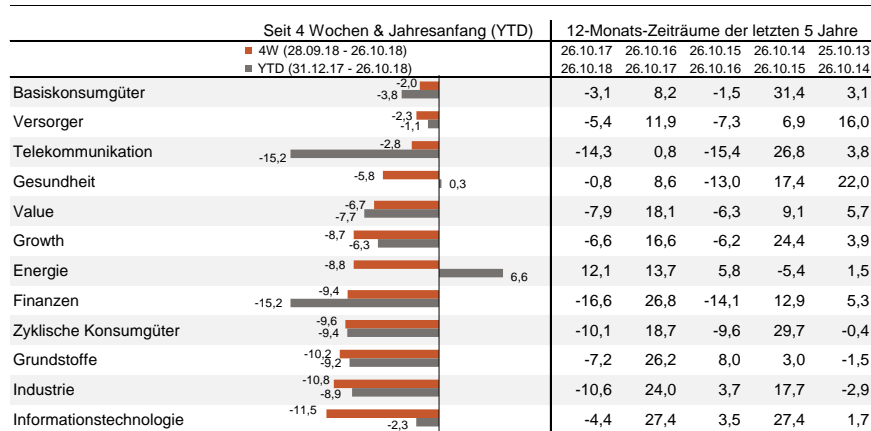
- Der EUR/USD-Wechselkurs ist unter die Schwelle von 1,14 gefallen. Steigende US-Zinsen, eine stabile Konjunktur und das Risk-Off-Umfeld stützen den US-Dollar.
- Die Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und deutschen Bunds ist historisch hoch und dürfte vorerst hoch bleiben. Die Abnahme von politischen Unsicherheiten und das Ende der ultra-lockeren Geldpolitik der EZB könnten das mittelfristig ändern.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigend Bundesanleihen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 31.12.2019



## Sektor- und Styleperformance in Europa



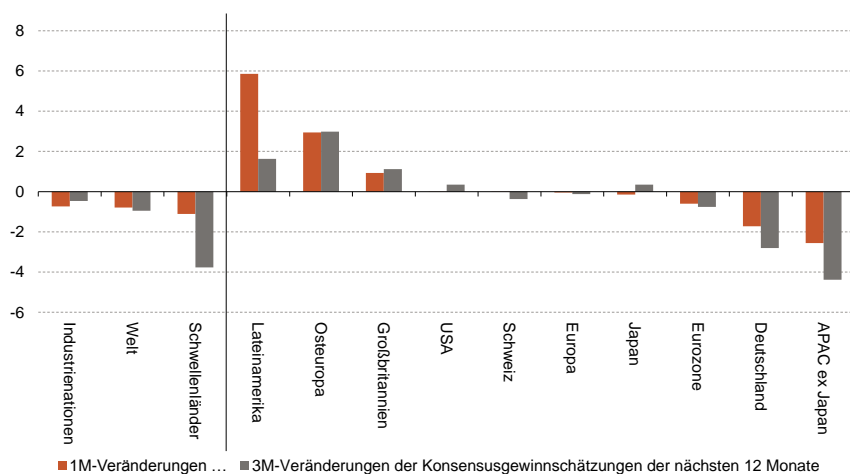
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Alle europäischen Aktienspektoren erlitten Verluste über die letzten vier Wochen. Den größten Rückschlag musste die Technologie-Branche hinnehmen. Sie verlor gut 11% über die letzten vier Wochen, nachdem insbesondere viele Halbleiter-Unternehmen enttäuschende Berichtsergebnisse vorlegten.
- Am besten hielten sich defensive Sektoren wie Basiskonsumgüter, Versorger und Telekommunikationsanbieter.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.10.2013 - 26.10.2018

