

Aktueller Marktkommentar

Die Rallye an den Finanzmärkten ging in den letzten beiden Wochen weiter. Der DAX könnte den besten Jahresstart seit den 70ern hinlegen. Besser als befürchtete Unternehmensergebnisse, positive Konjunkturüberraschungen in Europa sowie die Hoffnung auf China beflügelten. Letztere unterstützte auch Rohstoffe, der Brentölpreis nähert sich wieder der 90er-Marke. Wir schätzen das kurzfristige Aufwärtspotenzial für europäische Aktien nun als limitiert ein, vor allem weil die systematischen Strategien nun deutlicher exponierter sind. Mittelfristig unterstützen dürfte hingegen, dass Europa nach 48 Wochen mit Abflüssen die letzten beiden Wochen wieder Aktienfondszuflüsse verzeichnet hat – ein Indiz, dass fundamentale Anleger Europa nun wieder positiver sehen. Die weitere Entwicklung der Märkte dürfte durch die großen Zentralbanksitzungen geprägt sein. Der weiterhin robuste Arbeitsmarkt und steigende Rohstoffpreise könnte den aufgekommenen Zinssenkungsfantasien einen Dämpfer verleihen.

Kurzfristiger Ausblick

Neben dem Verlauf der Q4-Berichtssaison, welche Ende Februar größtenteils abgeschlossen ist, dürften die Anleger gespannt auf die Zentralbanksitzung der Fed am 01.02. und der EZB und der Bank of England am 02.02. schauen. Am 03. Februar findet zudem der EU-Ukraine-Gipfel statt.

Am Dienstag stehen die Q4-Wachstumzahlen für Europa, die Inflationszahlen (Jan.) für Deutschland und Frankreich, die Einkaufsmanagerindizes (PMI, Jan) für China und das US-Verbrauchervertrauen (Jan.) an. Die PMIs des verarbeitenden Gewerbes (Jan.) für Europa und die USA sowie die deutschen Einzelhandelsumsätze (Dez.) werden am Mittwoch veröffentlicht. Die Service-PMIs (Jan.) für Europa und die USA sowie die US-Arbeitsmarktdaten (Jan.) folgen am Freitag. In der Folgewoche werden die deutschen Industrieproduktionsdaten (Dez.) und Auftragseingänge (Dez.) publiziert.

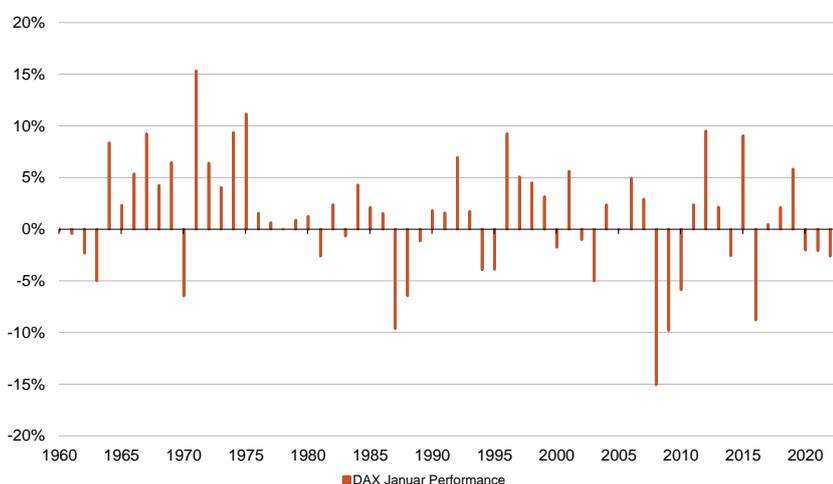
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Zentralbanksitzungen und Ausrichtung der Geldpolitik bei fallender Inflation im Fokus der Anleger.

Konjunkturdatenintensive Woche steht an, inkl. der wichtigsten amerikanischen Arbeitsmarktdaten.

Der DAX zeigte sich im Januar von seiner besten Seite



- Starker Pessimismus, das Ausbleiben einer Gasmangellage und Chinas Öffnung haben dem DAX Flügel verliehen.
- Sollte er noch 0,6% bis Monatsende steigen, wäre es der beste Januar seit 1975. Ist das ein gutes Omen?
- Wenn der Dax im Januar mehr als 8% zugelegt hat, was seit 1960 neun Mal der Fall war, gewann er im Median weitere 8,7% bis Jahresende hinzu. Die Spanne reichte jedoch von -7,5% (1971) bis 38,2% (1967). Auf Kalenderjahressicht hat der DAX somit bisher noch nie bei einem ähnlich guten Start verloren.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.1959 - 27.01.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.12.22 - 27.01.23)	YTD (30.12.22 - 27.01.23)	27.01.22	27.01.21	27.01.20	27.01.19	26.01.18
Aktien Emerging Markets	8,4	8,4	-6,9	-3,4	15,4	13,5	-9,4
REITs	7,7	7,7	-8,2	27,3	-17,8	21,9	9,3
Industriemetalle	5,7	5,7	2,4	47,7	12,5	-1,4	-7,1
Aktien Industrienationen	5,6	5,6	-1,8	21,0	5,6	24,3	-1,0
Globale Wandelanleihen	4,7	4,7	-5,4	-4,9	34,9	19,0	0,9
Gold	4,1	4,1	10,0	5,9	6,1	25,7	5,2
Aktien Frontier Markets	3,3	3,3	-17,3	23,1	-7,4	18,1	-10,7
EUR Unternehmensanleihen	2,4	2,4	-11,4	-2,0	1,8	6,6	-0,6
EUR Staatsanleihen	1,7	1,7	-9,9	-1,9	1,1	3,5	1,3
Euro-Übernachteinlage	0,1	0,1	0,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Brent	-1,0	-1,0	28,3	90,8	-25,7	10,5	0,1
USD/EUR-Wechselkurs	-1,5	-1,5	2,6	8,7	-9,0	3,5	9,0

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 ETP; 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.

