

### Aktueller Marktkommentar

Nachdem die Aktienmärkte noch im Oktober angesichts geopolitischer Sorgen und steigender Zinsen nachgaben, gab es in der letzten Woche eine technische Gegenbewegung der überverkauften Märkte. Neben soliden Q3-Unternehmensergebnissen hat dabei geholfen, dass die Zinsen zuletzt teils deutlich heruntergekommen sind. So sind 10-jährige US-Renditen vom Hochpunkt im Oktober mehr als 50p gefallen, unterstützt durch eine leicht taubenhafte Fed und dem US-Finanzministerium, das sich nun verstärkt am kurzen Ende refinanzieren möchte. Nach der Fed-Sitzung letzten Mittwoch kam zudem wie so oft die Volatilität mit der nachlassenden Unsicherheit herunter. Der VIX fiel von 21 auf 15, was systematische Investoren wieder in den Markt gezwungen hat. Wir haben den Abverkauf Ende Oktober genutzt, um unser Aktienuntergewicht zu reduzieren, und US-Aktien aufgestockt. Diese sind in der Regel besonders durch verstärkte Aktienrückkaufprogramme zum Jahresende unterstützt. Fundamental bleiben wir aber skeptisch.

### Kurzfristiger Ausblick

Die kommenden zwei Wochen dürfte es ruhiger auf der (geld-)politischen Ebene werden. Die großen Zentralbanken treten erst wieder Mitte Dezember zusammen und politisch wird es erst am 13./14. November auf dem Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC) 2023-Gipfel spannend. An den Märkten dürfte das Gros der S&P-500 Unternehmen in den nächsten zwei Wochen die Q3-Berichtssaison abgeschlossen haben. Danach dürften die Aktienrückkaufprogramme der US-Unternehmen wieder an Fahrt gewinnen.

Heute stehen die Oktober-Einkaufsmanagerindizes (PMIs) der Industrie für die Eurozonenländer an. Die Daten zur deutschen Industrieproduktion (Sep.) und zur US-Handelsbilanz (Sep.) folgen am Dienstag. Donnerstag geben die US-Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung (4. Nov.) Einblicke in den US-Arbeitsmarkt. Freitag folgen die BIP-Zahlen (Q3) für Großbritannien und das vorläufige US-Verbrauchervertrauen der Universität Michigan (Nov.).

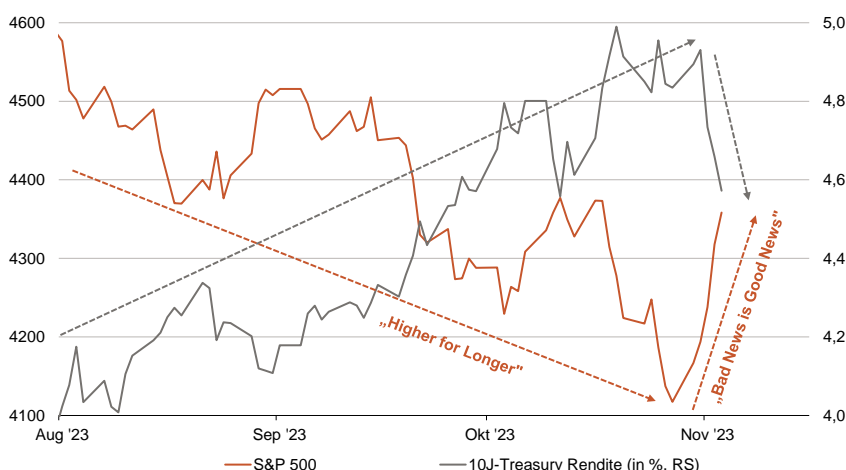
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Rube an der Zentralbankfront und Abschluss der Q3-Berichtssaison im Marktfokus.*

*PMIs und Arbeitsmarktdaten im Blick der Anleger.*

### Doch kein „höher für länger“?



- Nach zuletzt schwächeren US-Wirtschaftsdaten und daraufhin weniger falkenhaften Zentralbanken sind die Zinsen deutlich gefallen und Aktien kräftig gestiegen. Anstatt „Higher for Longer“ galt „Bad News is Good News“. Allerdings dürfte die Rallye stark durch Short-Covering und die pessimistische Anlegerstimmung begünstigt sein.
- Auch wenn kurzfristig weniger Zinsdruck gut für Aktien ist, sollten die schlechteren Makrodaten keinen Anlass zur Euphorie geben. Schlechte Nachrichten bleiben mittelfristig schlecht.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.08.2023 - 03.11.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (06.10.23 - 03.11.23)	YTD (30.12.22 - 03.11.23)	03.11.22	03.11.21	03.11.20	03.11.19	02.11.18
Gold	7,2	9,0	11,1	9,7	-6,5	20,2	25,3
REITs	-6,4	3,2	-10,7	-13,3	35,1	-18,4	24,3
EUR Unternehmensanleihen	1,6	3,7	5,0	-15,6	0,4	1,3	6,1
EUR Staatsanleihen	1,5	2,3	1,0	-10,9	-1,4	1,3	5,1
Brent	1,0	7,3	-8,0	74,0	121,1	-44,2	-7,4
Euro-Übernachteinlage	0,3	2,7	2,9	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4
Aktien Industrienationen	-0,1	12,1	7,8	-7,2	39,0	1,9	15,0
Aktien Emerging Markets	-0,3	1,2	2,7	-16,6	16,2	4,1	10,2
Industriemetalle	-12,1	-0,6	-8,3	7,0	35,7	-1,2	5,0
USD/EUR-Wechselkurs	-1,3	-0,2	-9,2	19,1	0,9	-4,7	2,0
Globale Wandelanleihen	-2,2	3,1	-5,6	-14,1	28,1	24,5	7,0
Aktien Frontier Markets	-3,7	3,7	-1,2	-18,7	36,3	-7,4	11,4

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

- Aufgrund des anhaltenden militärischen Konflikts im Nahen Osten und der damit einhergehenden Verschlechterung der weltweiten Risikostimmung verzeichnete der Goldpreis im Monatsverlauf den stärksten Anstieg. Auch der Rückgang der Realzinsen verlieh dem Edelmetall Rückenwind. Der Konflikt lastete jedoch auf den Aktien der Frontier-Märkte.
- Die zurückgegangenen Realzinsen beflügelten die Anleihen in Europa sowie die zinsensitiven REITs.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 03.11.2018 - 03.11.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (06.10.23 - 03.11.23)	YTD (30.12.22 - 03.11.23)	03.11.22	03.11.21	03.11.20	03.11.19	02.11.18
MSCI EM Osteuropa	15,6	30,4	44,1	-84,5	70,2	-31,5	28,8
Stoxx Europa Small 200	1,1	1,5	7,2	-28,3	43,3	-4,3	11,1
MSCI Japan	0,9	10,7	10,2	-11,1	21,1	-2,7	10,6
Euro Stoxx 50	0,8	12,7	19,1	-14,5	41,7	-12,7	15,9
Stoxx Europa Defensiv	-0,1	6,7	7,3	0,8	29,2	-10,5	15,2
Stoxx Europa Zyklisch	-0,1	8,5	14,7	-18,3	46,0	-9,6	9,4
S&P 500	-0,3	14,8	8,2	-3,6	41,9	6,7	17,2
DAX	-0,3	9,1	15,7	-17,7	32,0	-6,7	12,5
Stoxx Europa 50	-0,4	8,7	12,4	-2,7	35,9	-11,8	15,3
MSCI USA Small Caps	-0,5	2,1	-6,1	-7,7	52,3	-1,7	9,0
MSCI Großbritannien	-1,3	5,0	7,6	2,5	38,5	-22,9	8,9
MSCI EM Asien	-1,4	-0,2	4,9	-20,3	11,1	15,3	10,5

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; MSCI Japan: MSCI Japan TR; Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; MSCI USA Small Caps: MSCI USA Small Caps TR; Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe 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.