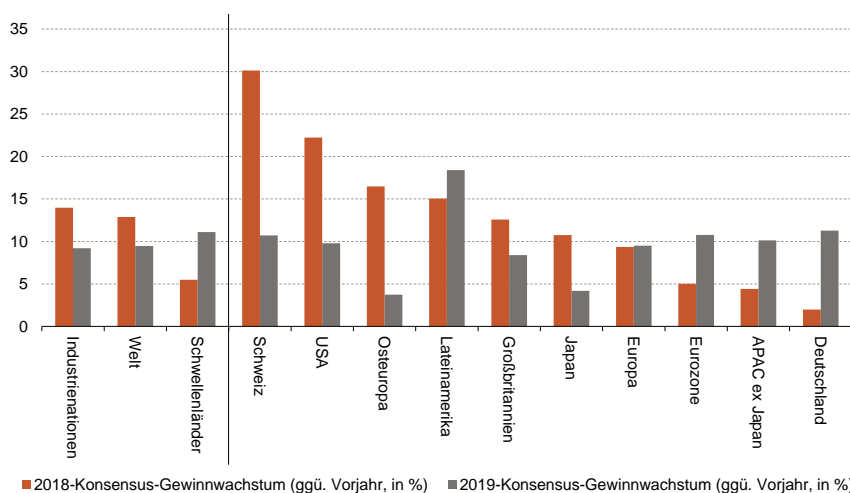
## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Die Gewinnrevisionen sind im Aggregat für Industrienationen und Emerging Markets zuletzt negativ.
- Die Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate wurden über den letzten Monaten vor allem für asiatische und deutsche Unternehmen deutlich nach unten angepasst.
- Lateinamerika verbuchte hingegen kräftige positive Gewinnrevisionen.
- Für die USA und Japan blieben die Gewinnprognosen nahezu unverändert.

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: 26.10.2018

## Gewinnwachstum



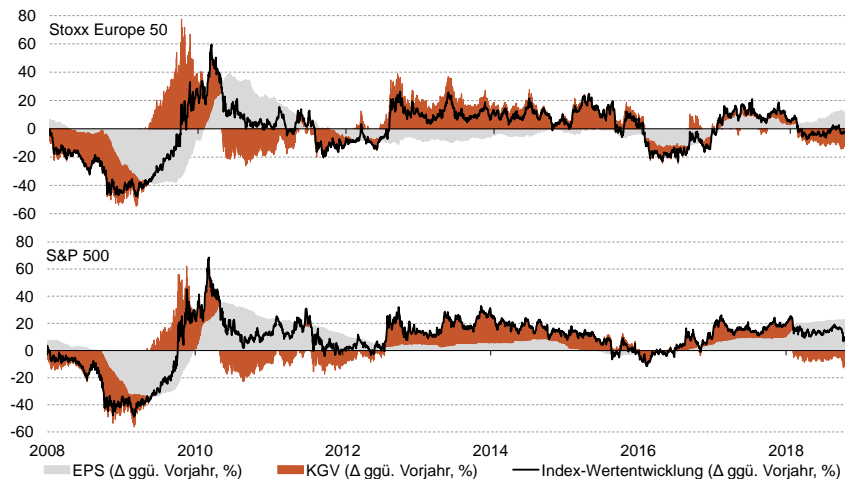
- Das erwartete Gewinnwachstum für 2019 ist nun für die Industrienationen nicht mehr zweistellig. Der Konsensus erwartet insbesondere für Japan eine Verlangsamung des Gewinnwachstums – auch wegen der geplanten Mehrwertsteuererhöhung im nächsten Jahr.
- Für die USA ist das erwartete Gewinnwachstum für 2019 halb so hoch wie für 2018 – die Basiseffekte der Steuerreform laufen aus.

Vom Konsensus erwarteter 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: 26.10.2018





