

### Aktueller Marktkommentar

Der Monat September war getrieben von breitbasierten Verlusten in beinahe allen Anlageklassen: ausgelöst durch abermals höhere Staatsanleiherenditen – vor allem in den USA – schlossen die globalen Aktienmärkte sowie Unternehmensanleihen und Schwellenländer-Anleihen kräftig im Minus. Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen schnellten im September um 46Bp und im dritten Quartal um 78Bp in die Höhe. Eine Reihe von US-Wirtschaftsdaten fiel im September abermals besser als erwartet aus. Der starke Anstieg des Ölpreises, falkenhafte Kommentare seitens der Fed im Zuge der September-Sitzung, Marktbefürchtungen hinsichtlich der rasant steigenden US-Verschuldung und starke Emissionstätigkeit bei Staatsanleihen taten ihr Übriges. Zuletzt gab der Ölpreis einen Teil seiner Gewinne jedoch wieder ab. Diversifizierung zahlt sich dieses Jahr bisher kaum aus. Erst wenn die Zinsen nicht mehr (so stark und schnell) steigen, dürfte es eine Erholung für viele Kapitalmarktsegmente geben.

### Kurzfristiger Ausblick

Mit den ersten Geschäftszahlen der US-Unternehmen am Freitag beginnt diese Woche die Q3-Berichtssaison. In den nächsten zwei Wochen berichten, gemessen an der Marktkapitalisierung, etwa 18% der Unternehmen des S&P 500. Für das dritte Quartal wird auf der Indexebene ein Gewinnwachstum von 1,1 % im Jahresvergleich erwartet – das erste positive Ergebnis im Jahresvergleich seit dem dritten Quartal 2022. Auf der politischen Bühne finden das jährliche Treffen des IMF und der Weltbank (9.-15. Okt.) sowie die Schweizer Parlamentswahlen (22. Okt.) statt. Am Mittwoch werden die US-Erzeugerpreise (Sep.) und die deutschen Inflationsdaten (Sep.) veröffentlicht. Am Donnerstag folgen die US-Inflationsdaten (Sep.) und die wöchentliche Veröffentlichung der US-Anträge auf Arbeitslosenunterstützung (12. Okt.). Freitag werden der Sentiment-Indikator der Universität Michigan (Okt.) und die chinesischen Inflationsdaten (Sep.) bekannt gegeben. In der Folgewoche stehen die US-Häusermarktdaten und das chinesische BIP (Q3) an.

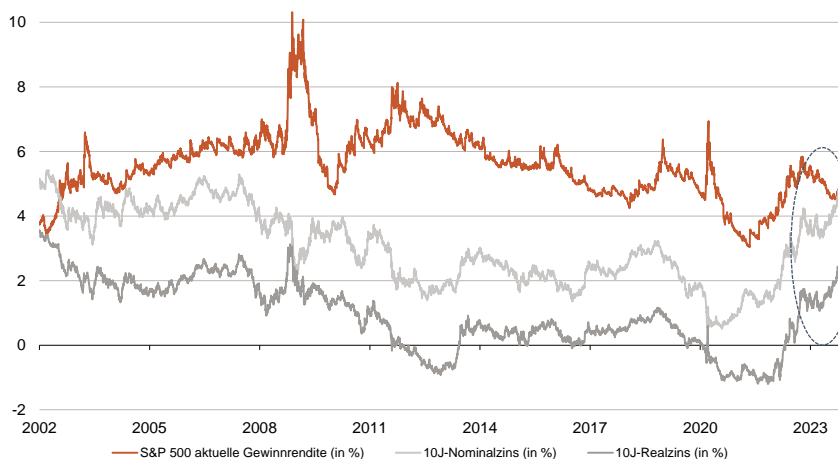
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Start der Q3-Berichtssaison im Blick der Anleger.*

*Inflations- und Konjunkturdaten im Fokus der Märkte.*

### Attraktivität von US-Aktien hat ggü. Anleihen deutlich abgenommen

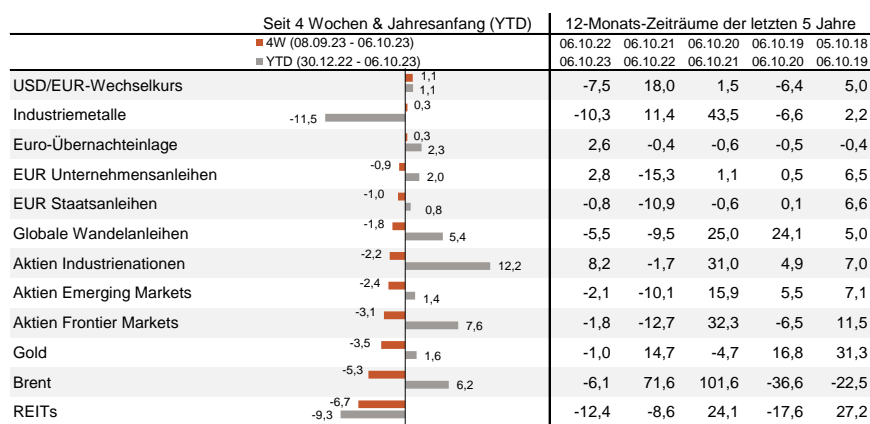


- Mit dem jüngsten Anstieg ist die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im Begriff die Gewinnrendite von US-Aktien erstmalig seit 2002 zu übertreffen.
- Gleichen sich beide Werte, bleibt Aktienanlegern nur die Hoffnung auf steigende Gewinne als Ausgleich für das übernommene Risiko. Die Aktienrisikoprämie erscheint sehr gering.
- Anleihen haben deutlich an relativer Attraktivität gewonnen, insbesondere da der Renditeanstieg von höheren Realzinsen und nicht von steigenden Inflationserwartungen getrieben wurde.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2002 - 06.10.2023



Multi-Asset



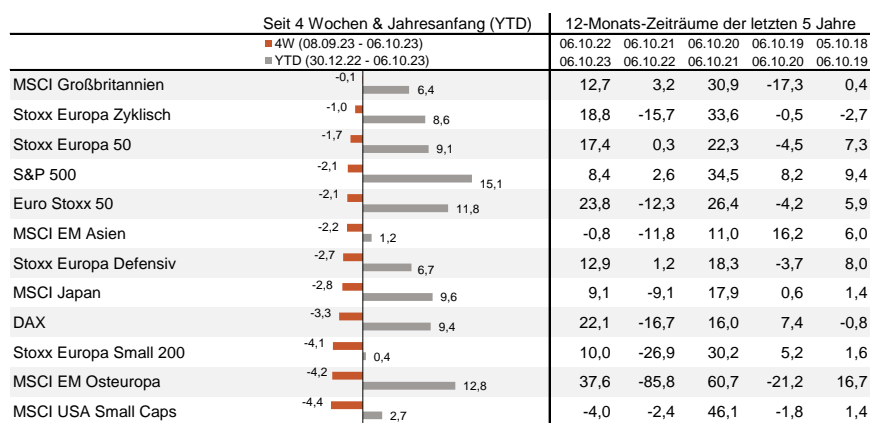
Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index; EUR Staatsanleihen: IBOXX Eurozone Sovereign 1-10J TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR; Globale Wandelanleihen: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

- Über die letzten vier Wochen erfuhren fast alle Anlageklassen Gegenwind. Brent-Rohöl, einer der relativen Gewinner der letzten Monate, verzeichnete Verluste, da Nachfragesorgen wieder in den Fokus der Anleger rückte.
- Die stark gestiegenen Realzinsen sowie der starke US-Dollar lasteten auf Gold und Aktien der Schwellenländer. Die zinsensensitiven REITs bildeten das Schlusslicht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.10.2018 - 06.10.2023

Aktien



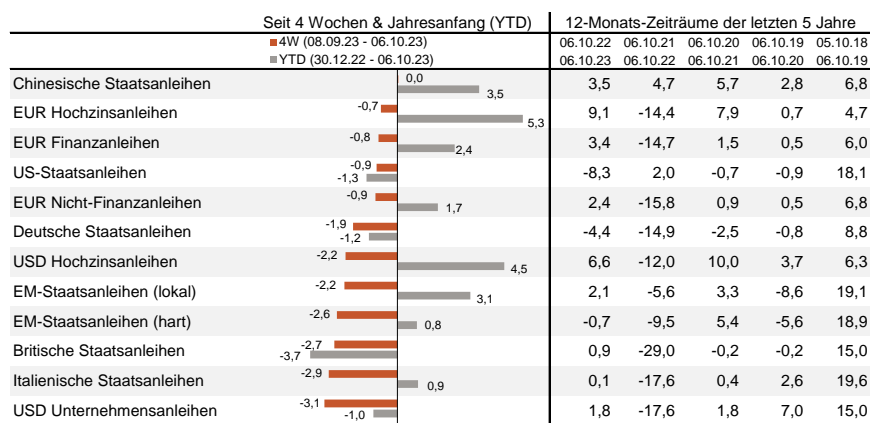
S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europa 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; MSCI Japan: MSCI Japan TR; Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; MSCI USA Small Caps: MSCI USA Small Caps TR; Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclical TR; Stoxx Europa Defensiv: Stoxx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