- Die Wahlergebnisse sowie bessere Wirtschaftsaussichten in Polen trieben den osteuropäischen Aktienindex im letzten Monat in die Höhe.
- Zuletzt stark fallende Zinsen halfen Eurozonen-Aktien. Das schwächere Pfund lastete hingegen auf der Performance britischer Aktien in Euro.
- Schwächer als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten in China führten zu einem Abwärtsdruck auf die Aktien der asiatischen Schwellenländer, die das Schlusslicht im letzten Monat bildeten.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 03.11.2018 - 03.11.2023

Anleihen

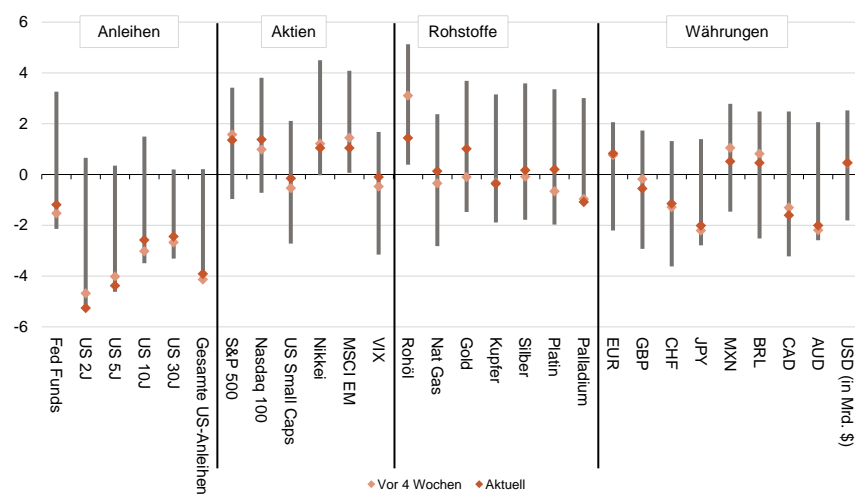
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (06.10.23 - 03.11.23)	YTD (30.12.22 - 03.11.23)	03.11.22	03.11.21	03.11.20	03.11.19	02.11.18
EM-Staatsanleihen (lokal)	3,1	6,3	6,4	-4,9	0,8	-8,1	16,5
Italienische Staatsanleihen	2,9	3,8	2,4	-16,9	-0,9	4,5	17,4
Britische Staatsanleihen	-1,2	2,6	-4,3	-25,0	0,6	1,3	12,9
USD Hochzinsanleihen	2,5	7,2	9,6	-12,5	10,0	3,1	8,3
USD Unternehmensanleihen	0,9	2,0	5,9	-19,4	2,0	7,2	15,3
Deutsche Staatsanleihen	0,5	1,7	-1,5	-16,4	-3,0	1,9	6,0
EUR Nicht-Finanzanleihen	1,6	3,4	4,3	-15,9	0,1	1,6	6,5
EM-Staatsanleihen (hart)	1,6	2,5	1,2	-9,9	4,9	-3,5	16,4
EUR Finanzanleihen	1,6	4,0	5,9	-15,1	0,8	1,0	5,7
EUR Hochzinsanleihen	1,3	6,7	10,0	-14,0	7,9	0,1	6,2
Chinesische Staatsanleihen	0,2	3,7	3,0	5,4	5,4	3,3	5,4
US-Staatsanleihen	-1,5	-0,2	-7,6	1,8	-1,3	2,0	13,2

Deutsche Staatsanleihen: IBOXX Euro Germany Sov TR; Italienische Staatsanleihen: IBOXX Euro Italy Sov TR; US-Staatsanleihen: ICE BoFA US Treasury TR; Britische Staatsanl.: IBOXX Sterling Gilts Overall TR; Chinesische Staatsanl.: ICE BoFA China Govt; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: IBOXX Euro Non-Fin. Overall TR; EUR Hochzinsanleihen: ICE BoFA EUR Liquid HY TR; USD Unternehmensanl.: ICE BoFA USD Corp TR; USD Hochzinsanl.: ICE BoFA USD Liquid HY TR; EM-Staatsanl. (hart): JPM EMBI Glo Div Unh. EUR TR; EM-Staatsanl. (lokal): JPM GBI-EM Glo Div Comp Unh. EUR TR

- Die Zinspause der EZB und damit das eventuelle Ende des Zinserhöhungszyklus in der Eurozone löste eine Rallye bei europäischen Anleihen aus. Auch die Entscheidung der BoE, den Leitzins unverändert zu lassen, gab britischen Staatsanleihen Rückenwind.
  - Fallende langfristige Refinanzierungskosten der Unternehmen führten zur Aufwärtsbewegung bei hochverzinslichen Anleihen. Der etwas schwächere Dollar lastete auf der Performance der USD-Staatsanleihen in Euro.
- Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 03.11.2018 - 03.11.2023



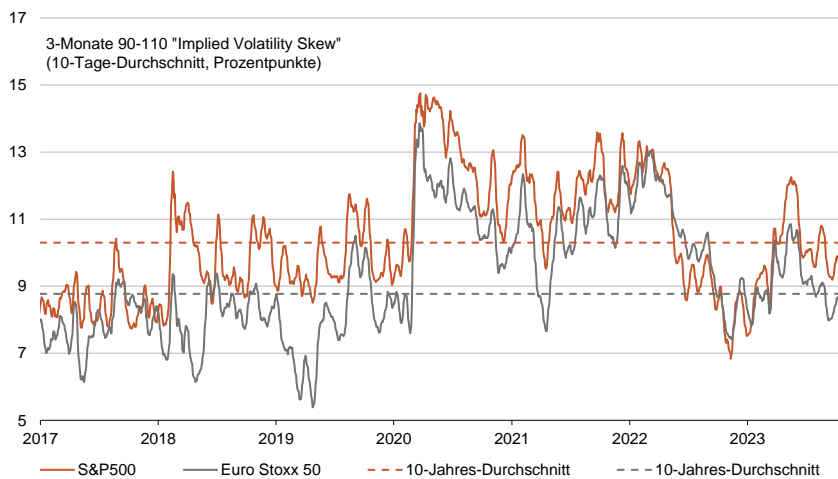
Spekulative Positionierung



- Spekulative Anleger haben zuletzt typische Value-Trades wie Rohöl oder MSCI EM reduziert und im Gegenzug Long-Positionen im Wachstums-lastigen Index Nasdaq 100 aufgebaut.
- Der deutliche Aufbau von Long-Positionen in Gold deutet auf ein erhöhtes Sicherheitsbedürfnis der Anleger.

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: 31.10.2013 - 31.10.2023

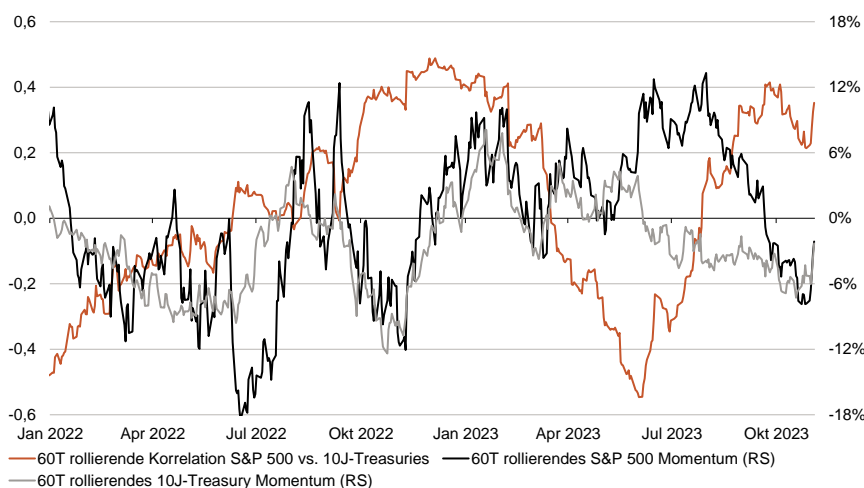
Put-Call-Skew



- Die Skew hat sich jüngst wieder etwas verflacht. Vor allem die Put-Skew (90-100) ist gefallen. Anleger haben nach der Korrektur bis Ende Oktober also weniger das Bedürfnis sich abzusichern.
- Dass im großen Stil auf eine Jahresendralle gesetzt wird, ist allerdings auch nicht zu erkennen, denn die Call-Skew (100-110) hat sich sogar versteilert.