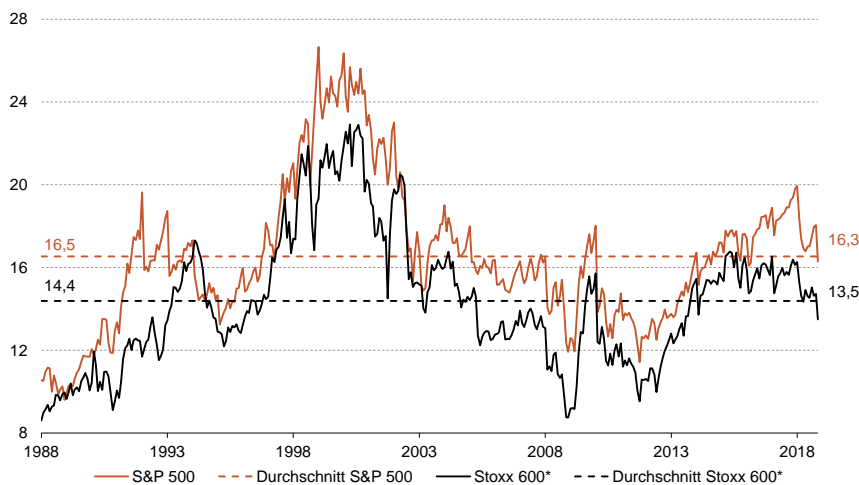
## Kontributionsanalyse



- Sowohl für den Stoxx Europe 50 als auch für den S&P 500 sind die Bewertungen über die letzten 12 Monate deutlich günstiger geworden, weil die Gewinn-schätzungen sich stärker als die jeweiligen Aktienindizes entwickelt haben.
- Für die USA war der Gewinnanstieg allerdings deutlich stärker. Infolgedessen schnitt der S&P 500 über die letzten 12 Monate deutlich besser als der Stoxx Europe 50 ab.

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: 01.01.2008 - 26.10.2018

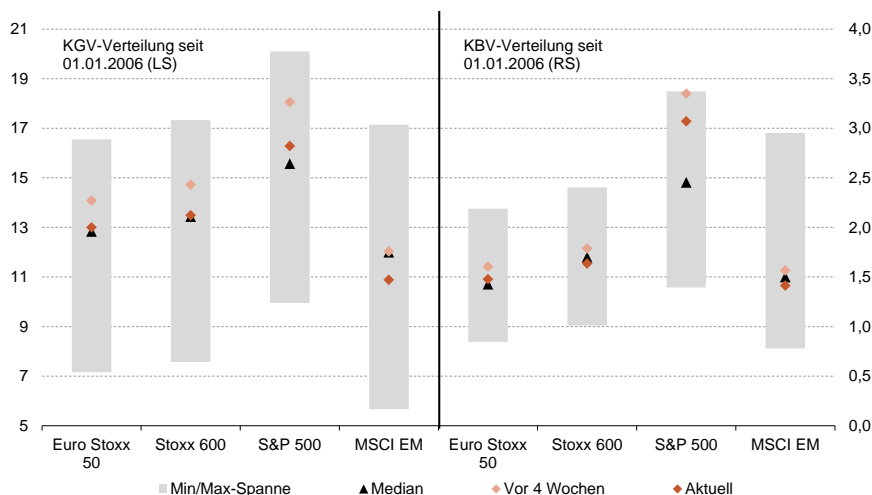
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Mit der Korrektur über die letzten Wochen kamen die Bewertungen deutlich herunter.
- Europäische Aktien handeln nun günstiger als ihr langfristiges KGV.
- US-Aktien sind jetzt ebenfalls leicht attraktiver bewertet, verglichen mit der eigenen Historie.

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinn-schätzungen 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 - 26.10.2018

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

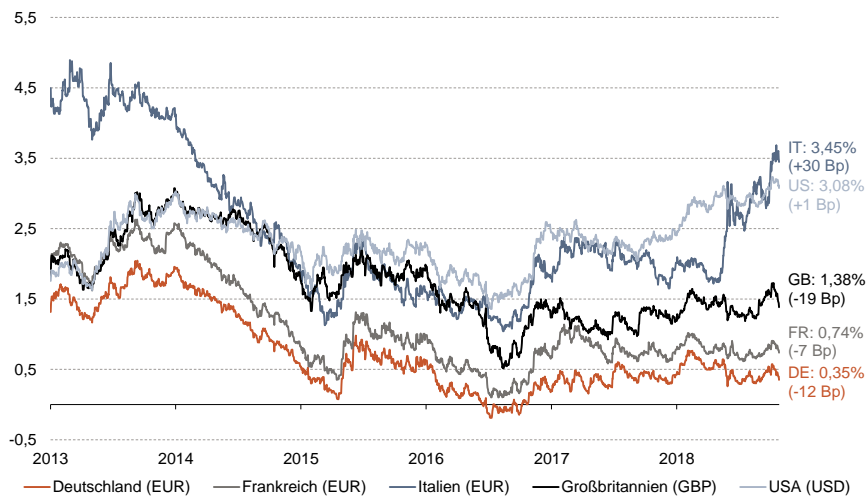


- Zuletzt fielen die Bewertungen für europäische und amerikanische Aktien im Vergleich zu vor vier Wochen deutlich.
- Das Kurs-Buchwert-Verhältnis des S&P 500 ist allerdings weiterhin sehr hoch, verglichen mit der eigenen Historie und allen anderen Regionen.
- Schwellenländer-Aktien sind von allen Regionen am attraktivsten bewertet.