- Über den letzten Monat gab es über alle hier dargestellten Aktienssegmente Verluste. Eine starke Performance des Energiesektors unterstützte den MSCI UK Index, der den geringsten relativen Verlust über den Zeitraum verzeichnete.
- Am schlechtesten schnitten die eher zyklischen Small Caps ab, allen voran US Small Caps. Der DAX gehörte aufgrund der Konjunktursorgen ebenfalls zu den größten Verlierern über die letzten vier Wochen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.10.2018 - 06.10.2023

Anleihen



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

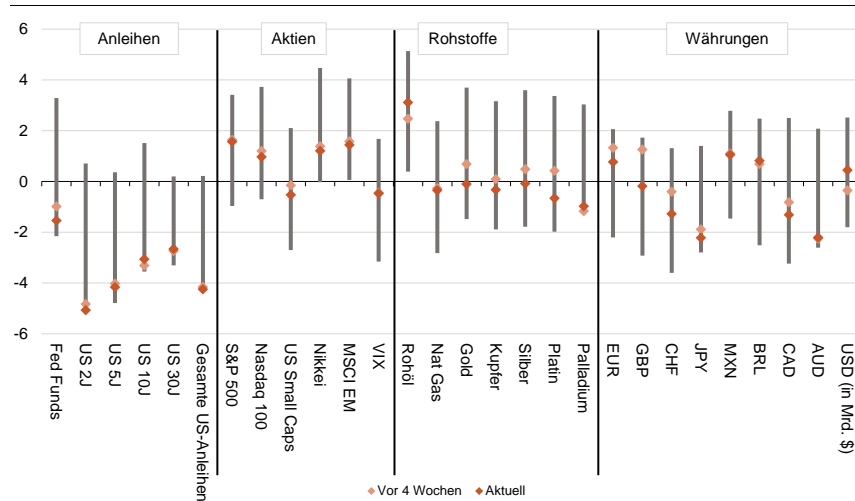
- Gestiegene Realrenditen auf beiden Seiten des Atlantiks lasteten auf sicheren Staatsanleihen. Die Bund-Rendite stieg zeitweise auf 3 %, zum ersten Mal seit 2011.
- Italienische Staatsanleihen verzeichneten ebenfalls Verluste, nachdem die Prognosen der Regierung für das Haushaltsdefizit dieses Jahr höher als erwartet ausfielen. Der BTP-Bund Spread weitete sich auf den höchsten Stand seit Anfang dieses Jahres.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.10.2018 - 06.10.2023



Spekulative Positionierung

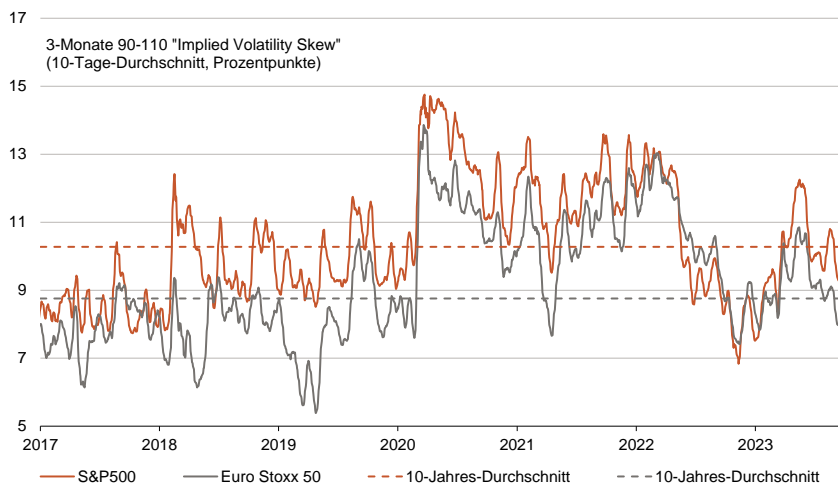


- Nach der falkenhaften Fed-Sitzung reduzierten Asset Manager im September ihre Long-Positionen im Nasdaq-100. Die Long-Positionen im US-Dollar wurden hingegen moderat ausgeweitet.
- Am extremsten bleibt die Short-Positionierung in US-Staatsanleihen seitens der spekulativen Anleger, getrieben durch das starke Momentum für US-Zinsen sowie dem „Basis Trade“.

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: 03.10.2013 - 03.10.2023

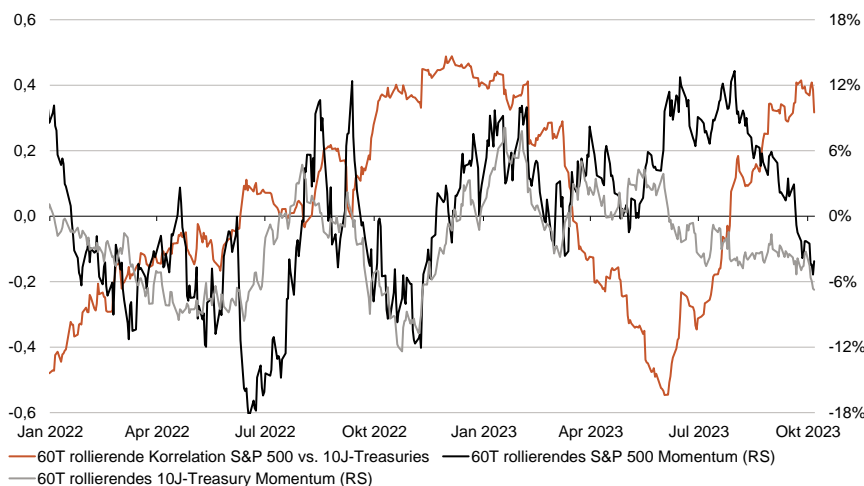
Put-Call-Skew



- Auf beiden Seiten des Atlantiks ist die Nachfrage nach der Absicherung in der letzten zwei Wochen gestiegen. Die Sorgen über höhere Zinsen in den USA und die Konjunkturabschwächung in Europa führten zu einer höheren Marktvolatilität.
- Die implizite Volatilität des S&P 500 Index erreichte dabei im September das höchste Niveau seit Mai dieses Jahres.

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: 06.10.2013 - 06.10.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

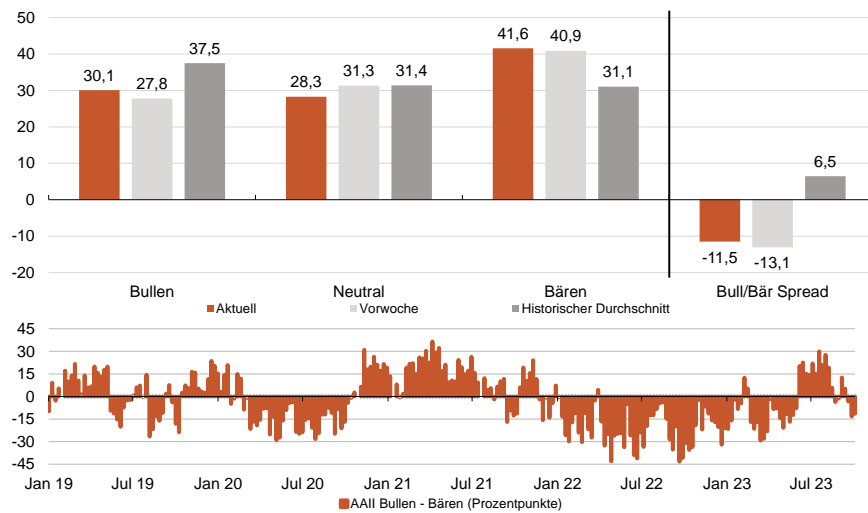


- Die positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bleibt weiterhin nahe den Höchstständen dieses Jahres.
- Das Momentum von US-Aktien drehte in den negativen Bereich, damit dürften Trendfolge-Strategien ihre Aktien-Positionen weiter abgebaut haben.