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: 03.11.2013 - 03.11.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

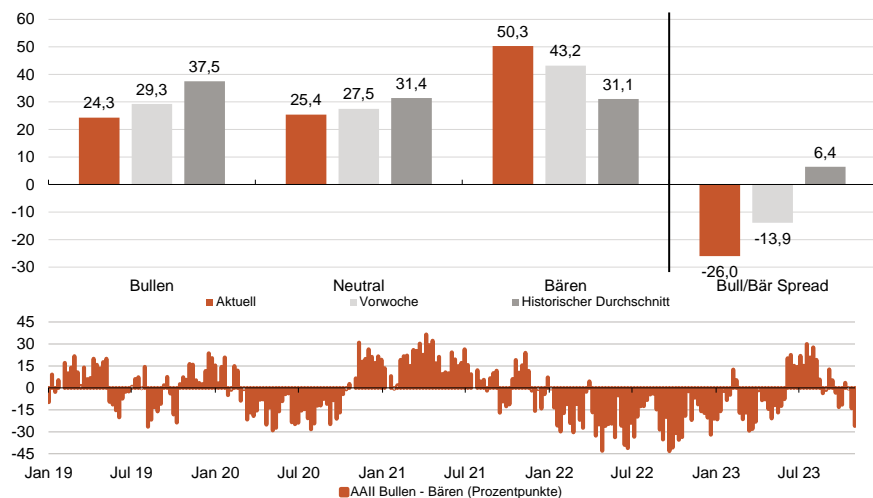


- Sowohl Aktien als auch Anleihen erholten sich in den letzten Tagen. Da Momentumstrategien in beiden Anlageklassen short sein dürften, könnte die Rallye durch Short-Covering technisch weiter getrieben werden.
- Die Korrelation zwischen US-Aktien und US-Treasuries bleibt in diesem Umfeld weiter positiv.

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 - 03.11.2023



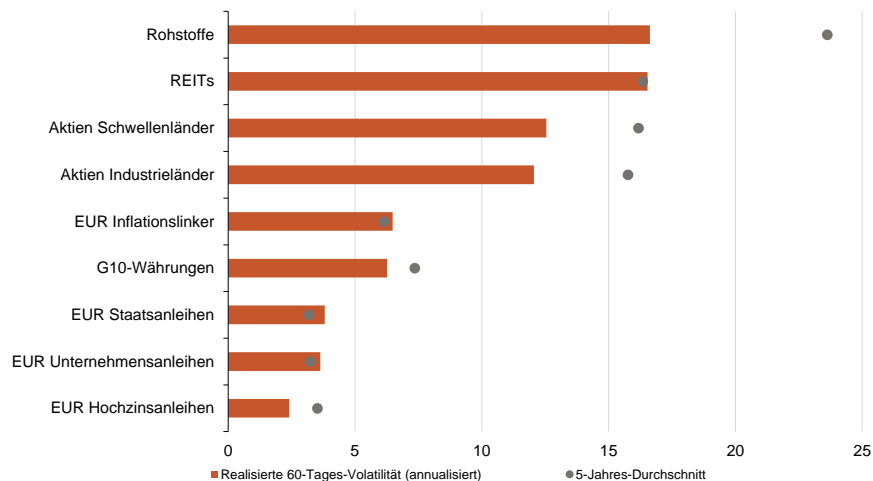
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich zuletzt wieder erheblich verschlechtert. Die Bären sind mit 50,3% sogar in der absoluten Mehrzahl.
- Hält die positive Performance an den Aktienmärkten an, dann scheint das negative Sentiment dieses Mal ein guter Kontraindikator gewesen zu sein.

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 - 02.11.2023

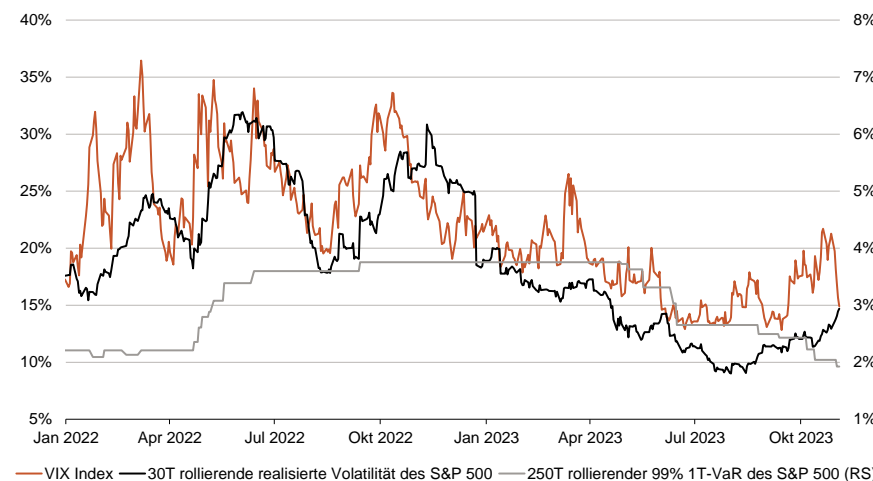
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten Volatilitäten sind in den letzten zwei Wochen in den Risikoanlagen leicht gestiegen.
- Trotzdem notieren sie bei den meisten Anlagen weiter unter ihrem 5-Jahres-Durchschnitt.
- Die Volatilität bei REITs, die typischerweise eine hohe Verschuldung aufweisen, ist angesichts der gestiegenen und volatilen Zinsen über die letzten Monate erstaunlich niedrig.

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: 03.11.2018 - 03.11.2023

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

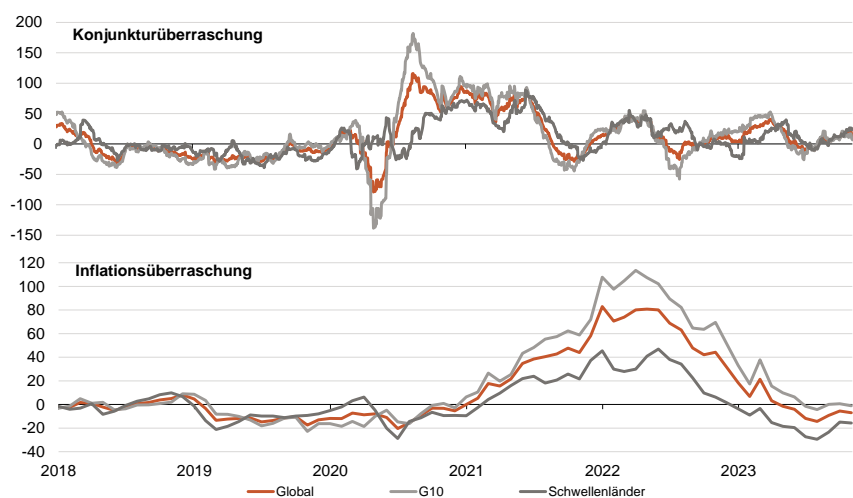


- Während die realisierte Volatilität sukzessive steigt, ist der VIX mit der Aussicht auf ein Ende des Zinserhöhungszyklus der Fed jüngst von über 20 wieder auf unter 15 gefallen.
- Die Bewegung entspricht damit auch der typischen Saisonalität. In den letzten 20 Jahren ist der VIX im November in 70% der Fälle gefallen.

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 - 03.11.2023



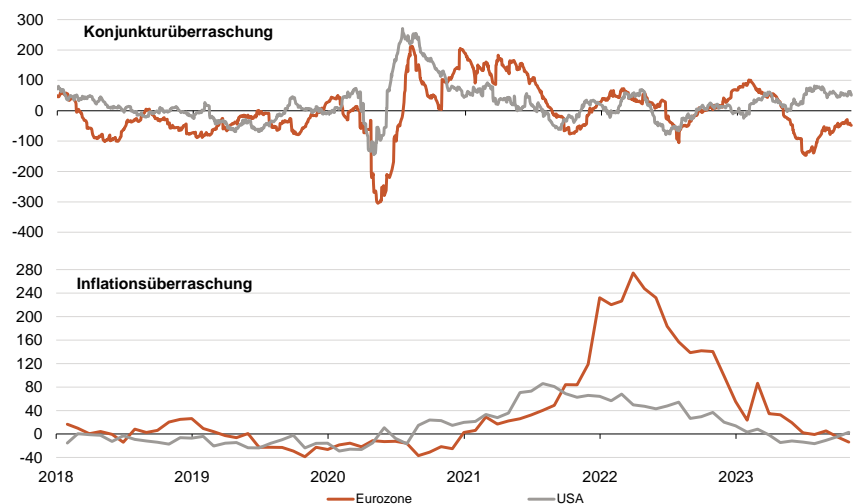
## Global



- Sowohl auf globaler Ebene als auch bei den G-10-Ländern nahmen die positiven Konjunkturüberraschungen ab. In China und Brasilien enttäuschten die PMI-Zahlen, in Deutschland kamen die Einzelhandelsumsätze unter den Erwartungen rein, wobei der IFO-Index nach oben überraschte. In Frankreich enttäuschten die PMI-Daten für das verarbeitende Gewerbe, der Dienstleistungen-Index überraschte hingegen positiv.
- Die Inflationsdaten überraschten im Oktober weltweit zunehmend negativ. In Südkorea waren die Energie- und Lebensmittelpreise wesentliche Treiber einer positiven Inflationsüberraschung.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 03.11.2023