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 - 26.10.2018



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

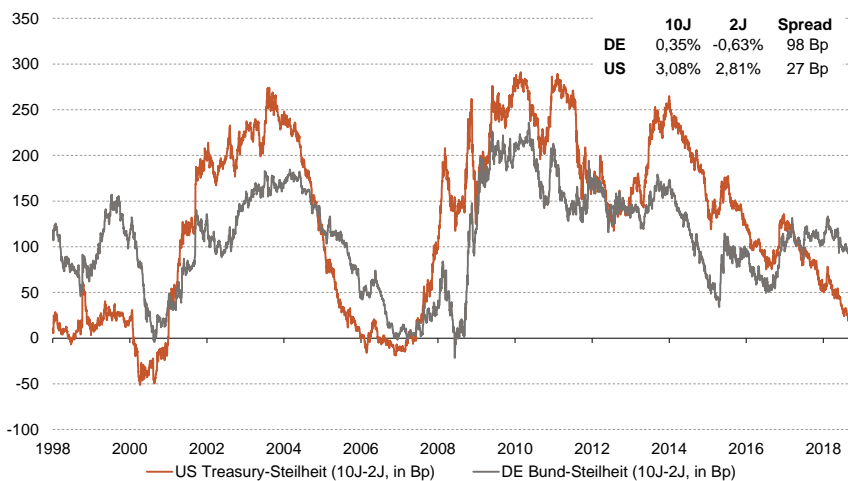


- Italienische Staatsanleihen verbilligten sich weiter. Die Umlaufrendite hat sich auf 3,45% ausgeweitet, da die Sorgen um die Kreditwürdigkeit von Italien aufgrund der geplanten Ausweitung des strukturellen Defizites weiter stiegen.
- Die volatilen Märkte und somit die Risk-Off-Stimmung trieb die Anleger in sichere Staatsanleihen. Daraufhin haben sich die Renditen deutscher Staatsanleihen um 12 und französischer Staatsanleihen um 7 Basispunkte im Zwei-Wochen-Vergleich eingengt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 26.10.2018

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

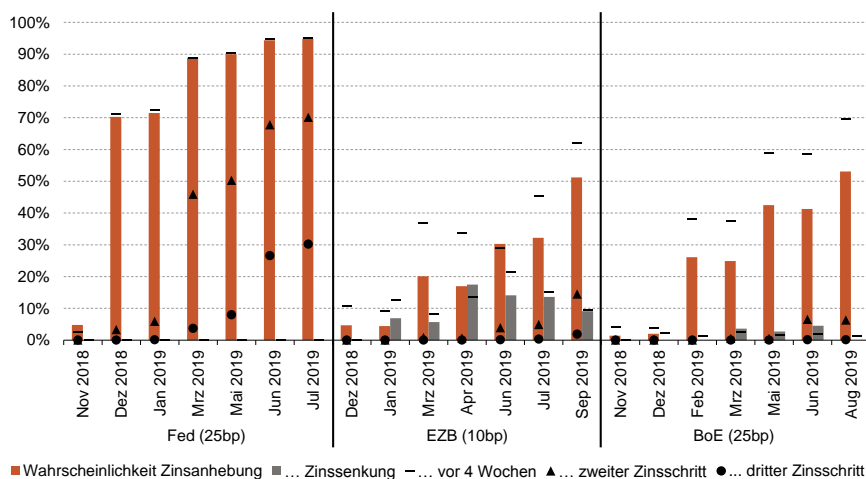


- Die Flucht in sichere, lang laufende US-Staatsanleihen hat die Renditedifferenz von 2- und 10-jährigen Staatsanleihen unter 30 Basispunkte gedrückt.
- Die Steilheit der deutschen Renditestrukturkurve liegt nach einer deutlichen Einengung der 10-jährigen Renditen bei 98 Basispunkten.