Das 60-Tage-Momentum gibt die rollierende Rendite der letzten 60 Tage an. Je stärker das Momentum steigt (fällt), desto mehr bauen systematische Momentum-Strategien ihre Positionen in der entsprechenden Anlageklasse auf (ab). Vorzeichenwechsel der Rendite markieren wichtige Wendepunkte. Die 60-Tage-Korrelation gibt an, wie gleichgerichtet sich Aktien und Anleihen bewegen. Je höher (niedriger) die Korrelation, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 06.10.2023



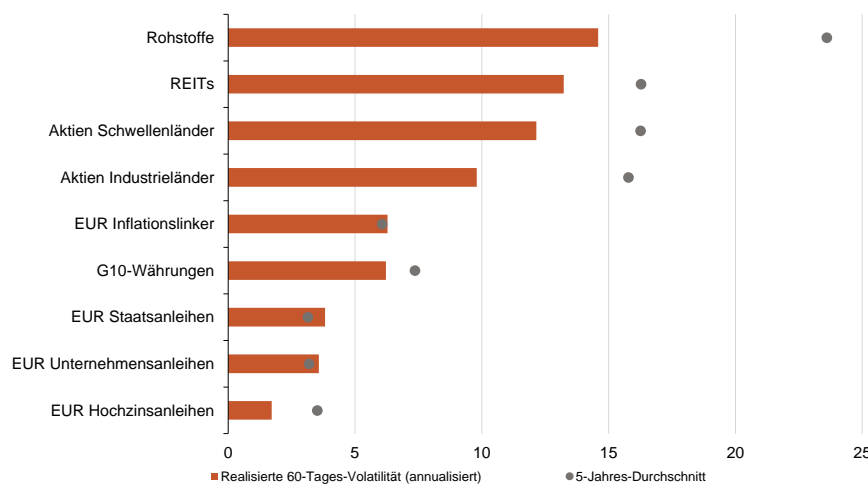
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die pessimistische Stimmung der US-Privatanleger setzte sich über die letzten zwei Wochen fort. Nur noch knapp ein Drittel der Befragten rechnen mit steigenden Aktienmärkten in den kommenden 6 Monaten.
- Die Pessimisten überwiegen die Bullen aktuell um knapp 11 Bp.

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. Tendenzuell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.  
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 06.10.2023

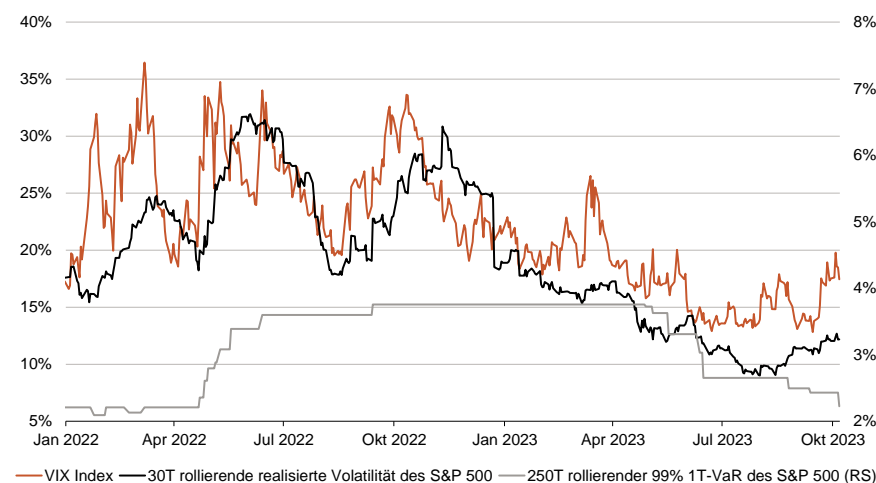
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten Volatilitäten der letzten 60 Handelstage waren zwar absolut gesehen für REITs, Rohstoffe und Aktien der Schwellenländer am höchsten, historisch waren sie für diese Segmente jedoch unterdurchschnittlich.
- Lediglich bei den Anleihe-segmenten ist die Volatilität gegenüber der eigenen Historie, mit Ausnahme von Hochzinsanleihen, vergleichbar mit den letzten 5 Jahren.

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: 06.10.2018 - 06.10.2023

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

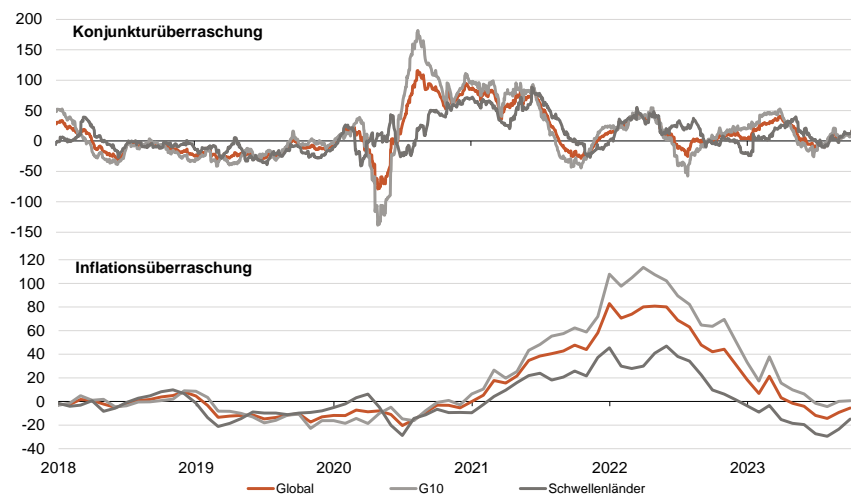


- Der VIX übertraf Ende September die Marke von 20 und die realisierte Volatilität stieg über 13 % – beides zum ersten Mal seit Ende Mai dieses Jahres.
- Insgesamt dürften risikobasierte Anlagestrategien daher weniger Aktien nachgefragt haben.

Der VIX Index ist ein Maß für die in Optionen gepreiste implizite Volatilität des S&P 500 über ungefähr die nächste 30 Tage. Die realisierte Volatilität gibt die Schwankungsbreite der täglichen Renditen an. Der historische 99% Value-at-Risk gibt den minimalen Verlust der Tage, die zu den schlechtesten 1% des Beobachtungszeitraum gehören, an. Je höher (niedriger) der VIX, die realisierte Volatilität und der Value-at-Risk, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 06.10.2023



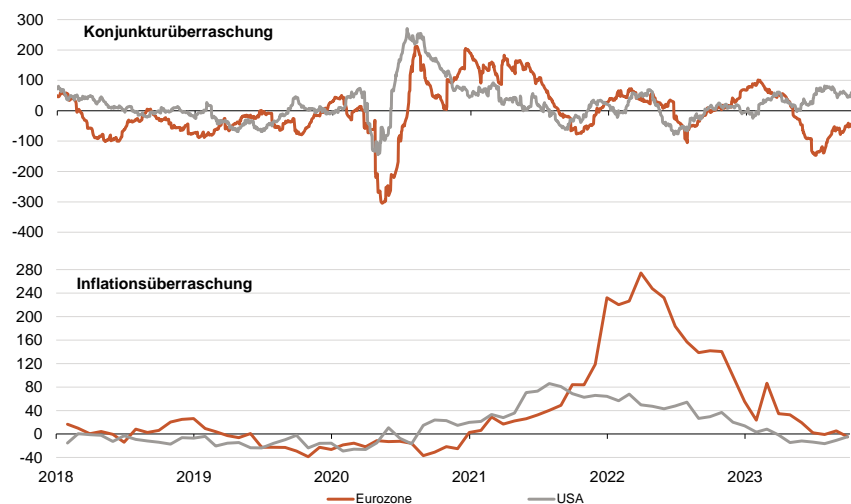
## Global



- Die Konjunkturdaten sowohl für die Industrienationen als auch die Schwellenländer kamen in den letzten zwei Wochen besser als erwartet rein. Großbritannien überraschte mit einem höheren BIP-Wachstum für das zweite Quartal. In China übertrafen die offiziellen PMI-Daten die Erwartungen, wobei die Caixin PMI-Zahlen enttäuschten.
- Die weltweiten Inflationsdaten haben im September weniger negativ überrascht als in den Vormonaten.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.10.2023