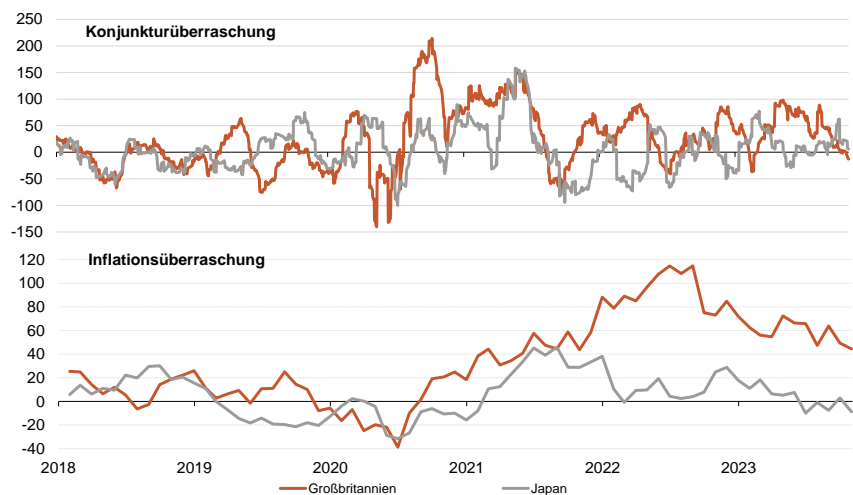
## Eurozone & USA



- Die Robustheit der US-Wirtschaft hält weiter an. Die Industrienauftragseingänge verzeichneten im September den stärksten Anstieg seit Anfang 2021. Der Verbrauchervertrauen-Index, die Konsumtentausgaben, die BIP-Wachstumsrate, sowie die Neubauverkäufe kamen über den Erwartungen rein. In Europa enttäuschten hingegen die BIP-Zahlen für die Eurozone, wobei das vorläufige BIP-Wachstum in Deutschland nach oben überraschte.
- Die Verbraucherpreise in der Eurozone kamen im Oktober unter den Erwartungen rein, in den USA überraschte die September-Kernrate leicht nach oben.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 03.11.2023

## Großbritannien & Japan



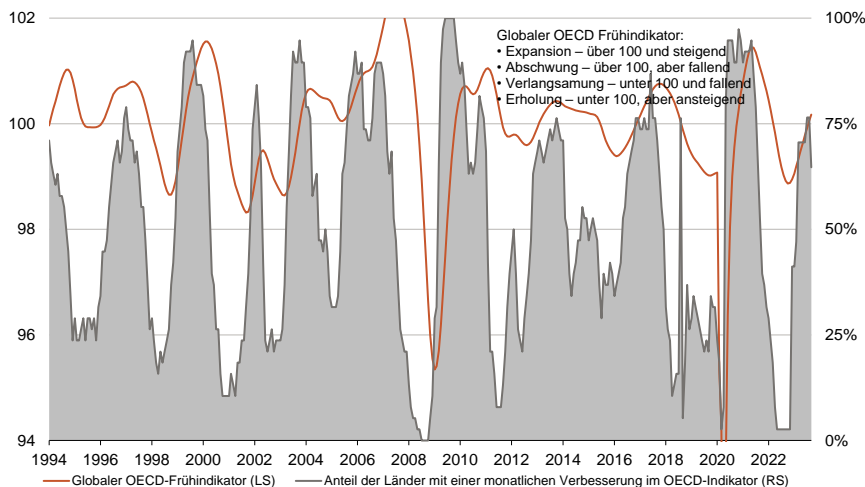
- In Großbritannien übertraf der PMI-Index für das verarbeitende Gewerbe die Erwartungen, wobei der Dienstleistungen-PMI enttäuschte. In Japan stiegen die Einzelhandelsumsätze sowie die Industrieproduktion schwächer als erwartet an. Die September-Kerninflationsrate überraschte in Japan nach oben.

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 - 03.11.2023





## OECD Frühindikator

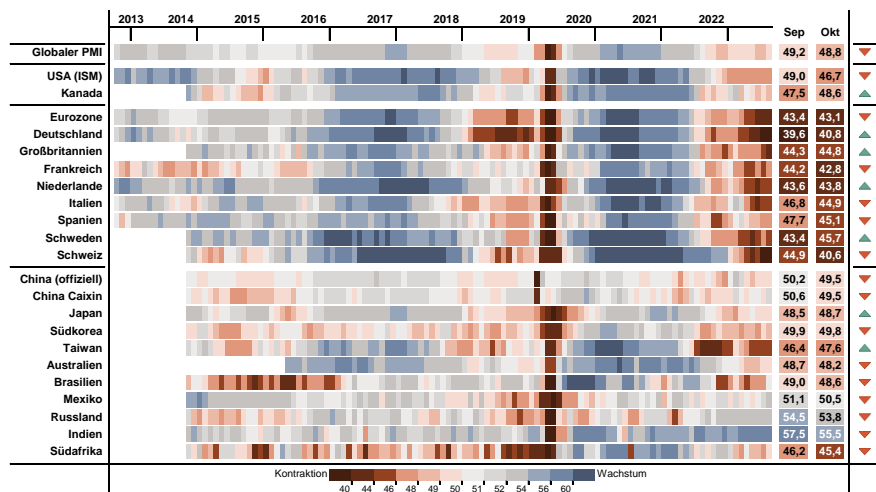


- Im September blieb der globale OECD-Frühindikator mit einem Wert von 100,2 weiterhin über der 100-Marke. Damit zeigt der Indikator schon den zwölften Monat in Folge eine steigende Tendenz.
- Laut dem Frühindikator sahen 65% der erfassten Länder im September eine Verbesserung der Wirtschaftslage gegenüber 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 - 03.11.2023

## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie

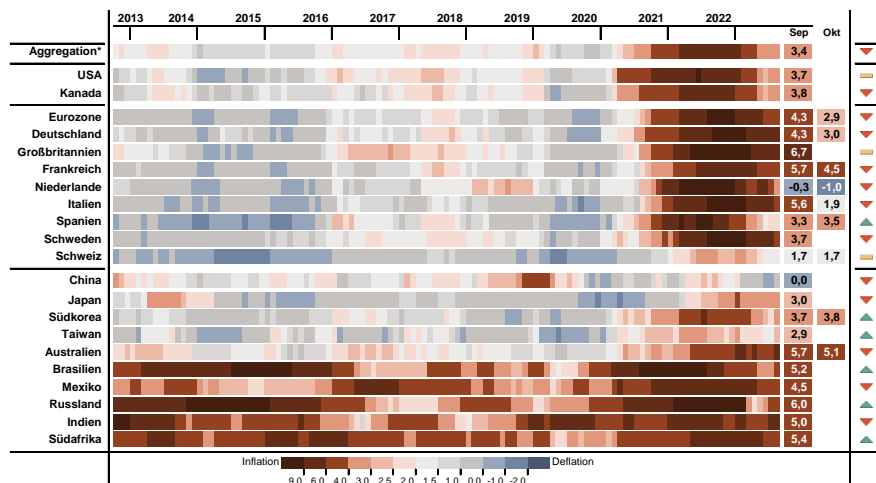


- Im Oktober verzeichnete der globale PMI einen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität im Vergleich zum Vormonat. Auf Länderebene konnten sich nur Kanada, Deutschland, Schweden, Niederlande, Großbritannien, Japan und Taiwan dem globalen Trend widersetzen.