Die Zinsstrukturkurve unterscheidet zwischen dem so genannten kurzen und dem langen Ende. Der Grund dafür liegt in der Art, welche Faktoren die Renditen beeinflussen. Zentralbanken steuern durch ihre Geldpolitik und die Leitzinsen das kurze Ende der Kurve. Dagegen wird das lange Ende weniger durch die Zentralbanken, sondern durch Inflationserwartungen, Angebot, Nachfrage und Risikoprämien beeinflusst.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.1998 - 26.10.2018

## Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



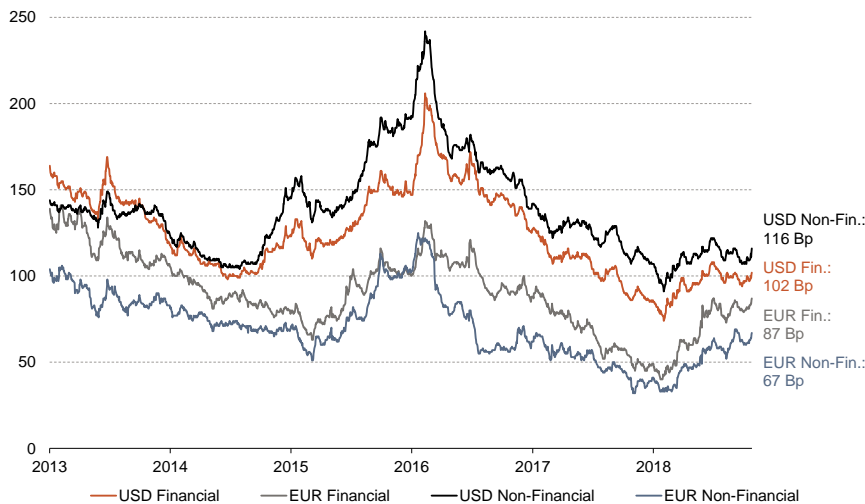
- Die moderate Preissteigerung im September gibt der Bank of England etwas Luft. Infolgedessen sind die Erwartungen des Marktes bezüglich weiterer Zinsschritte etwas herunter gekommen.
- In der Eurozone ist die Inflation weiterhin gering und die Konjunktur zeigt erste Risse. Die Markterwartung einer Zinsanhebung vor Juni 2019 ist daher unter 20% gefallen.
- USA: Die Wahrscheinlichkeit für den nächsten Zinsschritt in 2018 ist bei 70%.

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: 28.09.2018 - 26.10.2018



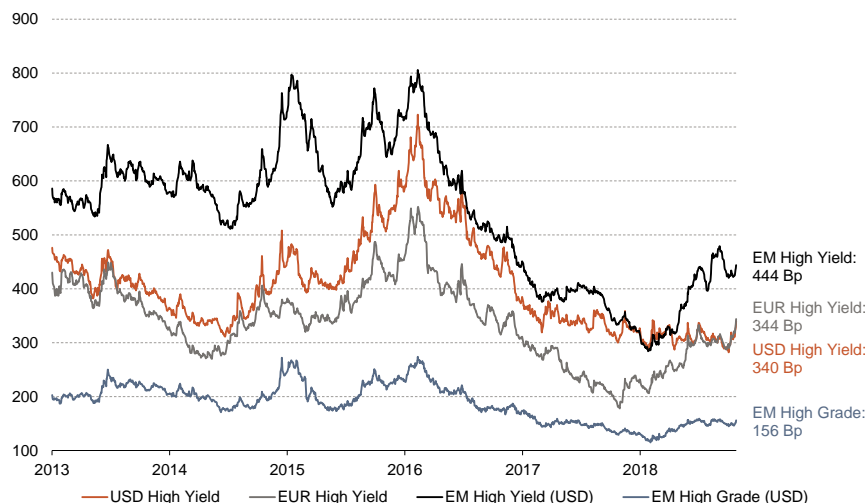
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen haben sich leicht bewegt. Bei Euro- und USD-Nicht-Finanzanleihen gab es eine klare Spread-Ausweitung.
- Bei EUR-Finanzanleihen haben die Versicherungsunternehmen steigende Risikoaufschläge verzeichnet, während sich die Risikoaufschläge für die Banken kaum bewegten. Bei Nicht-Finanzanleihen gab es vor allem in der Auto- und Einzelhandelsindustrie eine Spreadausweitung.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2013 - 26.10.2018