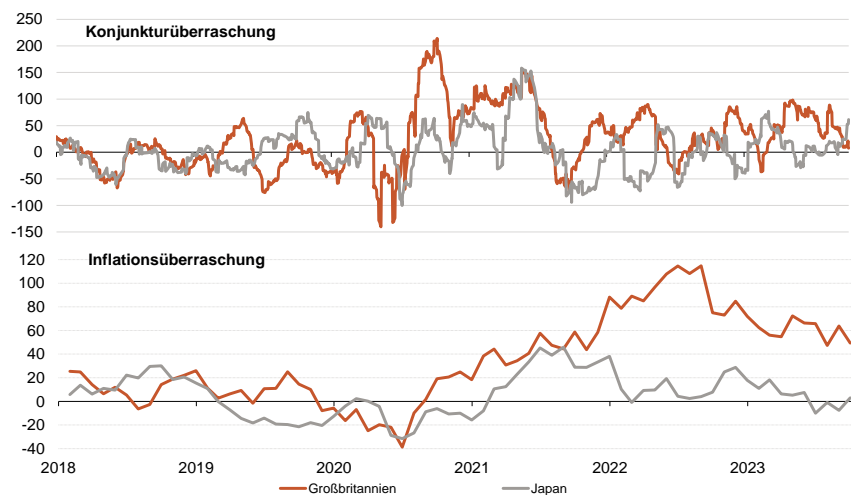
## Eurozone & USA



- In den USA überraschten die Auftrags-eingänge langlebiger Güter und der Industrie, der ISM-Index des verarbeitenden Gewerbes sowie das Verbraucher-vertrauen positiv, wobei die Erstanträge auf die Arbeitslosenhilfe im September unter den Erwartungen lagen. Der IFO-Geschäftsklimaindex für Deutschland kam leicht über den Erwartungen rein, in Frankreich überraschte die Industrie-produktion positiv.
- Sowohl die europäischen Verbraucherpreise im September als auch die PCE-Kernrate in den USA überraschten im Monatsvergleich leicht negativ.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.10.2023

## Großbritannien & Japan

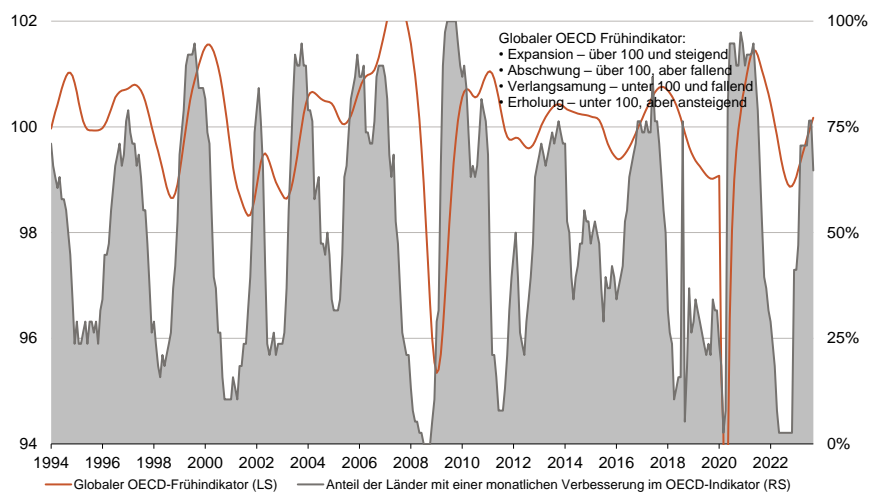


- In Japan überraschten die Arbeitslosenquote, die Industrieproduktion sowie die Einzelhandelsumsätze leicht positiv. In Großbritannien enttäuschte der Einkaufsmanagerindex der Baugewerbe.
- Der Verbraucherpreisindex in Japan kam im September über den Erwartungen rein.

Die Citigroup Economic Surprise Indizes sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Index deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertroffen haben. Die Indizes werden täglich in einem rollierenden Dreimonatsfenster berechnet. Die Indizes verwenden eine Zeiterfallsfunktion, um das begrenzte Gedächtnis der Märkte zu replizieren, d.h. das Gewicht einer Datenüberraschung verringert sich über die Zeit.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.10.2023



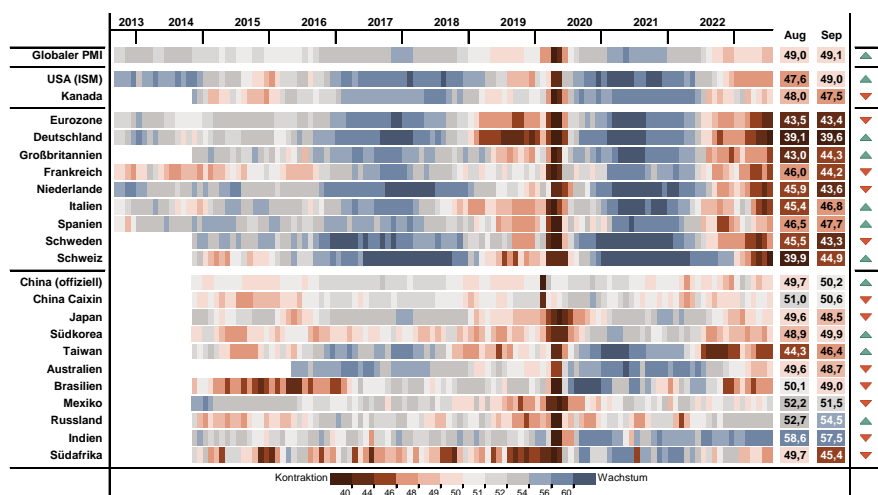
## OECD Frühindikator



- Im September blieb der globale OECD-Frühindikator mit einem Wert von 100,2 weiterhin über der 100-Marke. Die globale Wirtschaftserholung setzt sich damit weiter fort.
- Laut dem Frühindikator sahen 65% der erfassten Länder im letzten Monat eine Verbesserung der Wirtschaftslage gegenüber dem Vormonat, wobei China und Großbritannien den stärksten Anstieg zeigten.

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 - 06.10.2023

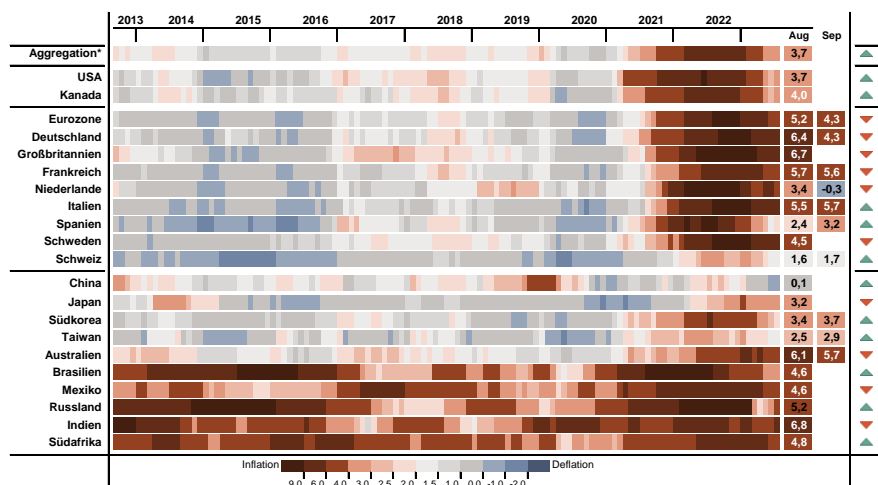
## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die globalen PMI-Zahlen wiesen im September weiterhin ein gemischtes Bild auf. Während die Daten in den USA, Deutschland, Italien und Südkorea über den Erwartungen lagen, enttäuschten die Zahlen in Frankreich, Kanada und Brasilien. Damit liegt der globale PMI-Index bereits seit einem Jahr unter 50 Punkten.

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: 06.10.2013 - 06.10.2023

## Gesamtinflation

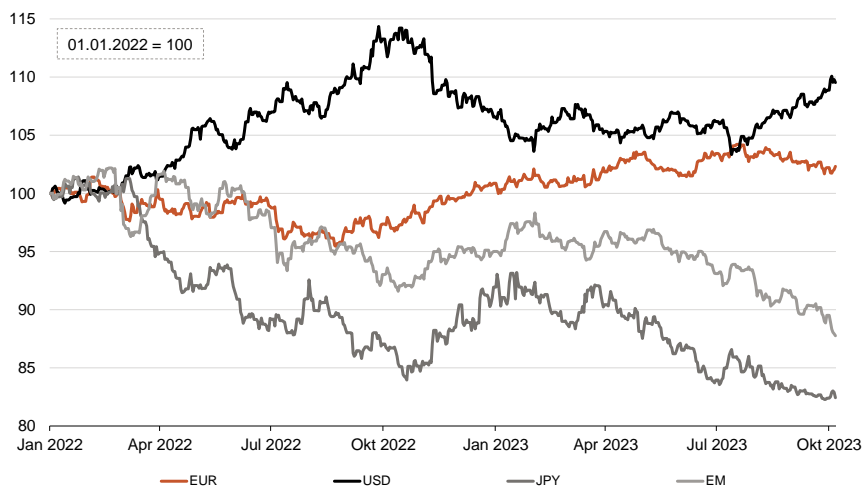


- Die ersten Inflationsdaten für September zeigen, dass der globale Kampf gegen die Inflation noch nicht vorbei ist. Während die Teuerungsraten in Deutschland, Frankreich und Australien im Vergleich zum Vormonat gesunken sind, ist die Inflation in Italien, Spanien und Südkorea weiterhin im Aufwärtstrend. In Spanien und Italien trieben höhere Kraftstoff- und Strompreise die Inflation maßgeblich in die Höhe.