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: 03.11.2013 - 03.11.2023

## Gesamtinflation



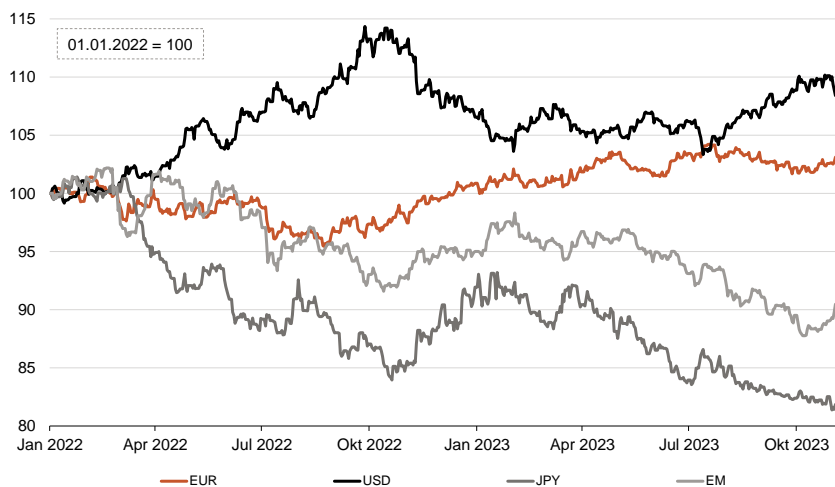
- Die ersten Inflationsdaten für Oktober zeigen die Erfolge einer restriktiven Geldpolitik der Zentralbanken. Mit Ausnahme von Spanien überraschte die Oktober-Inflationsrate in der Eurozone deutlich nach unten. Die Niederlande verzeichneten den zweiten Monat in Folge eine Deflation im Vergleich zum Vorjahresmonat. Niedrigere Energiepreise sorgten für eine negative Inflationsüberraschung in Deutschland.

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: 03.11.2013 - 03.11.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

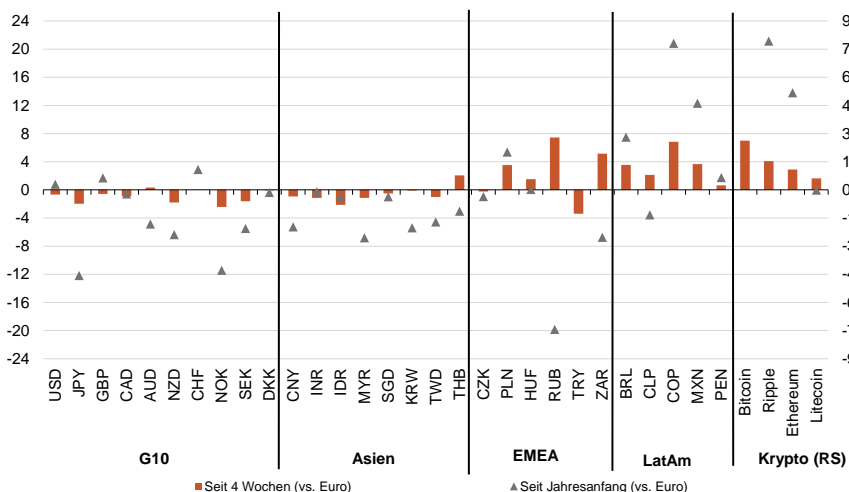


- Die Zinspause der Fed, das geringer als erwartet ausgefallene Neuemissionsvolumen von US-Staatsanleihen und die schwachen PMI-Zahlen in den USA haben den Aufwärtstrend des US-Dollars in den vergangenen zwei Wochen gestoppt. Die Währungen der Schwellenländer hingegen erhielten nach der Zinssetzung der Fed Rückenwind.
- In Japan übertraf letzte Woche der USDJPY Wechselkurs erneut die wichtige Marke von 150. Der BoJ-Chef äußerte Bereitschaft, bei Bedarf einzugreifen.

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 - 03.11.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

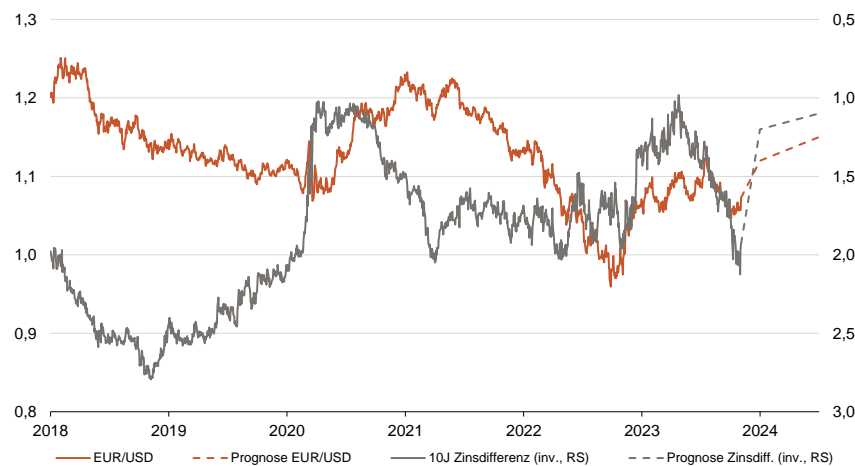


- Trotz schwacher Wirtschaftsdaten in der Eurozone und der Zinspause der EZB konnte sich der Euro im vergangenen Monat gegenüber den meisten G10-Währungen behaupten. Der australische Dollar legte nach den falkenhaften Äußerungen der RBA-Chefin Bullock sowie den besser als erwartet ausgefallenen Wirtschaftsdaten zu.
- Die tschechische Zentralbank hat den Leitzins unerwartet unverändert gelassen und damit den Abwertungstrend der tschechischen Krone gestoppt. Die kanadische Zentralbank ließ ihren Leitzins wie erwartet unverändert.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 03.11.2023

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



- Wie erwartet ließen sowohl die amerikanische Fed als auch die europäische EZB ihre Leitzinsen nach den Sitzungen unverändert. Die bessere Wirtschaftslage sowie der robuste Arbeitsmarkt in den USA hielten die Zinsdifferenz zwischen US- und deutschen Staatsanleihen weiter um die Marke von 2,00Pp.
- Der EURUSD Wechselkurs schwankte in den letzten zwei Wochen um die Marke von 1,06.

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 (06.10.23 - 03.11.23)	YTD (30.12.22 - 03.11.23)	03.11.22	03.11.21	03.11.20	03.11.19	02.11.18
			03.11.23	03.11.22	03.11.21	03.11.20	03.11.19
Versorger	6,9	5,4	11,2	-9,2	14,2	5,6	28,8
Informationstechnologie	3,1	17,6	22,8	-32,4	62,5	3,1	17,9
Grundstoffe	2,0	1,7	8,2	-9,7	35,5	-0,1	8,1
Energie	1,9	11,2	7,8	42,5	71,0	-47,6	-0,6
Telekommunikation	1,6	10,4	8,1	-7,2	20,2	-22,6	7,7
Basiskonsumgüter	1,5	0,2	2,3	-6,5	20,6	-4,7	15,4
Growth	0,1	6,8	10,7	-19,3	36,8	1,7	18,4
Value	-0,5	8,1	12,3	-3,4	39,1	-22,0	6,9
Industrie	-1,0	9,7	14,7	-17,6	38,4	-2,6	19,4
Zyklische Konsumgüter	-1,0	8,6	18,7	-23,7	45,3	-6,9	14,8
Finanzen	-1,7	10,7	18,0	-10,8	56,7	-25,6	5,4
Gesundheit	-4,0	4,0	4,9	-4,6	27,5	1,0	20,3

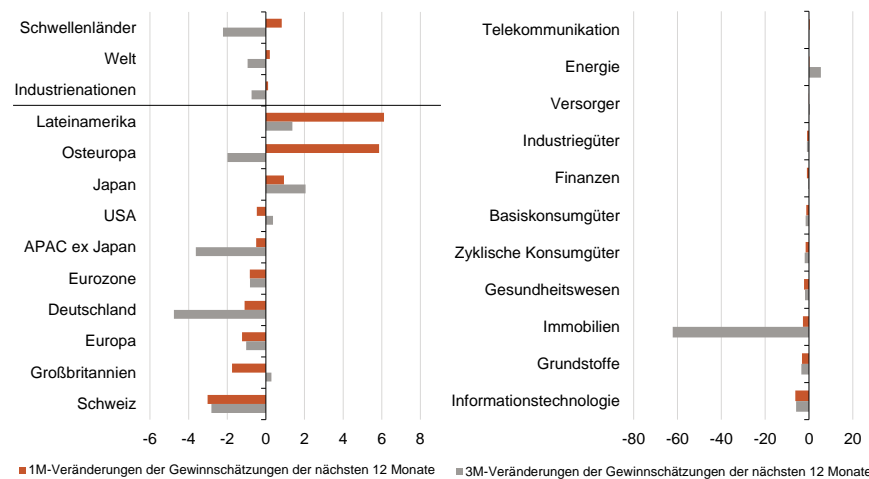
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Tech-Titel wurden in den letzten vier Wochen von Versorgeraktien bei der Sektorenentwicklung geschlagen. Aber auch Grundstoff- und Energieaktien entwickelten sich positiv. Growth-Aktien schlugen sich nur marginal besser als Value-Aktien.
- Finanz- und Gesundheitstitel bildeten über die letzten vier Wochen die Schlusslichter.