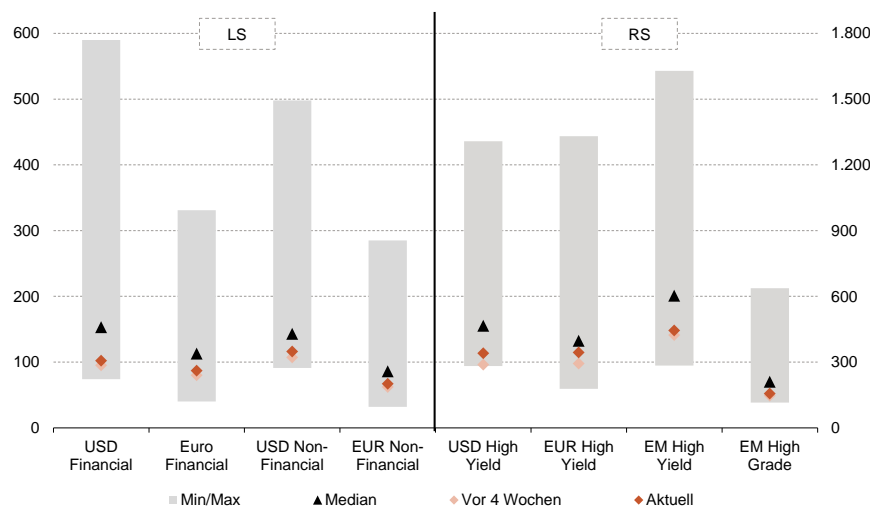
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Deutlich steigende Risikoaufschläge bei USD- und EUR-Hochzinsanleihen. Die Anleger haben sich aus der riskanten Anlage zurückgezogen. Hochzinsanleihen sahen in den letzten Wochen deutliche Kapitalmittelabflüsse.
- Die Risikoaufschläge für Schwellenländer-Hochzinsanleihen haben sich leicht ausgeweitet und notieren bei über 440 Basispunkten.

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: 01.01.2013 - 26.10.2018

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

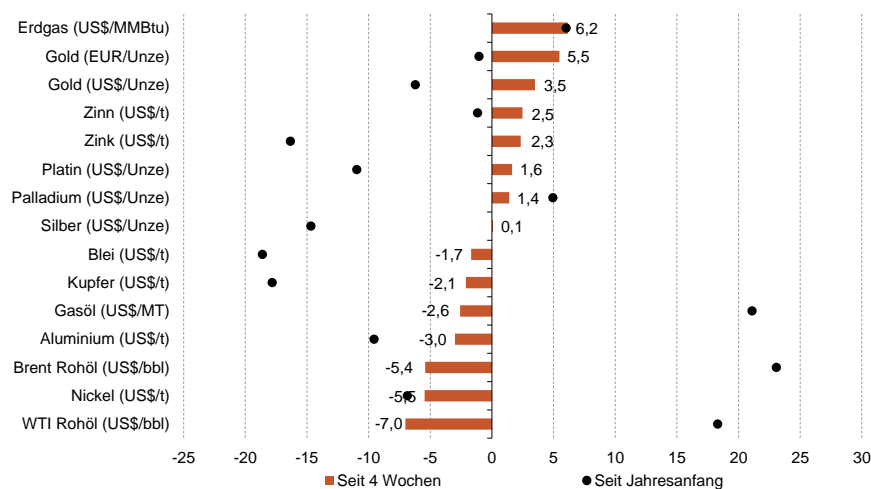


- Der Risikoaufschlag auf USD-Hochzinsanleihen entfernte sich in den letzten zwei Wochen weiter von seinem historischen Minimum.
- Bei EUR-Hochzinsanleihen ist der Risikoaufschlag nicht mehr weit von dem historischen Median entfernt.

USD Financial = ICE BofAML US Financial; EUR Financial = ICE BofAML Euro Financial; USD Non-Financial = ICE BofAML US Non-Financial; EUR Non-Financial = ICE BofAML Euro Non-Financial; USD High Yield = ICE BofAML US High Yield; EM High Yield = ICE BofAML High Yield Emerging Markets Corporate Plus; EM High Grade = ICE BofAML High Grade Emerging Markets Corporate Plus. Die hier dargestellten EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 26.10.2008 - 26.10.2018