- Nach dem herausfordernden letzten Jahr meisterten die meisten Anlageklassen einen positiven Start in das neue Jahr.
- Allen voran performten Schwellenländeraktien, die wie auch Industriemetalle, von der angekurbelten Nachfrage durch die Öffnung Chinas profitieren. Zinssensitive REITs und das Edelmetall Gold glänzten ebenfalls.
- Der Dollar wertete aufgrund der Hoffnung auf eine baldige Zinserhöhungspause der Fed zuletzt ab.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.01.2018 - 27.01.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.12.22 - 27.01.23)	YTD (30.12.22 - 27.01.23)	27.01.22	27.01.21	27.01.20	27.01.19	26.01.18
Stoxx Europa Zyklisch	10,7	10,7	-1,7	21,8	1,7	15,4	-13,5
Euro Stoxx 50	10,3	10,3	2,4	20,6	-1,9	19,5	-10,9
MSCI EM Asien	9,5	9,5	-5,6	-9,0	26,1	16,8	-10,9
DAX	8,8	8,8	-2,4	14,0	3,1	17,0	-15,4
Stoxx Europa Small 200	8,6	8,6	-10,8	12,8	6,7	18,1	-8,7
MSCI EM Osteuropa	8,2	8,2	-78,2	18,6	-19,0	24,5	2,5
MSCI USA Small Caps	7,5	7,5	4,9	8,2	14,4	17,7	2,8
Stoxx Europa 50	5,8	5,8	5,1	22,6	-4,3	22,0	-8,9
MSCI Japan	5,3	5,3	-0,5	-0,9	7,9	16,7	-7,2
MSCI Großbritannien	5,1	5,1	2,4	28,4	-14,0	16,0	-6,3
S&P 500	4,6	4,6	-2,0	27,3	7,0	28,6	3,2
Stoxx Europa Defensiv	2,5	2,5	2,9	18,3	-5,9	20,8	0,6

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.

- Über die letzten vier Wochen gab es über alle hier dargestellten Aktiensegmente Gewinne. Europäische Aktien lagen vorn. Denn die Unternehmen berichteten in der aktuellen Berichtssaison besser als erwartet und die Öffnung in China – ein wichtiger Absatzmarkt für viele europäische Unternehmen, insbesondere im Luxussegment – gaben Rückenwind.
- Der Dax könnte sogar den besten Jahresstart seit den 70er Jahren (siehe Grafik Titelseite) erleben, der S&P 500 den besten Januar seit 2019.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.01.2018 - 27.01.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.12.22 - 27.01.23)	YTD (30.12.22 - 27.01.23)	27.01.22	27.01.21	27.01.20	27.01.19	26.01.18
USD Hochzinsanleihen	4,0	4,0	-5,4	2,5	6,8	9,8	0,6
Britische Staatsanleihen	3,8	3,8	-24,5	-1,5	-1,3	14,2	4,0
USD Unternehmensanleihen	3,7	3,7	-9,6	-3,2	6,8	15,3	-0,4
EUR Hochzinsanleihen	3,3	3,3	-7,7	2,0	3,0	9,6	-2,7
Italienische Staatsanleihen	3,2	3,2	-13,9	-3,1	4,8	12,2	-1,0
EM-Staatsanleihen (lokal)	3,1	3,1	-4,5	0,2	-7,1	12,6	1,0
EUR Nicht-Finanzanleihen	2,4	2,4	-11,9	-2,3	1,9	7,0	-0,4
Deutsche Staatsanleihen	2,4	2,4	-15,4	-3,0	1,2	4,1	3,7
EUR Finanzanleihen	2,3	2,3	-10,6	-1,5	1,6	6,1	-0,8
EM-Staatsanleihen (hart)	2,2	2,2	-9,7	4,7	-5,8	15,6	8,0
US-Staatsanleihen	0,7	0,7	-6,1	4,6	-4,2	13,0	11,1
Chinesische Staatsanleihen	0,1	0,1	2,6	6,3	2,1	4,7	8,9

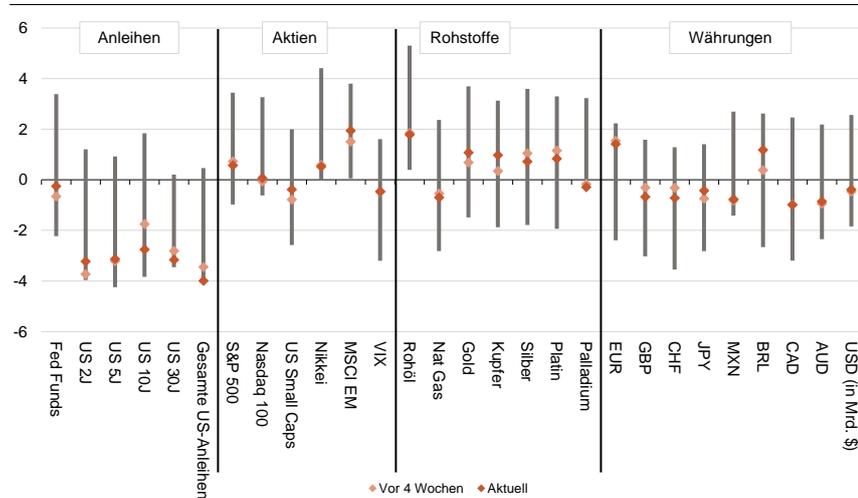
Deutsche Staatsanleihen: IBOXX Euro Germany Sov TR; Italienische Staatsanleihen: IBOXX Euro Italy Sov TR; US-Staatsanleihen: ICE BofA US Treasury TR; Britische Staatsanl.: IBOXX Sterling Gilts Overall TR; Chinesische Staatsanl.: ICE BofA China Govt; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: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

- Kühlere Inflationsdaten, Optimismus auf ein Rezessionsende und Hoffnung auf schwindende Notwendigkeit weiterer Zinserhöhungen beflügelten die Anleihemärkte zuletzt.
- Ein weiterer Treiber war die Umschichtung von Aktien in Anleihen, da Anleger sich gegen einen Wachstumsrückgang, der Aktien besonders stark treffen würden, absichern möchten.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 26.01.2018 - 27.01.2023



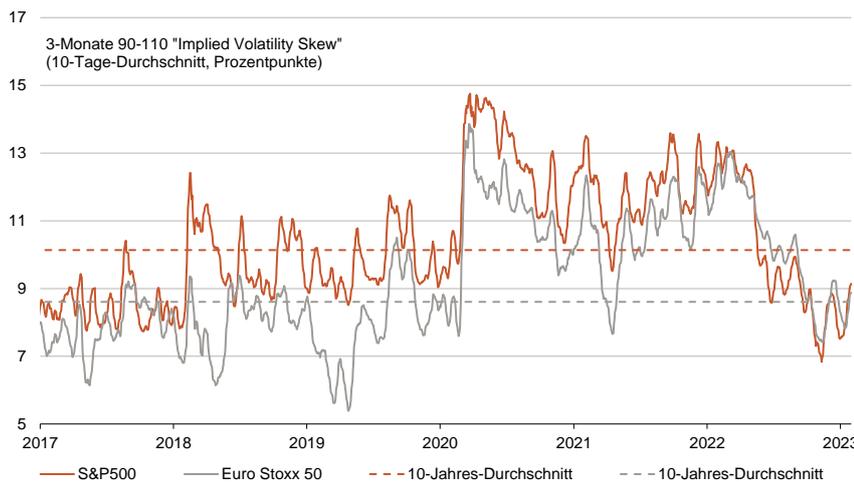
Spekulative Positionierung



- Hedge-Fonds haben mit der Öffnung in China ihre Long-Positionen in Gold, Kupfer und MSCI EM erhöht.
- Ihre Shorts auf 10J-Treasuries haben sie wieder ausgebaut, nachdem die Zinsen in den USA deutlich gefallen sind.