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: 06.10.2013 - 06.10.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

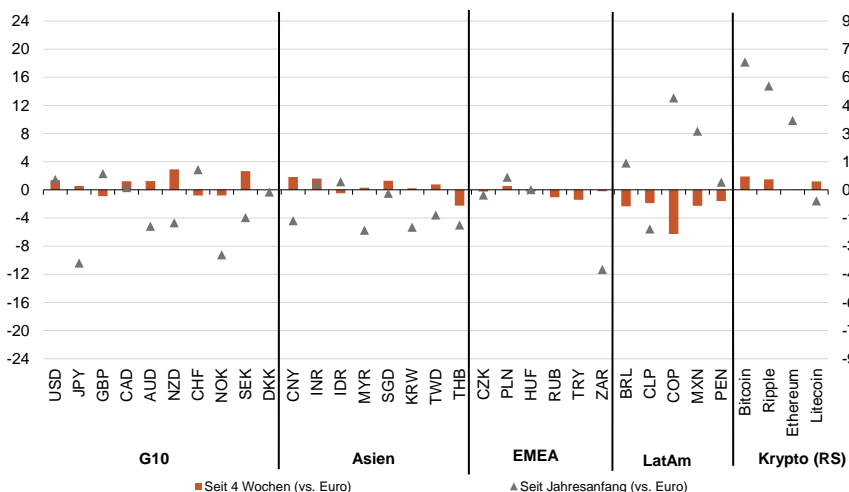


- Der US-Dollar setzte seinen Aufwärtstrend aufgrund gestiegener Zinserwartungen für das nächste Jahr fort und erreichte auf handelsgewichteter Basis einen neuen Höchststand in diesem Jahr.
- In Japan übertraf letzte Woche der USDJPY Wechselkurs kurzzeitig die wichtige Marke von 150. Dabei äußerte sich die Bank von Japan nicht zu möglichen Interventionen zur Stützung des Yen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2022 - 06.10.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

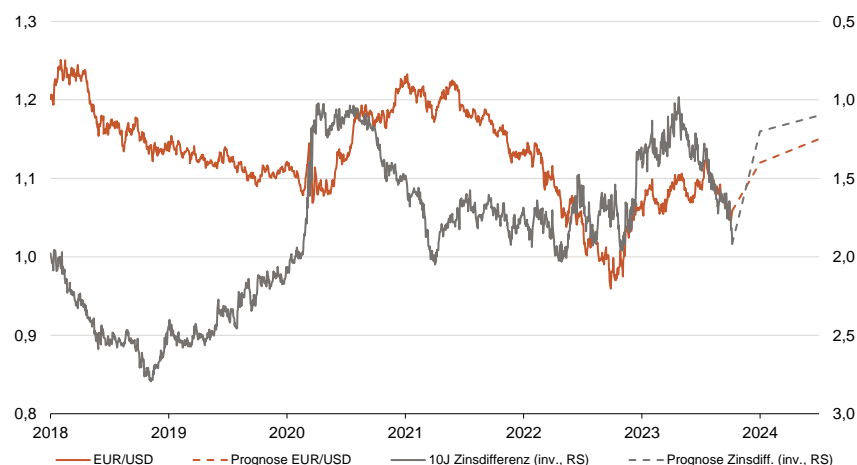


- Die Konjunktursorgen in Europa haben den Euro in den letzten beiden Wochen weiter belastet. Während lateinamerikanische Währungen ausnahmslos abwerteten, gewannen asiatische Währungen in der Breite hinzu.
- Die polnische Notenbank senkte den Leitzins zum zweiten Mal in Folge. Die Senkung um 25 Basispunkte reduzierte somit den Leitzins auf 5,75 %. Der polnische Zloty erreichte damit den niedrigsten Stand gegenüber dem Euro seit April dieses Jahres.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 06.10.2023

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



- Der EURUSD Wechselkurs handelte letzte Woche temporär unter der 1,05-Marke und erreichte damit den niedrigsten Stand seit Anfang des Jahres.
- Maßgeblich für den schwachen Euro ist die gestiegene Zinsdifferenz zwischen Treasuries und Bundesanleihen, die mit 184 Bp für 10-jährige Anleihen den höchsten Stand seit November 2022 erreichte.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigen Bundesanleihen. Die Prognosen wurden von der Berenberg Volkswirtschaft erstellt.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 30.06.2024



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (08.09.23 - 06.10.23)	YTD (30.12.22 - 06.10.23)	06.10.22	06.10.21	06.10.20	06.10.19	05.10.18
			06.10.23	06.10.22	06.10.21	06.10.20	06.10.19
Finanzen	2,1	12,6	27,2	-9,9	45,0	-19,2	-5,7
Energie	-0,3	9,1	15,3	30,4	69,0	-44,9	-11,5
Value	-0,3	8,7	19,8	-4,6	29,5	-15,2	-2,0
Telekommunikation	-0,6	8,7	10,4	-11,6	17,9	-18,5	8,5
Grundstoffe	-1,2	-0,3	7,7	-6,5	26,1	10,3	-3,2
Gesundheit	-2,3	8,3	13,7	-0,4	13,0	9,8	12,8
Industrie	-2,5	10,8	21,7	-16,5	29,3	5,9	5,1
Zyklische Konsumgüter	-3,0	9,7	20,3	-17,1	31,3	2,9	3,2
Growth	-3,7	6,6	11,2	-12,9	22,8	8,7	9,9
Informationstechnologie	-3,9	14,0	15,3	-23,2	34,7	19,3	5,4
Basiskonsumgüter	-4,4	-1,2	1,1	-0,6	9,9	-3,5	17,2
Versorger	-7,8	-1,4	9,5	-8,2	6,2	8,3	26,0

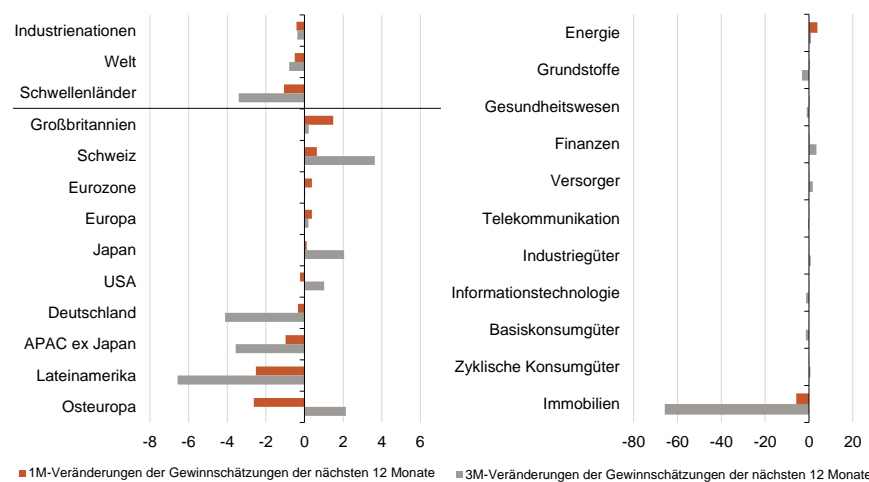
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Über die letzten vier Wochen entwickelte sich abgesehen von Finanzaktien keines der hier dargestellten Aktiensegmente positiv. Neben den erneut höheren (US-)Staatsanleiherenditen, belasteten die falkenhaften Kommentare der Fed nach der September-Sitzung.
- Insbesondere Technologieaktien litten unter den hohen Zinsen, während der Ölpreisanstieg in Q3 die Verluste bei Energieaktien begrenzte.