Gesamtrendite europäischer Aktienspektoren und europäischer Style-Indizes, 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: 02.11.2018 - 03.11.2023

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

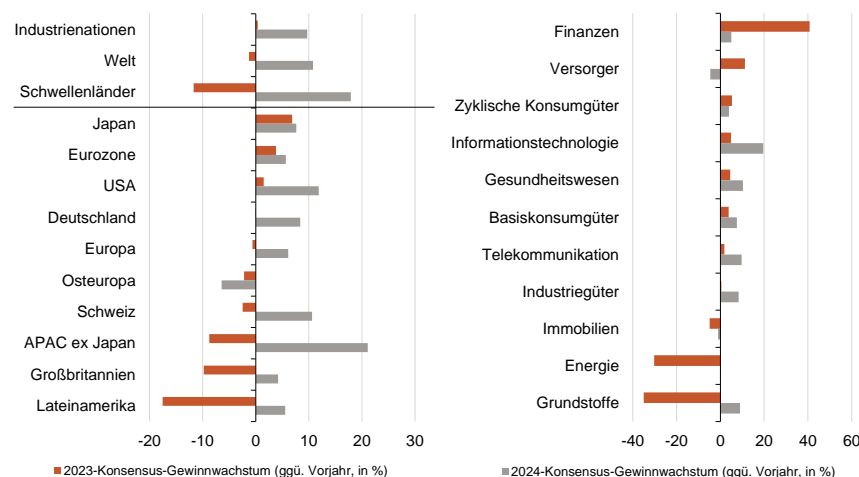


- Die Gewinnrevisionen sind parallel zu der recht soliden Q3-Berichtssaison (82 % der bereits berichteten S&P 500-Unternehmen übertreffen aktuell die Gewinnerwartungen) auf globaler Ebene positiv.
- Besonders pessimistisch sehen die Analysten den Gewinnausblick für die Schweiz und Großbritannien. Hier gab es auf 1-Monatssicht die negativsten Gewinnanpassungen.

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

Quelle: FactSet, Stand: 03.11.2023

## Gewinnwachstum



- Das globale Gewinnwachstum 2023 ist für Industrieländer auf knapp 0 % gefallen. Auf globaler Ebene rechnen die Analysten aktuell mit einem Gewinnrückgang von -1,3 %, mehrheitlich getrieben durch den Gewinnverfall der Schwellenländer von über 10 %.
- Auf Sektorebene bleibt der Finanzsektor 2023 der Sektor mit den höchsten Gewinnwachstumsraten.

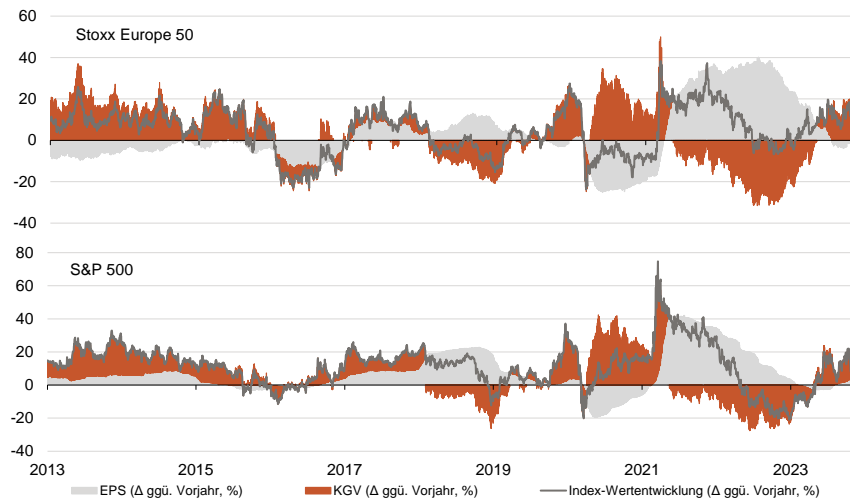
Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik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

Quelle: FactSet, Stand: 03.11.2023





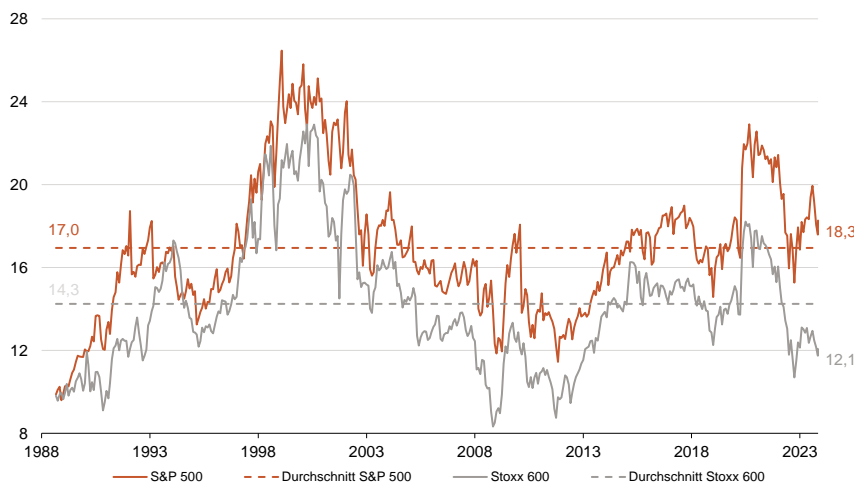
## Kontributionsanalyse



- Das Gewinnwachstum über die letzten zwölf Monate ist beim S&P 500 leicht gestiegen.
- Gleichzeitig erfuhren die Bewertungen infolge des jüngsten (Real-) Zinsrückganges zuletzt wieder eine merkliche Ausweitung. Auf 12-Monatssicht ist die Index-Wertentwicklung des S&P 500 damit weiter positiv.

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: Factset, Zeitraum: 01.01.2013 - 03.11.2023

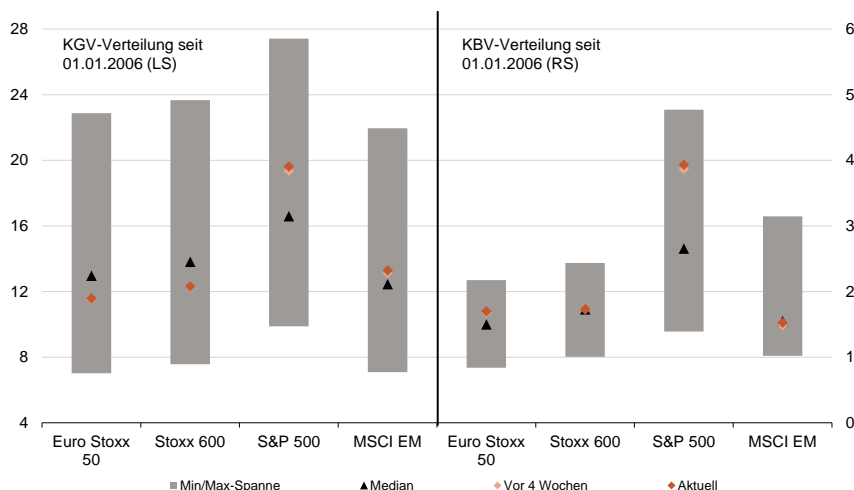
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Das KGV des S&P 500 erfuhr infolge des Realzinsrückganges – die Rendite auf 10J-inflationsindexierte Treasuries notiert nun wieder bei 2,18 % – eine Bewertungsausweitung über die letzte Woche.
- Der Stoxx 600 erfuhr eine ähnliche, wenn auch weniger ausgeprägte Bewegung. Hier notiert das KGV bereits seit Monaten unter dem historischen Durchschnitt.