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: 24.01.2013 - 24.01.2023

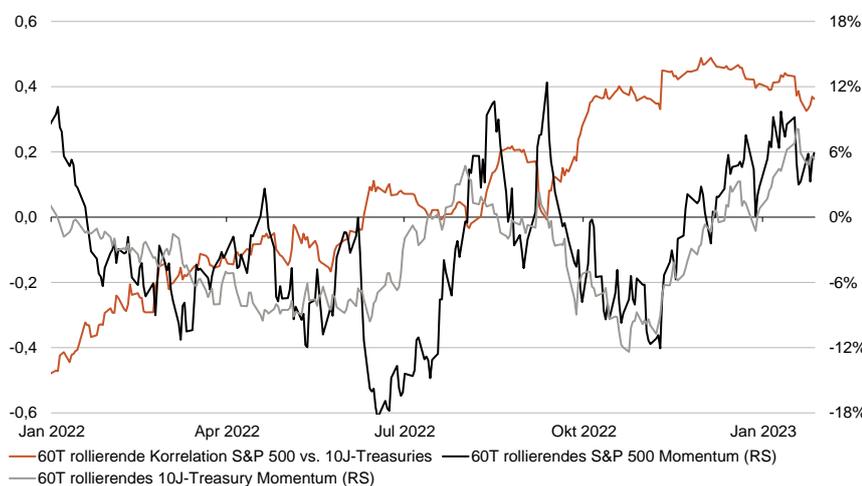
Put-Call-Skew



- Die Skew hat sich in den letzten zwei Wochen wieder etwas versteilert. In Europa entspricht sie nun etwa dem 10-Jahres-Durchschnitt. In den USA liegt sie noch darunter.
- Anleger bleiben optimistisch, waren aber zuletzt bereit etwas mehr Geld für Absicherungen zu bezahlen, denn der Anstieg der Put-Call-Skew lässt sich hauptsächlich durch die steilere Put-Skew (90-100) erklären.

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: 27.01.2013 - 27.01.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

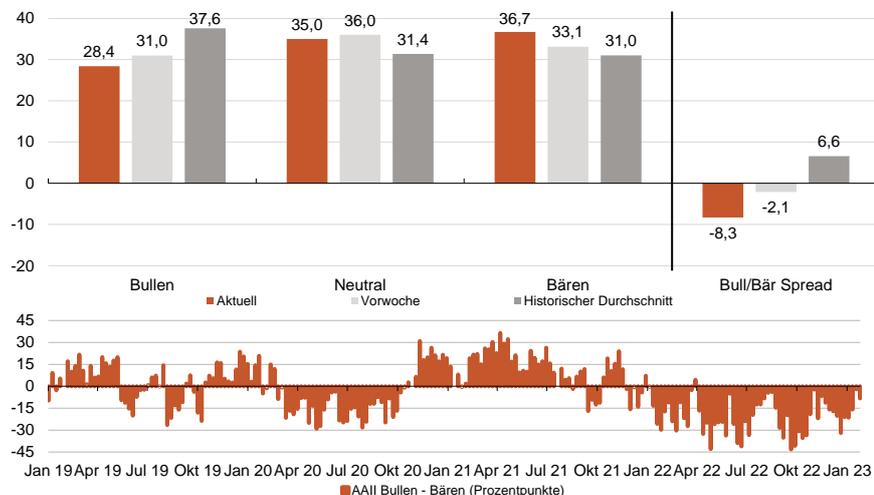


- Die Rallye an den Aktien- und Anleihe-märkten ist in den letzten Wochen etwas ins Stocken geraten. Damit hat sich das Momentum abgeschwächt, wenngleich es positiv bleibt.
- CTAs dürften also Aktien weiter nachfragen, nicht zuletzt dank des Verfalls der realisierten Volatilität.

Das 60-Tage-Momentum gibt die rollierende Rendite der letzten 60 Tage an. Je stärker das Momentum steigt (fällt), desto mehr bauen systematische Momentum-Strategien ihre Positionen in der entsprechenden Anlageklasse auf (ab). Vorzeichenwechsel der Rendite markieren wichtige Wendepunkte. Die 60-Tage-Korrelation gibt an, wie gleichgerichtet sich Aktien und Anleihen bewegen. Je höher (niedriger) die Korrelation, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 27.01.2023



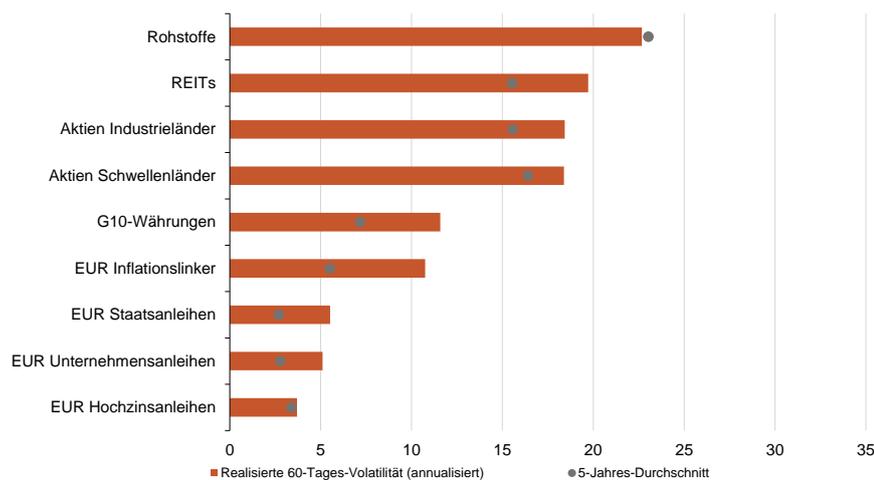
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Der Bull/Bär-Spread erreichte in der Vorwoche mit -2,1 Pp den höchsten Wert seit März 2022.
- Jüngst sind die US-Privatanleger wieder etwas pessimistischer geworden. Auffällig hoch ist allerdings auch der Anteil an Investoren, die neutral auf die nächsten 6 Monate blicken.