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: 05.10.2018 - 06.10.2023

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen

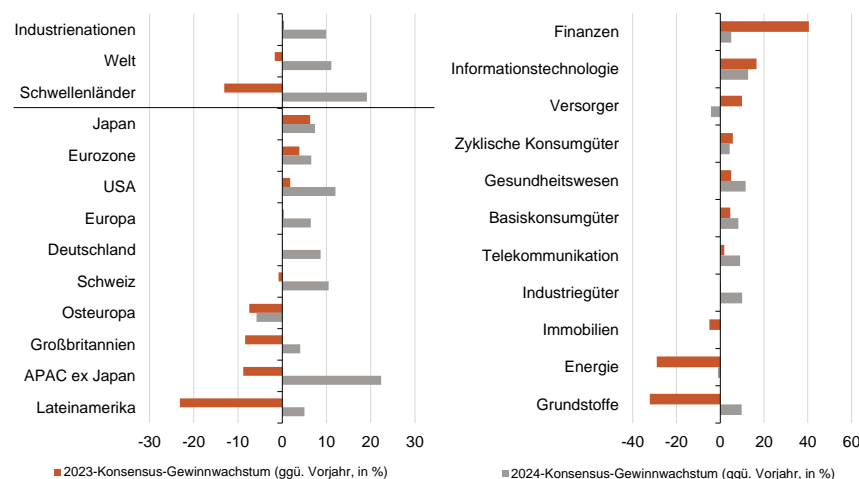


- Bei der anstehenden Q3-Berichtssaison steht die Fundamentalsituation der Unternehmen verstärkt im Anlegerfokus.
- Die Analysten haben über den letzten Monat die Gewinnsschätzungen sowohl für die Industrienationen als auch für die Schwellenländer nach unten revidiert. Es ist hervorzuheben, dass die Analysten erstmals seit Juli dieses Jahres die Gewinnsschätzungen für die USA gesenkt haben.

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

Quelle: FactSet, Stand: 06.10.2023

## Gewinnwachstum



- Der Konsensus erwartet für dieses Jahr kein merkliches Gewinnwachstum für die Industrienationen und eine deutliche Gewinnrezession für die Schwellenländer. Für das kommende Jahr 2024 erwarten die Analysten dann eine Gewinnerholung der Schwellenländer, mehrheitlich getrieben durch Asien.

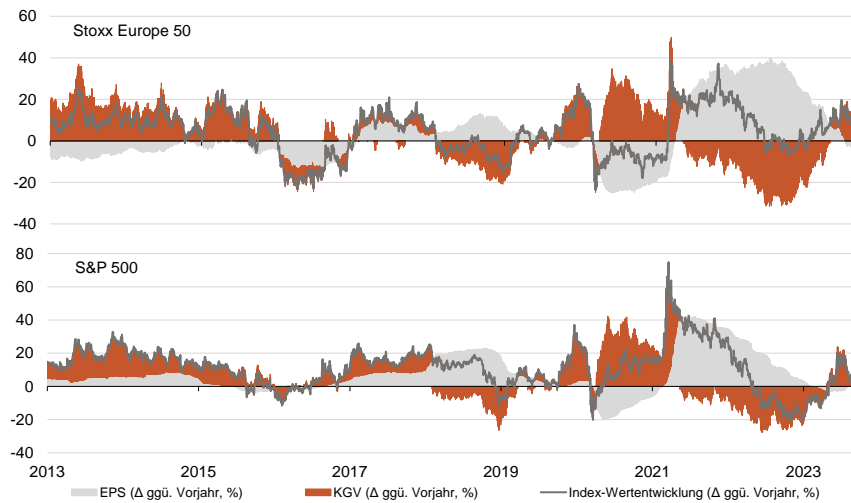
Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnsschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik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

Quelle: FactSet, Stand: 06.10.2023





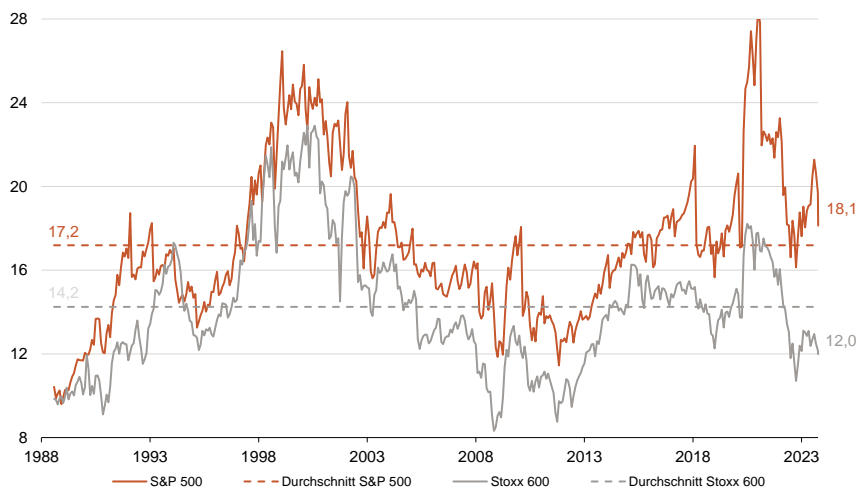
## Kontributionsanalyse



- Der Rückenwind durch die Bewertungsausweitung seit Jahresbeginn hat durch die erneut stark gestiegenen (Real-)Zinsen einen Dämpfer verpasst bekommen. Der US-Realzins notiert aktuell bei knapp unter 2,5 % und damit so hoch wie zuletzt 2008.
- Beim Stoxx Europe 50 hat auch die Gewinnentwicklung leicht belastet.

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 - 06.10.2023

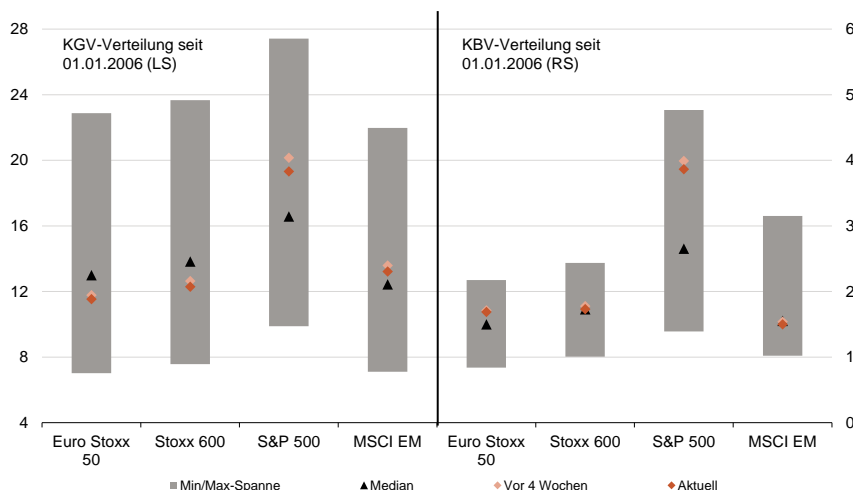
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die hohen US-Zinsen – die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen kratzte Anfang Oktober kurzzeitig sogar an der 4,8 % -Marke – erhöhte den Bewertungsdruck bei europäischen und US-Aktien.
- Das KGV auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate ist für den S&P 50 an die 18x-Marke gerutscht. Der S&P 500 hat damit die Bewertungsausweitung seit Jahresbeginn beinahe vollständig wieder abgegeben.

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie der jeweilige KGV-Durchschnitt seit 1988. \*Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.  
Quelle: Bloomberg, Factset, Zeitraum: 31.12.1987 - 06.10.2023

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

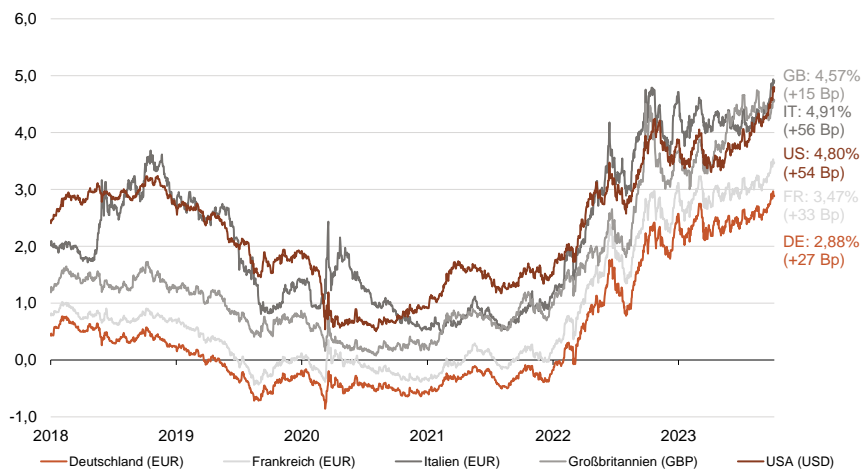


- Die hohen Zinsen haben zu günstigeren Bewertungen bei allen hier dargestellten Bewertungskennziffern für die ausgewählten Aktienregionen geführt.
- Basierend auf dem KGV und KBV sind insbesondere US-Aktien günstiger geworden. Dennoch sind sie verglichen mit dem Median seit 2006 immer noch historisch teuer.