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, Factset, Zeitraum: 31.12.1987 - 03.11.2023

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

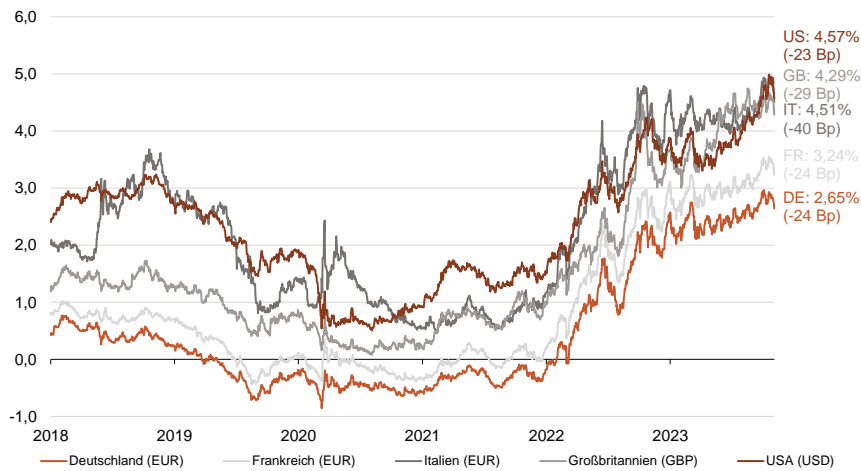


- Auf 4-Wochen-Sicht gab es kaum Bewegung bei den Bewertungskennzahlen.
- Europäische Aktien notieren auf KGV-Basis weiterhin historisch günstig, während der S&P 500 und der MSCI EM gegenüber dem historischen Median des KGVs seit 2006 teuer bewertet bleiben.

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 - 03.11.2023



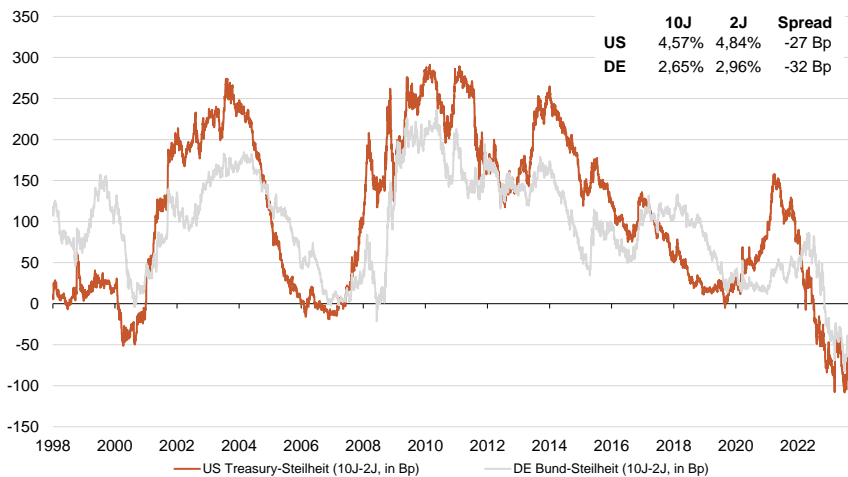
## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Zuletzt gab es deutliche Renditerückgänge bei sicheren Staatsanleihen. Die Rendite auf 10J-US-Staatsanleihen gab beispielsweise über die letzten vier Wochen über 20 Basispunkte nach.
- Schlechtere US-Konjunkturdaten, taubehafte Fed-Kommentare und die Ankündigung des US-Finanzministeriums von weniger Anleiheemissionen am langen und mehr am kurzen Ende als zuvor erwartet waren die dominanten Treiber.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 03.11.2023

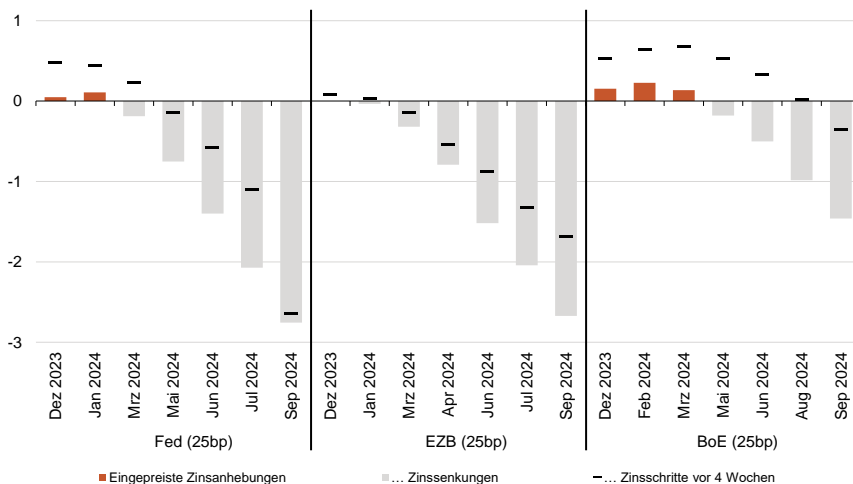
## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Über die letzten zwei Wochen sind die Renditen am langen Ende stärker gefallen als am kurzen Ende.
- Die Zinsdifferenz zwischen 2- und 10-jährigen US-Staatsanleihen fiel über den gleichen Zeitraum von -16 auf -27 Basispunkte.

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 - 03.11.2023

## Implizite Leitzinsveränderungen

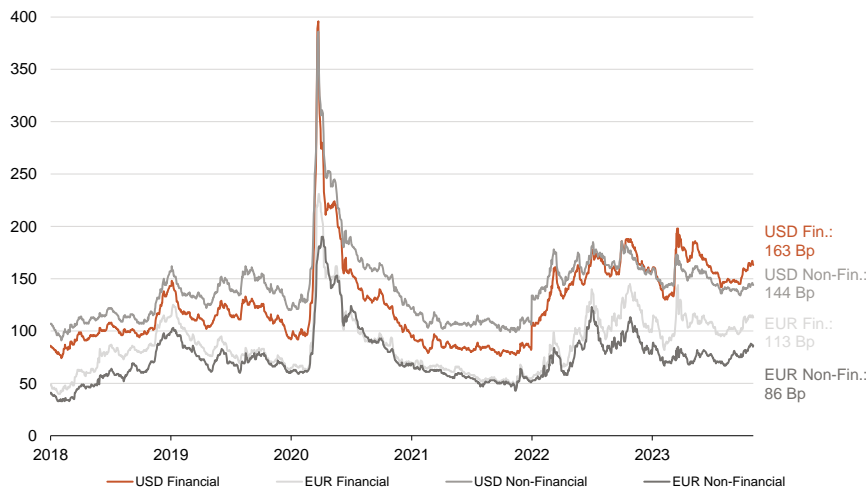


- Die US-Fed hat die Leitzinsen auf ihrer Sitzung letzte Woche unverändert gelassen und erfüllte damit die Markterwartungen. Fed-Vorsitzender Powell gab sich taubenhafter und bestätigte eine Anspannung der finanziellen Bedingungen, signalisierte jedoch auch, dass Signale auf starkes Wachstum weitere Zinsstraffungen rechtfertigen könnten.
- Der Markt rechnet nun mit deutlicheren Zinssenkungen der Fed nächstes Jahr.

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 - 03.11.2023



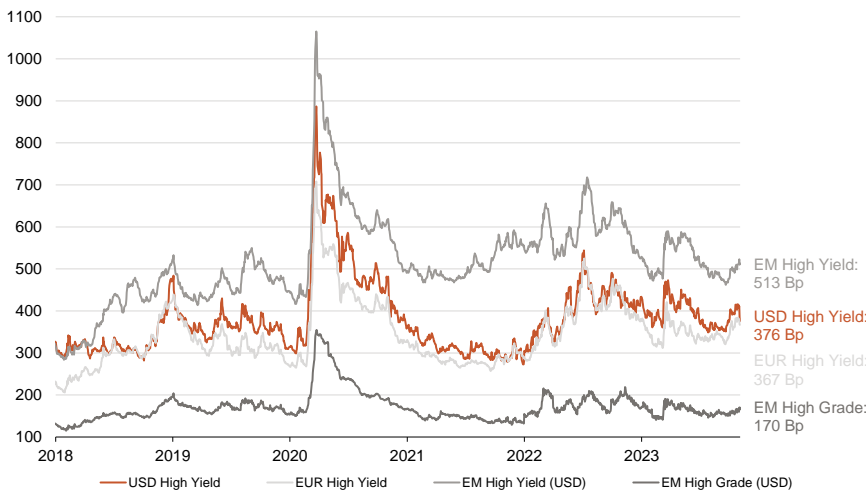
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- In den letzten zwei Wochen haben sich die Risikoaufschläge bei Investment-Grade-Anleihen im Gros nur unmerklich verändert. Die Risikoaufschläge bei USD- und EUR-Nichtfinanz-Anleihen gaben nur je 1 Basispunkt nach.
- Bei Finanzanleihen spiegelt sich das Bild. Bei USD- und EUR-Finanz-Anleihen sahen die Risikoaufschläge keine Veränderung im 2-Wochen-Vergleich.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 03.11.2023

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Im Gegensatz zu IG-Anleihen gab es bei Hochzinsanleihen über die letzten zwei Wochen mehr Bewegung. Die Risikoaufschläge bei EUR-Hochzinsanleihen fielen um 9 Basispunkte, bei USD-Hochzinsanleihen sogar um 30 Basispunkte.
- Die Risikoaufschläge bei Schwellenländer-Hochzinsanleihen sahen hingegen eine leichte Spreadeneigung.