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 Bullen und einen geringen Anteil an Bären gibt. Tendenziell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 26.01.2023

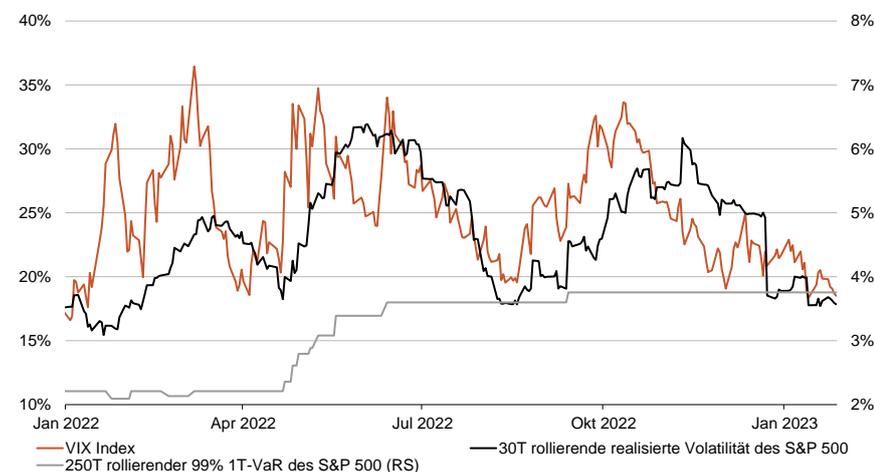
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierte Volatilität über die letzten 60 Tage ist lediglich bei Rohstoffen unterdurchschnittlich.
- Schwellenländeraktien zeigten sich zuletzt weniger volatil als ihre Pendanten der entwickelten Länder.
- Innerhalb der Anleihen weisen Staatspapiere die höchste Volatilität auf. Dies dürfte vor allem an der höheren Duration relativ zu Unternehmens- und Hochzinsanleihen liegen.

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: 27.01.2018 - 27.01.2023

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

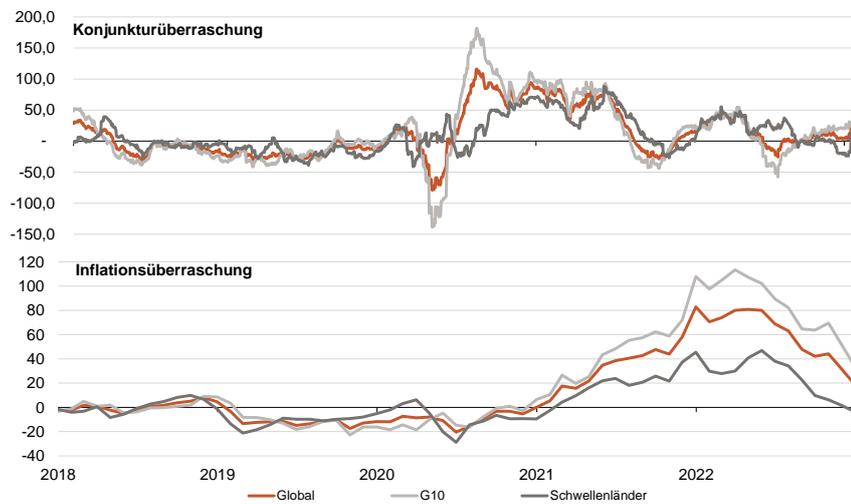


- Der VIX notiert aktuell unter der Marke von 20. Die realisierte Volatilität liegt ebenfalls darunter.
- Die geringe Differenz zwischen realisierter und impliziter Volatilität deutet darauf hin, dass Anleger über die nächsten 30 Tage ähnliche Schwankungen wie über den letzten Monat erwarten.

Der VIX Index ist ein Maß für die in Optionen gepreiste implizite Volatilität des S&P 500 über ungefähr die nächste 30 Tage. Die realisierte Volatilität gibt die Schwankungsbreite der täglichen Renditen an. Der historische 99% Value-at-Risk gibt den minimalen Verlust der Tage, die zu den schlechtesten 1% des Beobachtungszeitraum gehören, an. Je höher (niedriger) der VIX, die realisierte Volatilität und der Value-at-Risk, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 27.01.2023



Global

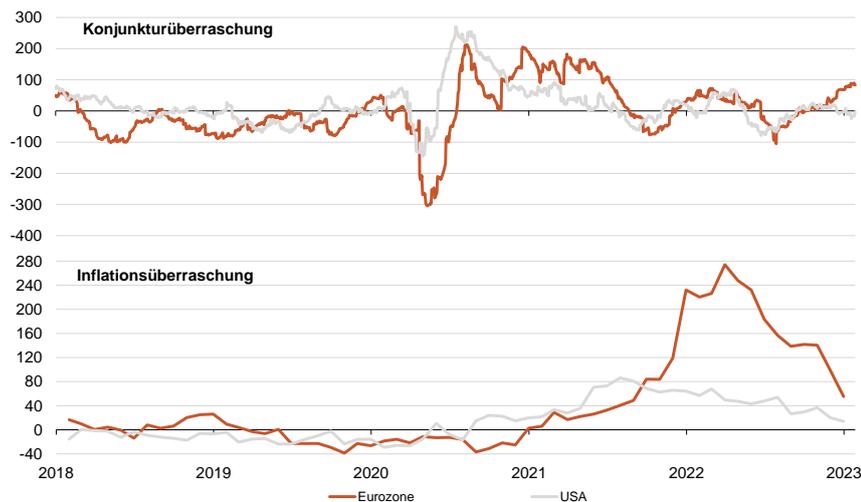


- Die soliden Konjunkturüberraschungsindezes verdeutlichen die Robustheit der globalen Wirtschaft. Sowohl der globale als auch der G10-Index legten über die letzten vier Wochen zu.
- Hervorzuheben ist zudem, wie deutlich sich die Konjunkturdaten der Schwellenländer entgegen den Markterwartungen entwickeln. Hier drehte der Index zuletzt sogar wieder in den positiven Bereich. So trafen die BIP-Erwartungen im Jahresvergleich in China beinahe doppelt so hoch wie erwartet ein, während die Einzelhandelsverkäufe beinahe 7% besser als erwartet ausfielen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 27.01.2023

Eurozone & USA

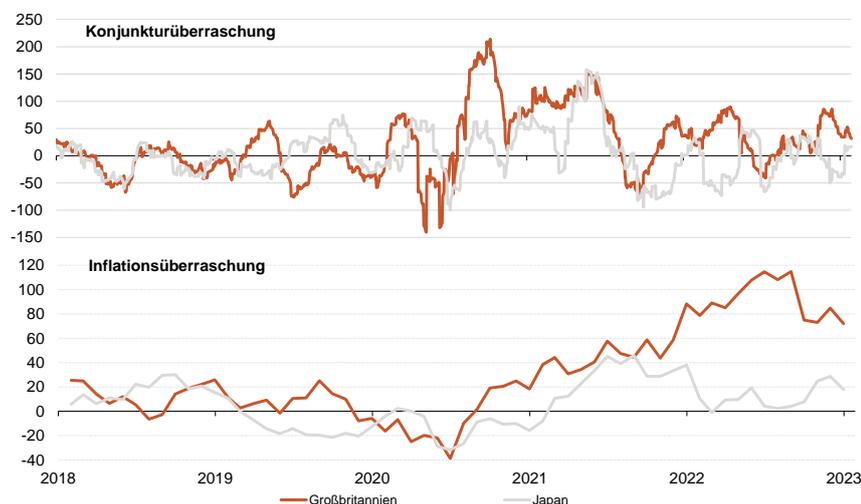


- In den USA überwiegen seit den letzten Wochen weiterhin knapp die negativen Konjunkturüberraschungen. Hier überraschten die Arbeitsmarktdaten und das vierteljährliche BIP positiv. Dennoch werden noch immer weniger Häuserbauten als erwartet gestartet und auch die Industrieproduktion überraschte negativ.
- In der Eurozone hingegen liegen die Konjunkturdaten so positiv über den Markterwartungen wie zuletzt im Sommer 2021. Hier lagen die Einkaufsmanagerdaten für die Eurozone und auch die ZEW Umfrage für das deutsche erwartete Wirtschaftswachstum deutlich über den Erwartungen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 27.01.2023