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 - 06.10.2023



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

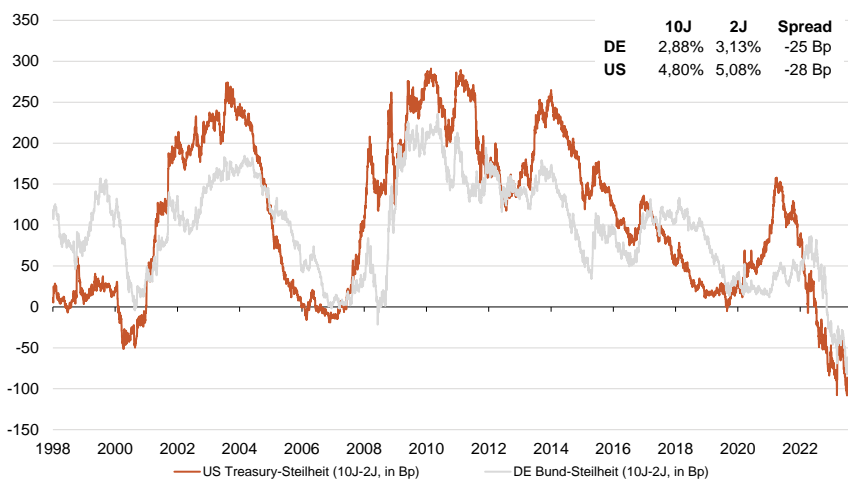


- Sichere Staatsanleihen erfuhren über die letzten vier Wochen weitere Renditeanstiege. So stiegen beispielsweise die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen im dritten Quartal fast 80bp auf aktuell knapp 4,8 %.
- Der Zinsanstieg ist dabei vor allem auf steigende Realzinsen zurückzuführen und nicht durch steigende Inflationserwartungen getrieben, die über die letzten vier Wochen keine große Veränderung erfuhren.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.10.2023

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

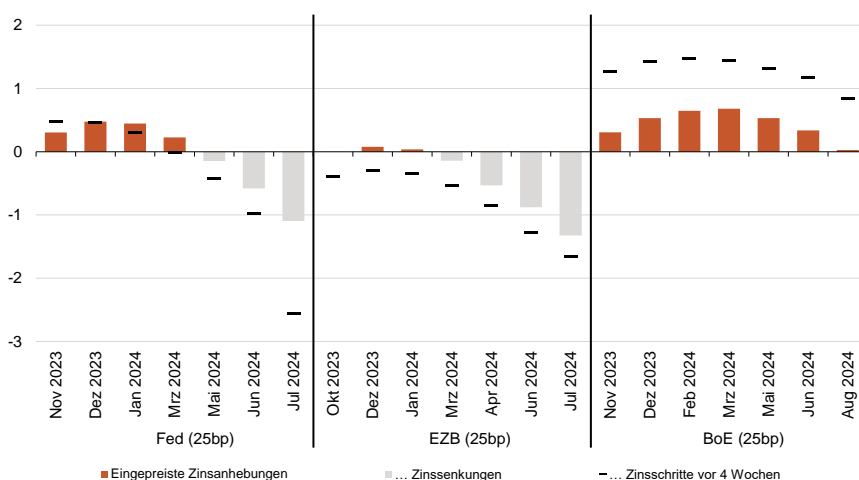


- Die US-Renditestrukturkurve versteilerte sich über die letzten zwei Wochen aufgrund stärker gestiegenen Zinsen am langen Ende und fallenden Zinsen am kurzen Ende. Die Zinsdifferenz zwischen 2- und 10-jährigen US-Staatsanleihen fiel von 68 auf 28 Basispunkte.
- Sorgen um die steigende US-Staatsverschuldung und die starke Emissionstätigkeit von US-Staatsanleihen unterstützen die Entwicklung.

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 - 06.10.2023

## Implizite Leitzinsveränderungen



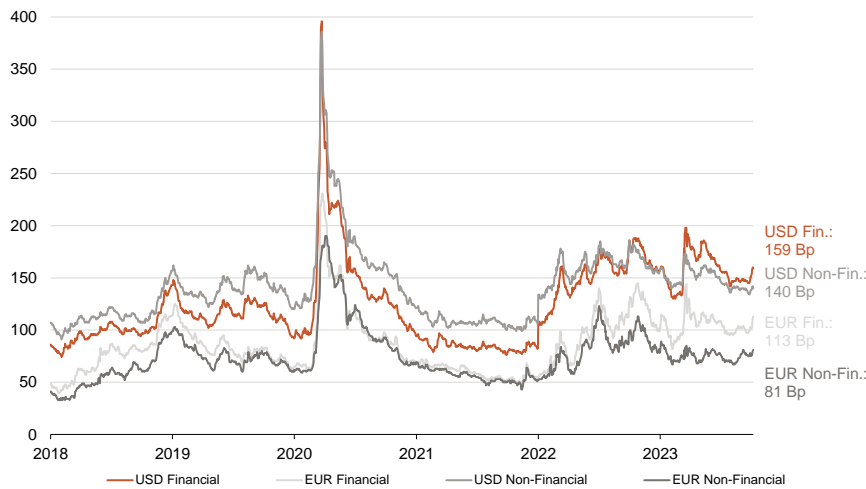
- Die Märkte rechnen aktuell mit keinen weiteren vollen Zinsschritten dieses Jahr für die Fed, EZB und BoE.
- Während noch vor einigen Monaten die Märkte mit einer länger restriktiven Zinspolitik der EZB im Vergleich zur Fed gerechnet hatten, erwarten die Märkte nun bereits für März die erste Zinssenkung für die EZB, während für die Fed die erste Senkung erst für Mai erwartet wird.

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: 17.12.2023 - 06.10.2023



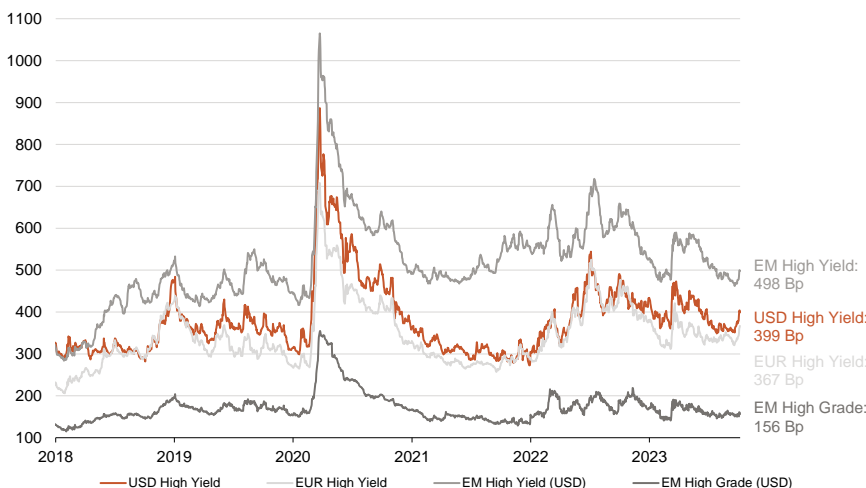
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- IG-Finanzanleihen in EUR und USD verzeichneten einen starken Anstieg der Risikoaufschläge von jeweils 15 Bp und 14 Bp in den vergangenen zwei Wochen.
- Nicht-Finanzanleihen sahen ebenfalls eine Spreadausweitung, wenn auch geringer als bei ihren Finanz-Pendants.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.10.2023

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Hochzinsanleihen in USD erfuhren auf Index-Ebene eine Spreadausweitung von 35 Bp über die letzten zwei Wochen. EUR-Hochzinsanleihen sahen ebenfalls eine merkliche Spreadausweitung von 38 Bp.
- Die Risikoaufschläge von EM-High-Grade-Anleihen sahen hingegen keine große Veränderung.