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 - 03.11.2023

## Anleihe-segmente in der Übersicht

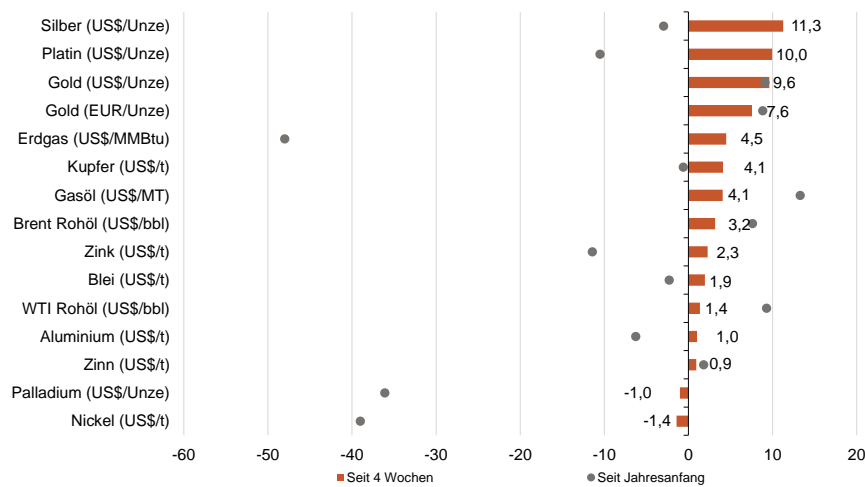
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	03/11/22 03/11/23	03/11/21 03/11/22	03/11/20 03/11/21	03/11/19 03/11/20	03/11/18 03/11/19
<b>EUR Government</b>	3,35	-0,30	6,9	-	-	-	2,5	1,1	-0,3	-17,5	-2,7	3,2	10,2
Germany	2,74	-0,27	7,1	-	-	-	2,2	0,1	-1,5	-16,4	-3,0	2,0	6,0
<b>EUR Corporate</b>	4,36	-0,24	4,4	96	9	82	1,6	3,5	5,0	-15,4	0,4	1,3	6,1
Financial	4,61	-0,23	3,7	113	10	88	1,4	3,7	5,3	-13,4	0,7	1,1	5,4
Non-Financial	4,20	-0,25	4,9	86	10	80	1,7	3,4	4,7	-16,5	0,3	1,4	6,5
<b>EUR High Yield</b>	7,64	-0,09	3,0	367	18	68	0,7	6,7	10,0	-14,0	7,9	0,1	6,2
<b>US Treasury</b>	4,75	-0,28	6,1	-	-	-	1,9	-1,2	1,5	-14,8	-2,6	7,2	11,4
<b>USD Corporate</b>	6,07	-0,25	6,5	150	3	68	2,1	0,9	5,9	-19,4	2,0	7,2	15,3
Financial	6,30	-0,25	4,8	163	5	88	1,8	1,9	6,4	-16,2	1,3	7,4	13,1
Non-Financial	5,96	-0,25	7,3	144	3	57	2,2	0,5	5,7	-20,8	2,3	7,2	16,2
<b>USD High Yield</b>	8,90	-0,43	3,9	376	-17	50	2,5	7,2	9,6	-12,5	10,0	3,1	8,3
<b>EM High Grade</b>	6,27	-0,09	5,0	170	19	45	0,7	1,2	6,9	-18,6	1,8	4,2	12,6
<b>EM High Yield</b>	10,51	-0,03	3,8	513	29	44	1,1	3,2	14,2	-23,3	2,7	4,4	10,9

- Über die letzten vier Wochen entwickelten sich europäische Anleihen, insbesondere deutsche Staatsanleihen, und USD-Hochzinsanleihen als stärkste Anleihe-segmente.
- Seit Jahresbeginn haben nun auch wieder USD-Hochzinsanleihen die Nase vorn.

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: 02.11.2018 - 03.11.2023



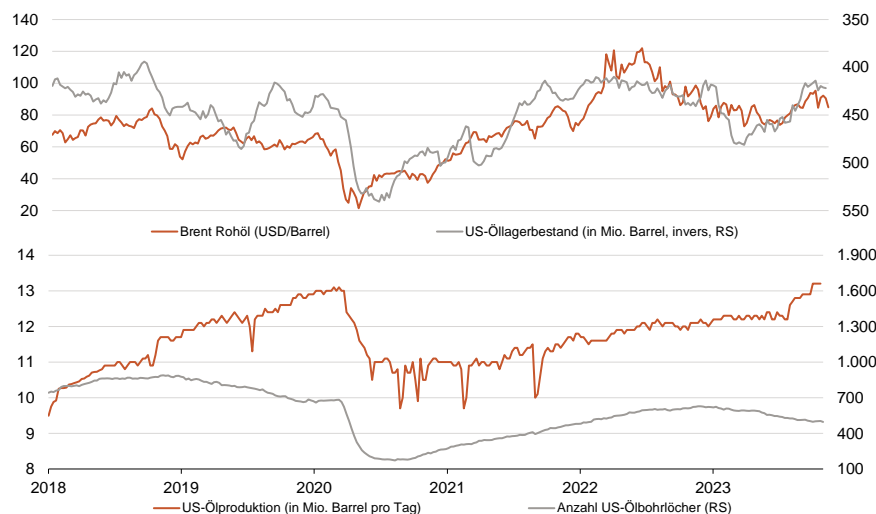
Performance Rohstoffe



- Vor allem Edelmetalle entwickelten sich sehr erfreulich über die letzten vier Wochen. Die einzige Ausnahme bildet Palladium, dessen Nachfrage zu über 80% von Katalysatoren für Verbrennungsmotoren kommt. Mit der steigenden Penetration von Elektrofahrzeugen sind die Nachfrageaussichten hier besonders schlecht.
- Erdgas, der große Verlierer seit Jahresanfang, ist ebenfalls einer der großen Gewinner über die letzten 4 Wochen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 03.11.2023

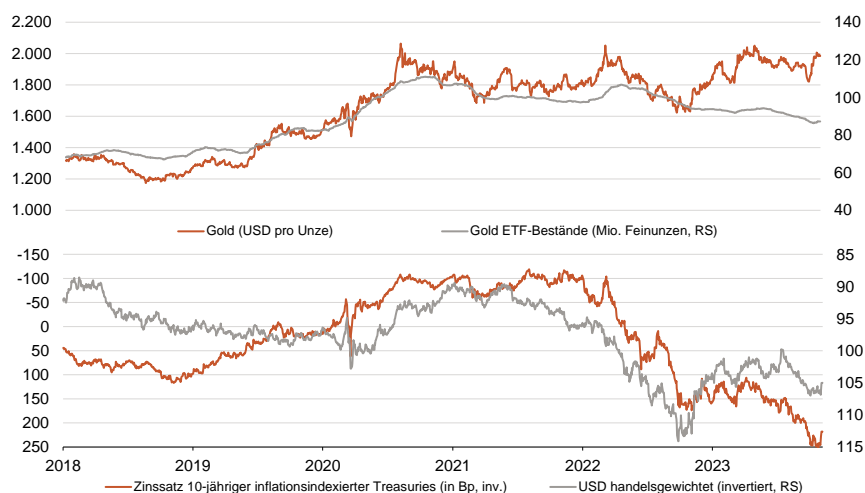
Rohöl



- Rohöl schwankte über den letzten Monat volatil seitwärts.
- Zuletzt überwogen die Nachfragesorgen infolge schwächerer Konjunkturdaten die Angebotsorgen aufgrund der Eskalation im Nahen Osten.
- Mittelfristig deutet allerdings Vieles auf eine anhaltende Angebotsknappheit, denn die Investitionen in neue Kapazitäten und die Bohraktivität der Produzenten bleiben verhalten.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölböhrlicher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 03.11.2023

Gold



- Gold handelte in den letzten Wochen sehr fest nahe der Marke von 2.000 US-Dollar je Unze.
- Neben der geopolitischen Risikoprämie kam zuletzt auch Rückenwind von der Zinsseite, denn ein Ende der falkenhaften Zentralbankpolitik scheint nach dem letzten Fed-Meeting endlich in Sicht.

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 - 03.11.2023

**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: 6. November 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)