Großbritannien & Japan



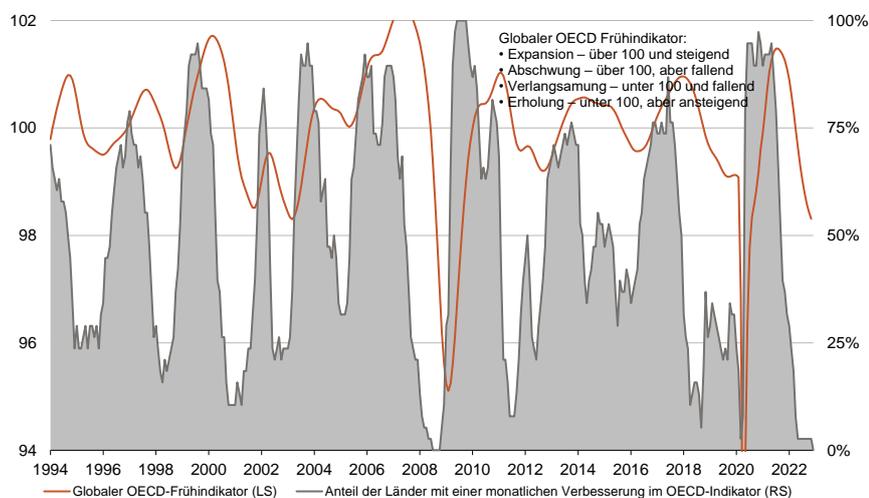
- In Japan lagen die Hauptmaschinenbestellungen unter den Erwartungen, aber die Handelsbilanz überraschte positiv.
- In Großbritannien übertrafen die Einkaufsmanagerdaten die Erwartungen, während die Einzelhandelsverkäufe und der Dienstleistungs-PMI unter den Erwartungen eintrafen.

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 - 27.01.2023



OECD Frühindikator

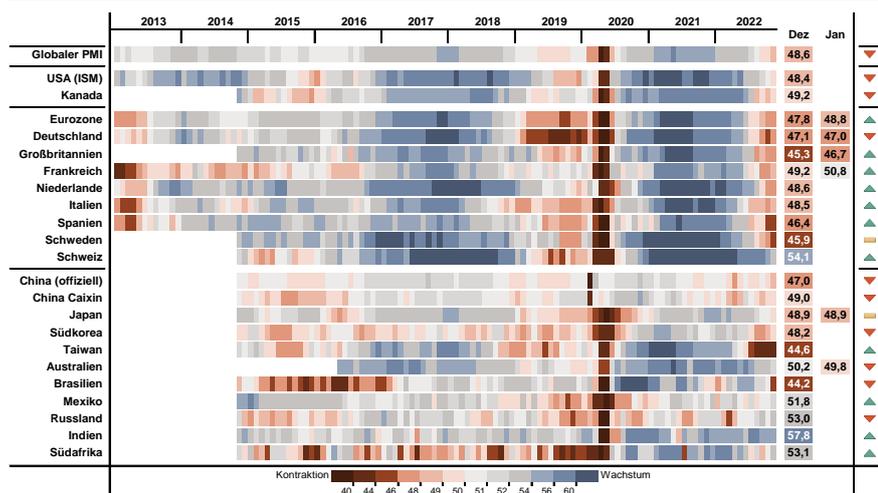


- Der OECD-Frühindikator für Dezember hält an der Abwärtsbewegung seit Sommer 2021 weiter fest. Mit einem Wert von 98,3 ist er so niedrig wie zuletzt im August 2020.
- Auf Länderebene bestätigt sich das trübe Konjunkturbild. Kein einziges Land konnte sich im Vergleich zum Vormonat verbessern. Das passierte zuletzt zur Finanzkrise 2008.

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 - 30.12.2022

Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie

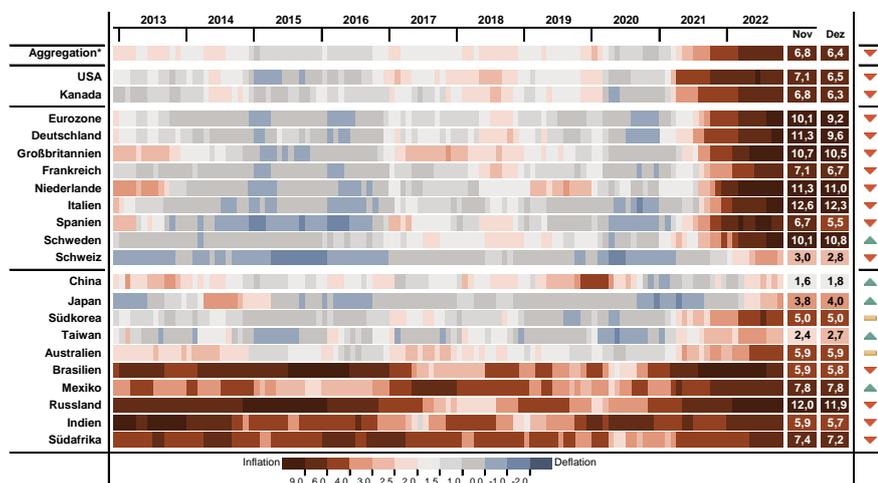


- Die vorläufigen Januar-PMIs zeigen bisher kein eindeutiges Bild. Während die Industrieaktivität in der Eurozone, Großbritannien und Frankreich anstieg, fiel sie in Deutschland und Australien. Australien ist damit zum ersten Mal seit Sommer 2020 unter der Kernmarke von 50, Frankreich notiert dagegen nun wieder darüber.