Wie hoch das mit der Unternehmensanleihe verbundene Risiko ist, zeigt sich an ihrem Asset Swap Spread (in Bp). Dieser gibt die Rendite an, die der Emittent zusätzlich zum Swapsatz für die jeweilige Laufzeit als Ausgleich für sein Bonitätsrisiko zahlen muss. Siehe weitere Erläuterungen unten.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.10.2023

## Anleihe-segmente in der Übersicht

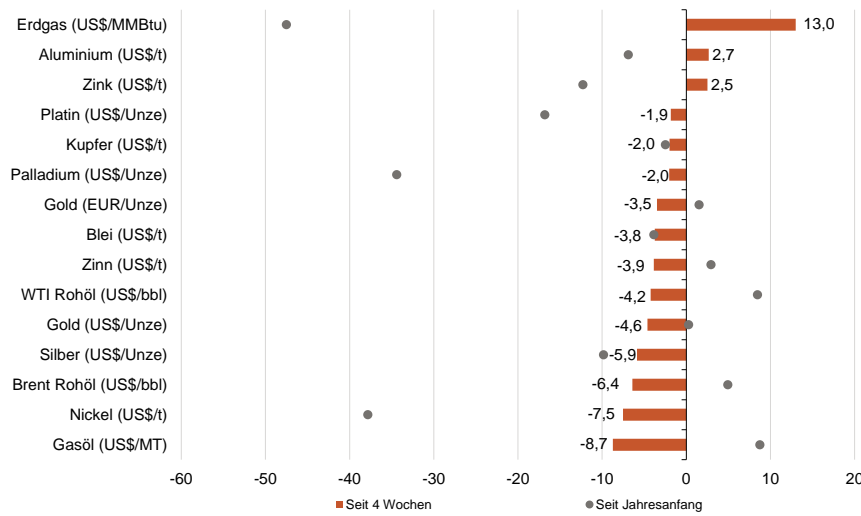
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	06/10/22 06/10/23	06/10/21 06/10/22	06/10/20 06/10/21	06/10/19 06/10/20	06/10/18 06/10/19
<b>EUR Government</b>	3,62	0,25	6,8	-	-	-	-2,0	-1,1	-3,1	-16,8	-2,0	0,8	12,5
Germany	2,94	0,16	7,0	-	-	-	-1,5	-1,6	-4,4	-14,9	-2,6	-0,7	8,8
<b>EUR Corporate</b>	4,60	0,17	4,4	93	3	78	-0,6	1,9	2,8	-15,2	1,2	0,5	6,5
Financial	4,87	0,22	3,7	113	9	88	-0,6	2,1	3,4	-13,4	1,2	0,6	5,8
Non-Financial	4,44	0,14	4,8	81	0	72	-0,6	1,8	2,5	-16,2	1,1	0,4	6,8
<b>EUR High Yield</b>	7,89	0,45	3,0	367	29	69	-0,6	5,3	9,1	-14,4	7,9	0,7	4,7
<b>US Treasury</b>	4,99	0,30	6,0	-	-	-	-2,5	-2,9	-2,1	-13,3	-3,1	6,6	13,0
<b>USD Corporate</b>	6,30	0,41	6,4	146	3	64	-2,7	-1,0	1,8	-17,6	1,8	7,0	15,0
Financial	6,51	0,39	4,8	159	10	85	-2,0	0,2	2,8	-15,0	1,7	7,1	13,2
Non-Financial	6,19	0,42	7,2	140	0	52	-3,1	-1,6	1,3	-18,8	1,8	7,0	15,8
<b>USD High Yield</b>	9,35	0,66	3,9	399	39	60	-2,0	4,5	6,6	-12,0	10,0	3,7	6,3
<b>EM High Grade</b>	6,39	0,32	5,0	156	2	28	-1,8	0,3	2,9	-16,3	1,9	4,1	12,1
<b>EM High Yield</b>	10,68	0,54	3,7	498	24	39	-1,6	1,6	9,3	-22,7	4,8	5,9	9,4

- Über den vergangenen Monat wiesen keines der hier dargestellten Anleihe-segmente eine positive Performance auf. Die gestiegenen Zinsen lasteten auf den Kursen und drückte auf die Performance.
- EUR-Hochzinsanleihen haben nun auch USD-Hochzinsanleihen als stärkstes Anleihe-segment in lokaler Währung seit Jahresstart überholt.

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: 06.10.2018 - 06.10.2023



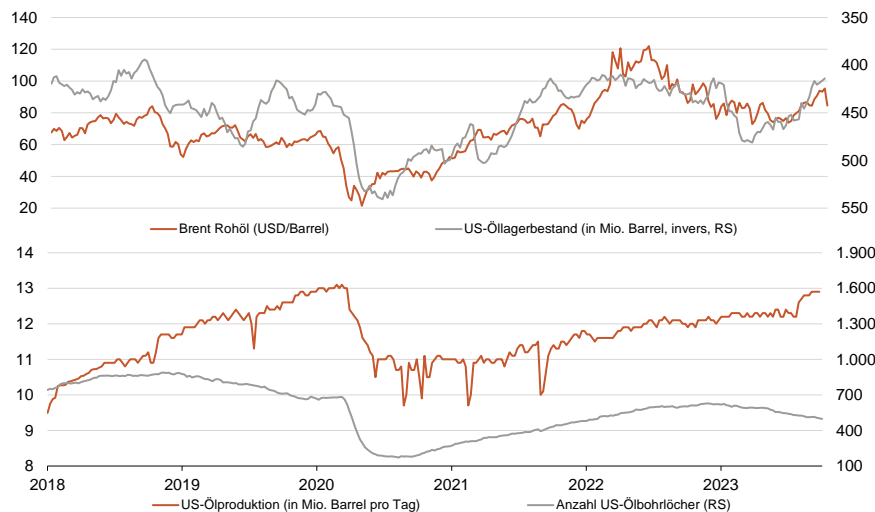
Performance Rohstoffe



- Nach der starken, durch Rohöl getriebenen Rohstoff-Rallye der letzten Wochen, setzte nun eine Trendumkehr ein.
- Schwächere Wirtschaftsdaten belasteten insbesondere zyklische Rohstoffe, während die gestiegenen Zinsen die relative Attraktivität von Edelmetallen wie Gold und Silber belasteten. Silber, der volatile kleine Bruder von Gold, verlor in Folge dessen knapp 6 % über die letzten vier Wochen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 06.10.2023

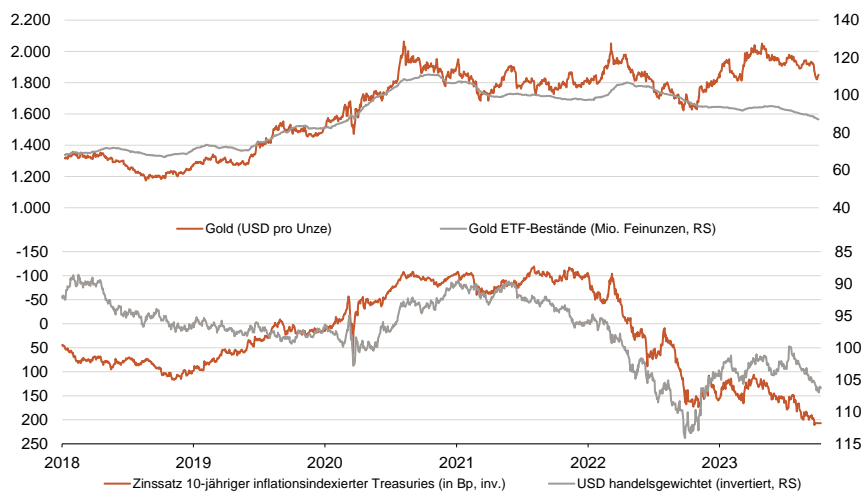
Rohöl



- Die Rohöl-Rallye über den September fand Anfang Oktober ein abruptes Ende.
- Trotz Zusagen der OPEC+ auf ihrem Treffen am 4. Oktober, dass an den Produktionskürzungen bis Jahresende festgehalten werde, überwogen die Konjunktur- und damit Nachfragesorgen zusammen mit wieder gestiegenen Lagerbeständen und ließen die Stimmung kippen.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.10.2023

Gold



- Während Gold sich über den September angesichts des erstarkten US-Dollars und Realzinses erstaunlich robust hielt, scheinen die stark gestiegenen Zinsen Anfang Oktober nun Spuren bei Gold zu hinterlassen. Gold verlor über die letzten vier Wochen in US-Dollar knapp 5 %, auch getrieben durch technische Verkäufe.

Der US-Dollar sowie der reale, d. h. inflationsbereinigte Zinssatz zählen zu den fundamentalen Preisfaktoren des Goldpreises. Steigende Realzinsen belasten tendenziell den Goldpreis, während sinkende Realzinsen unterstützend wirken. Das Gleiche gilt für den US-Dollar. Die Entwicklung der Gold-ETF-Bestände spiegelt die Nachfrage von Finanzanlegern nach Gold wider.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.10.2023

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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

## AUTOREN



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



**Ludwig Kemper, CFA | Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-224 | [ludwig.kemper@berenberg.de](mailto:ludwig.kemper@berenberg.de)



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



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

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>.

Datum: 9. Oktober 2023

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

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

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