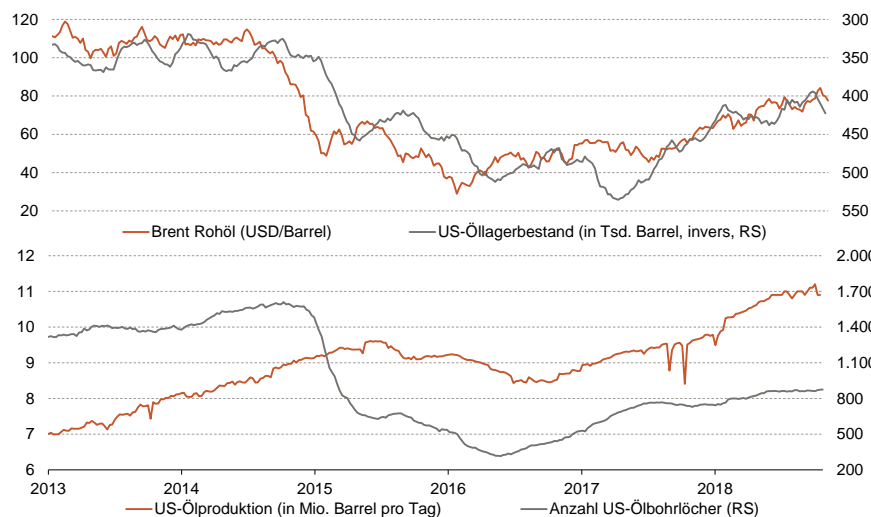
Performance Rohstoffe



- Edelmetalle wie Gold, Platin, Palladium und Silber konnten von der Risk-Off-Stimmung an den Märkten profitieren. Sie verzeichneten eine Wertsteigerung von bis zu 5,5% in den letzten vier Wochen. Palladium profitierte von einer Angebotsverknappung und erreichte am 23. Oktober ein neues Allzeithoch.
- Brent- und WTI-Rohöl waren die Verlierer in den letzten vier Wochen. Die Sorgen vor Angebotsengpässen haben sich gelegt.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 26.10.2018

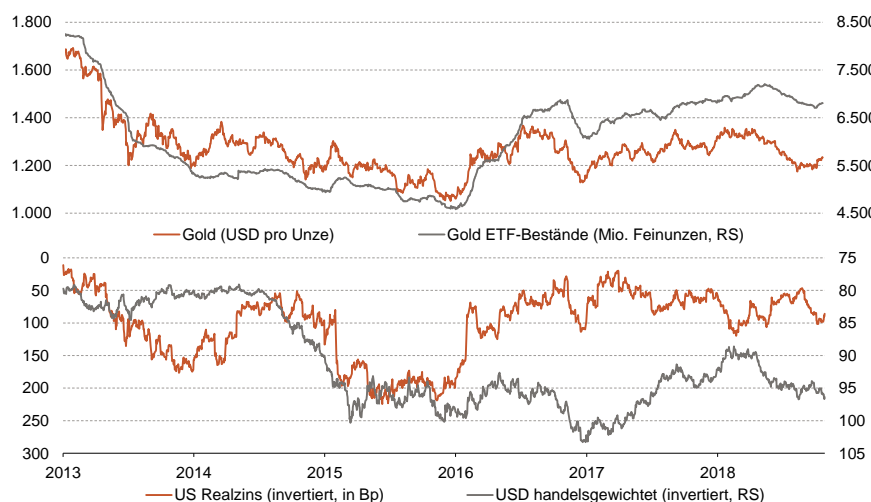
Rohöl



- Nach der Rally von Rohöl seit Jahresanfang kam es in den letzten vier Wochen zu einer Korrektur. Rohöl verlor zwischen 5 und 7%.
- Stark steigende US-Lagerbestände, die Ankündigung von Saudi-Arabien, die Öl-Förderung zu erhöhen, und eine mögliche Konjunkturabschwächung haben die Sorgen vor Angebotsengpässen gemildert.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 26.10.2018

Gold



- Gold konnte sich trotz des starken US-Dollars über der Marke von 1.200 USD je Feinunze behaupten und hat sich im jüngsten Risk-Off-Umfeld als funktionierender Portfolio-Hedge erwiesen.
- Gestiegene ETF-Bestände deuten auf eine wachsende Nachfrage nach Gold hin. Volatile Aktienmärkte könnten diesen Trend verstärken.

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: 01.01.2013 - 26.10.2018



# 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 den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Es handelt 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 genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können 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 Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

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

Stand: 29. Oktober 2018

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)