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 Auftragsengängen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 27.01.2013 - 27.01.2023

Gesamtinflation



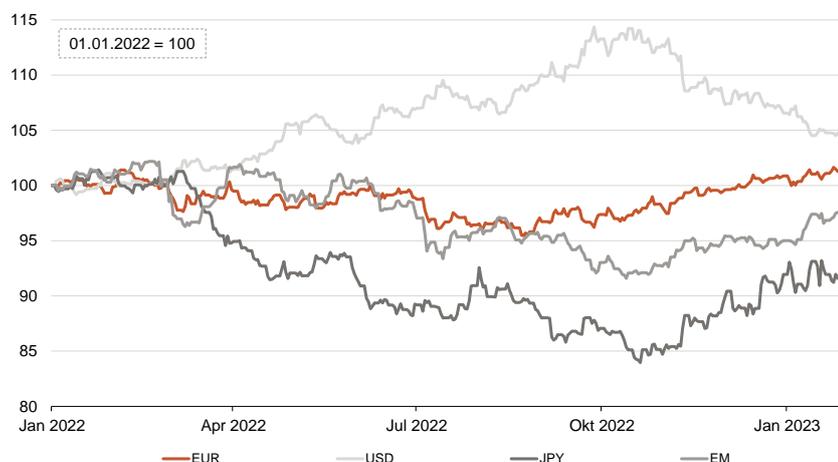
- Die Inflationsdaten für Dezember sind für die USA und die Eurozone deutlich kühler gegenüber dem Vormonat eingetroffen. In Deutschland kühlte sich die Inflation beinahe einen ganzen Prozentpunkt ab.
- In China, Taiwan, Schweden und Mexiko nahm hingegen die Teuerungsrate im Vergleich zum Vormonat zu.

Die Messung der Inflation (in %, ggü. Vorjahr) erfolgt anhand eines Verbraucherpreisindizes, auch Warenkorb genannt. In diesem Warenkorb sind anteilig alle Güter und Dienstleistungen enthalten, die ein Haushalt im Durchschnitt pro Jahr erwirbt. * = Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 27.01.2013 - 27.01.2023



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

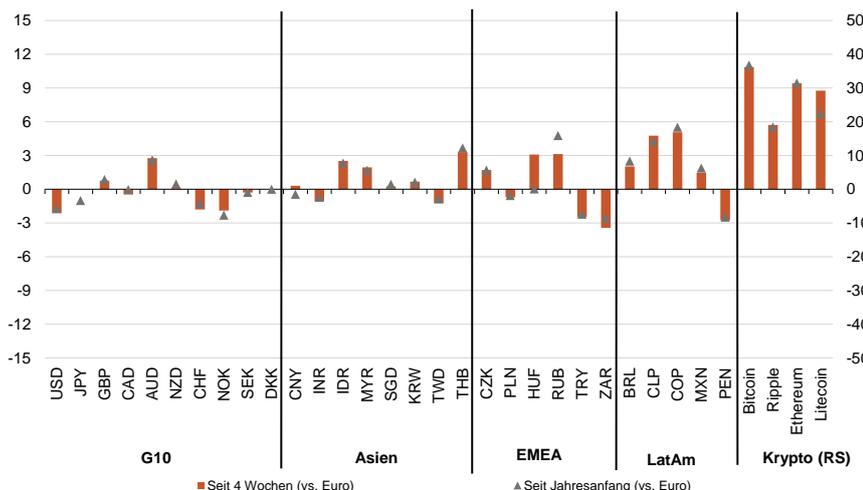


- Die Trends an den Währungsmärkten blieben größtenteils intakt.
- Der US-Dollar wertete weiter ab, wenngleich in verringerter Geschwindigkeit.
- Der Euro und Schwellenländerwährungen werteten hingegen weiter auf.
- Der japanische Yen schwankte volatil seitwärts, nachdem die Bank of Japan Gerüchte um eine weitere Ausweitung der Yield Curve Control zerstreute.

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 - 27.01.2023

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

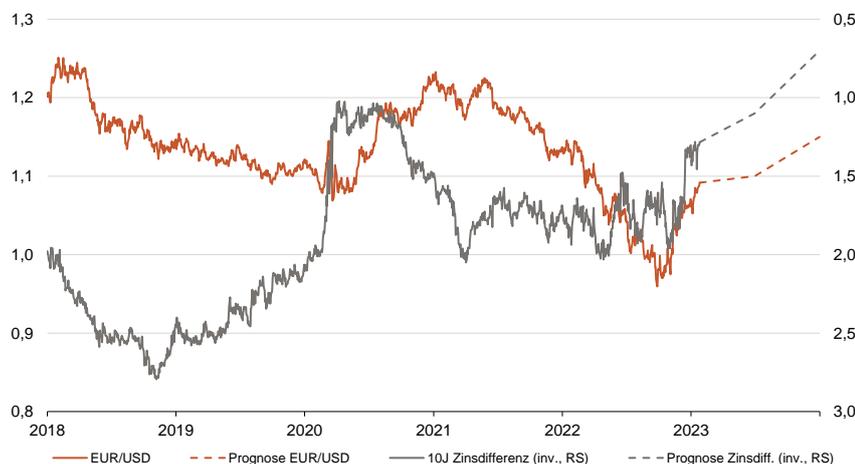


- Die Entwicklungen gegenüber dem Euro waren gemischt seit Jahresanfang. Unter den G10-Währungen hatten vor allem die sicheren Häfen wie der Dollar, der japanische Yen und der Schweizer Franken das Nachsehen.
- Lateinamerikanische Währungen entwickelten sich größtenteils sehr erfreulich. Lediglich der peruanische Sol verbuchte deutliche Verluste, aufgrund der Gewaltausbrüche in Folge der Verhaftung von Präsident Castillo.
- Krypto-Währungen gewannen zum Teil mehr als 30 % hinzu.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 27.01.2023

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der EUR/USD-Wechselkurs durchbrach letzte Woche erstmals seit April 2022 die Marke von 1,09.
- Während Anleger von der Fed schon die ersten Zinssenkungen ab Mitte des Jahres erwarten, sind sie bei der EZB deutlich weniger optimistisch. Das gibt dem Euro Rückenwind.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 31.12.2023



Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.12.22 - 27.01.23)	YTD (30.12.22 - 27.01.23)	27.01.22	27.01.21	27.01.20	27.01.19	26.01.18
Zyklische Konsumgüter	15,2	15,2	0,7	18,1	9,1	18,6	-10,8
Informationstechnologie	14,9	14,9	-4,7	13,2	15,5	27,9	-0,1
Finanzen	10,9	10,9	2,6	35,8	-13,8	9,7	-17,8
Industrie	9,0	9,0	-1,1	17,2	4,0	26,7	-9,8
Grundstoffe	8,7	8,7	-1,6	23,1	16,8	12,1	-10,9
Telekommunikation	8,6	8,6	-5,4	11,2	-10,8	4,3	-10,3
Growth	7,4	7,4	-2,1	14,4	5,6	27,4	-6,1
Value	7,0	7,0	1,7	25,4	-9,9	10,3	-10,0
Versorger	3,5	3,5	-3,8	6,8	3,7	32,1	10,1
Energie	2,0	2,0	20,4	48,1	-27,9	1,4	0,3
Basiskonsumgüter	0,7	0,7	-4,6	16,8	-5,2	23,6	-5,0
Gesundheit	0,5	0,5	2,1	13,4	-0,1	31,4	-0,3

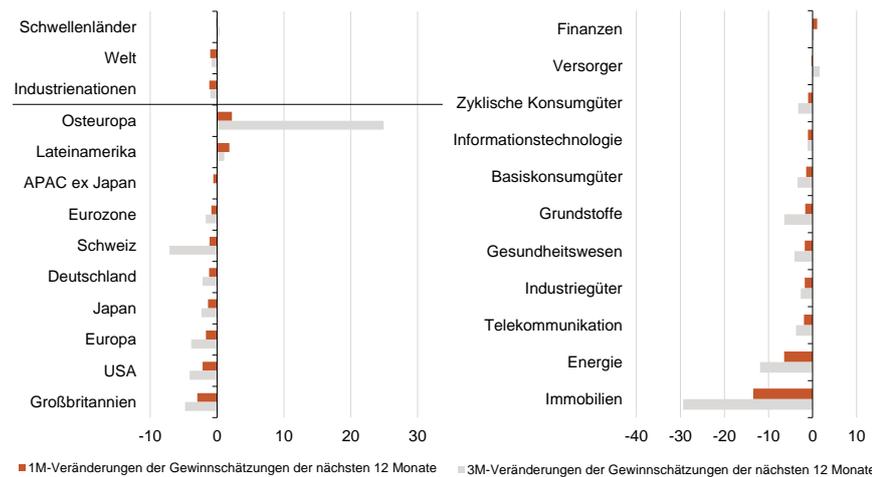
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Der abnehmende Konjunkturpessimismus hat konjunktursensitive Sektoren wie zyklische Konsumgüter, IT, Finanzen, Industrie und Grundstoffe deutlichen Rückenwind seit Jahresanfang verliehen.
- Die 2022er-Outperformer wie Energie oder Gesundheit entwickelten sich hingegen weniger gut.
- Growth und Value konnten sich ähnlich gut entwickeln.

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: 26.01.2018 - 27.01.2023

Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

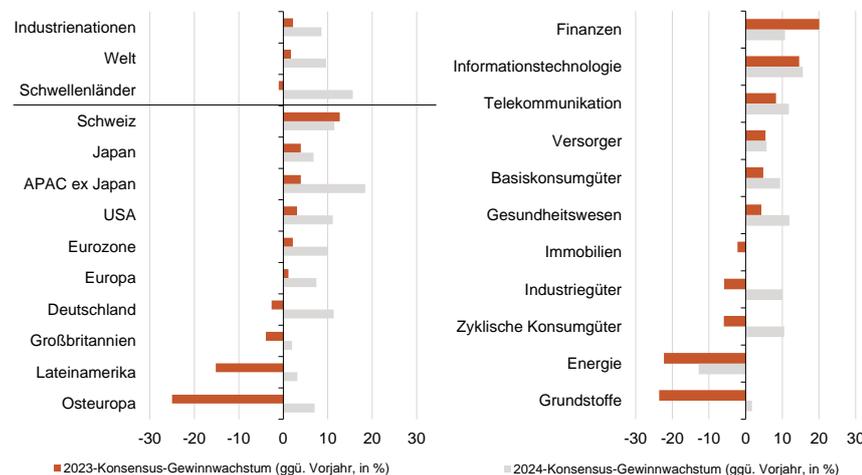


- Im Einklang mit der Aussicht auf eine milde globale Rezession haben die Analysten die globalen Gewinnerwartungen nur leicht reduziert.
- Von negativen Gewinnrevisionen waren vor allem Industrienationen betroffen. Am stärksten wurden die Gewinnaussichten für Unternehmen in den USA und Großbritannien reduziert.
- Positive Gewinnrevisionen waren hingegen bei Schwellenländerregionen wie Osteuropa oder Lateinamerika zu beobachten.

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: 27.01.2023

Gewinnwachstum



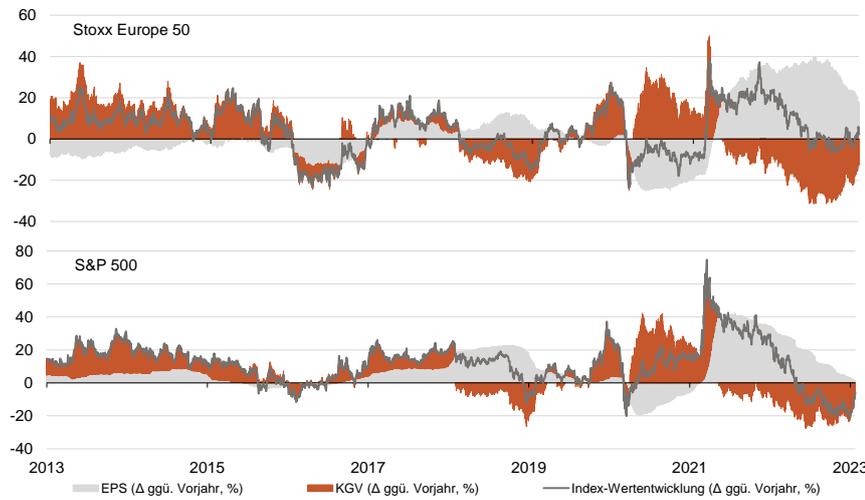
- Das Gewinnwachstum 2023 dürfte nach den jüngsten negativen Gewinnrevisionen bei den Industrieländern laut dem Konsens unter 3% liegen. Schwellenländer dürften trotz China-Öffnung sogar ein negatives Wachstum sehen.
- Die Q4-Berichtssaison verläuft jedoch besser als bisher erwartet. Das Gros der S&P 500 und STOXX 600 Unternehmen berichtet jedoch erst noch.

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: 27.01.2023



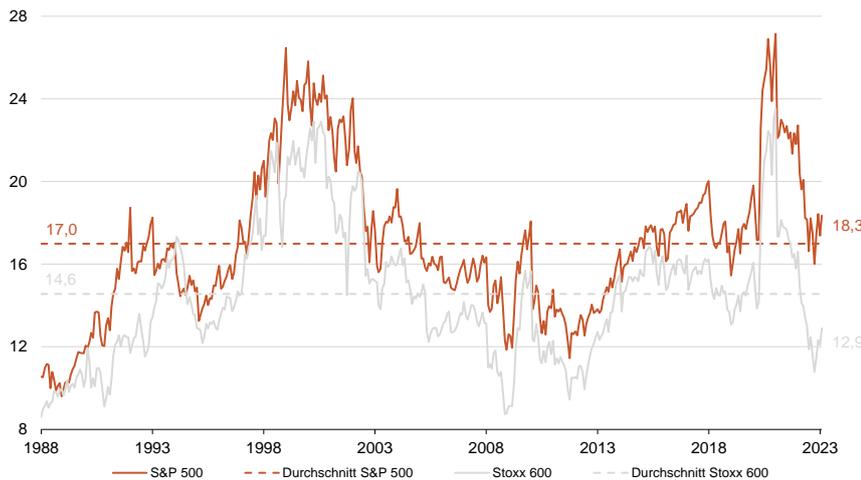
Kontributionsanalyse



- Die seit Jahresanfang laufende Bewertungsausweitung hat der Entwicklung des Stoxx Europe 50 im Jahresvergleich wieder in den positiven Bereich verhol-fen.
- Der S&P 500 erfuhr ebenfalls eine Be-wertungsausweitung. Diese reichte auf-grund der ausgeprägten Gewinnwachs-tumsschwäche für eine positive Ent-wicklungen im Jahresvergleich jedoch nicht aus.

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 - 27.01.2023

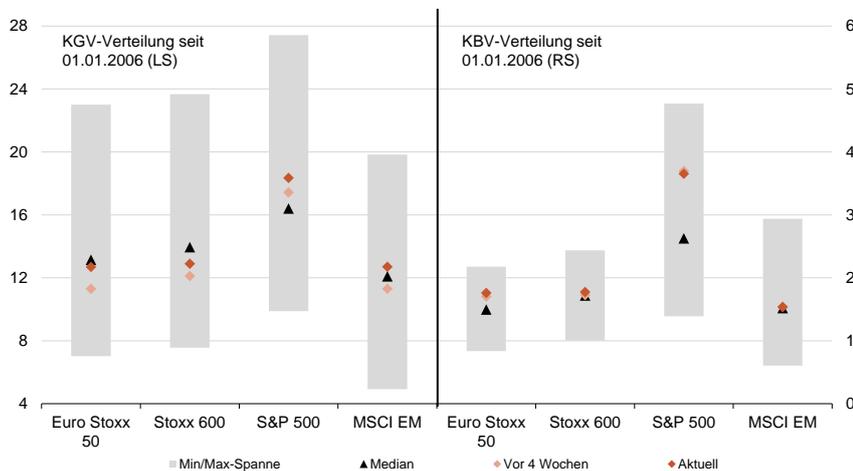
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Rallye seit Jahresanfang hat die Bewertung von US- und von europäi-schen Aktien steigen lassen. Die Hoff-nung auf eine lediglich milde Rezession bei gleichzeitig fallender Inflation und somit weniger restriktiver Geldpolitik waren dabei die Haupttreiber.
- Damit einher ging ein Short-Covering, auch aufgrund des Ausbleibens einer Energiekrise, welches vor allem europäi-sche Aktien Rückenwind verlieh. Die Bewertungsprämie bei US-Aktien hat sich somit jüngst etwas verringert.

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinn-schätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie der jeweiligen KGV-Durchschnitt seit 1988. *Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.
Quelle: Bloomberg, Factset, Zeitraum: 31.12.1987 - 27.01.2023

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

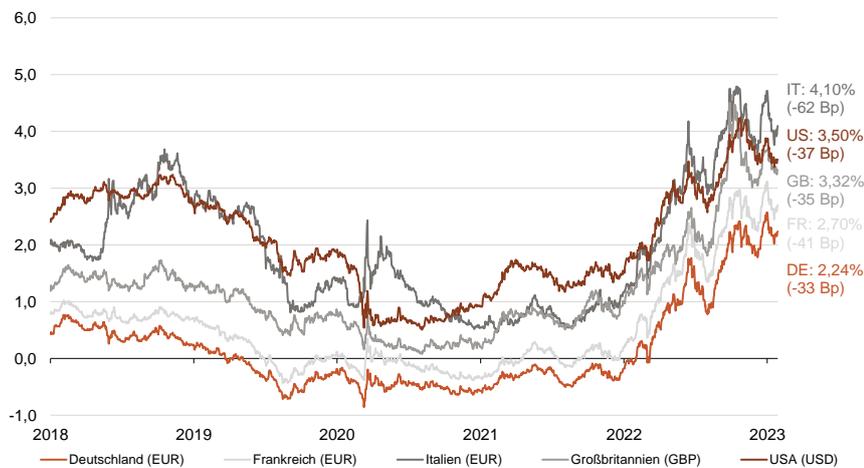


- Nach der guten Entwicklung des Euro Stoxx 50 in den letzten vier Wochen ist das KGV historisch nicht mehr niedrig und das KBV sogar leicht erhöht.
- Beim Stoxx 600, welcher auch Schweizer und britische Unternehmen enthält, so-wie beim MSCI EM sind die Bewertungs-kennzahlen nahe dem historischen Median.
- Der S&P 500 ist hingegen weiterhin teuer bewertet.

Historische Verteilung von Bewertungskenn-ziffern 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 - 27.01.2023



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

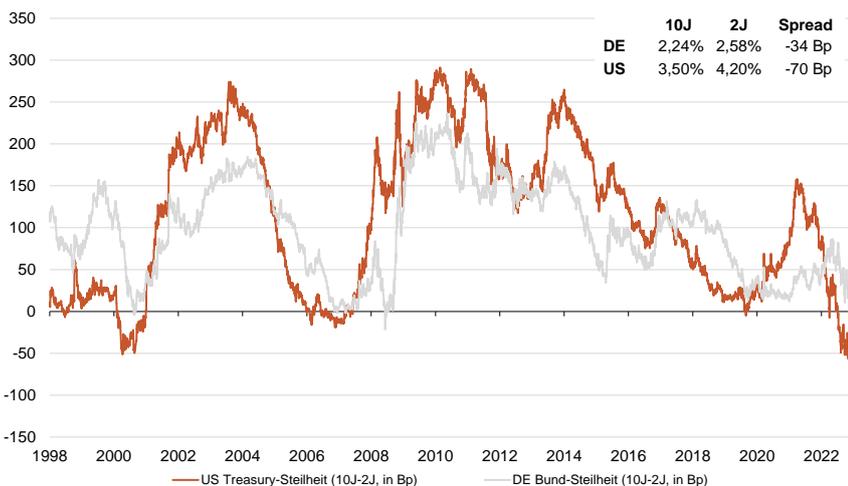


- Die Volatilität am Anleihemarkt hält auch 2023 an. Zuletzt sind die Renditen bei sicheren Staatsanleihen aufgrund der deutlich fallenden Inflation merklich zurückgegangen.
- Den stärksten Renditerückgang in den letzten vier Wochen erlebten italienische Staatsanleihen. Die laufende Rendite steht nach knapp 5% Ende 2022 nun bei rund 4%.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 27.01.2023

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

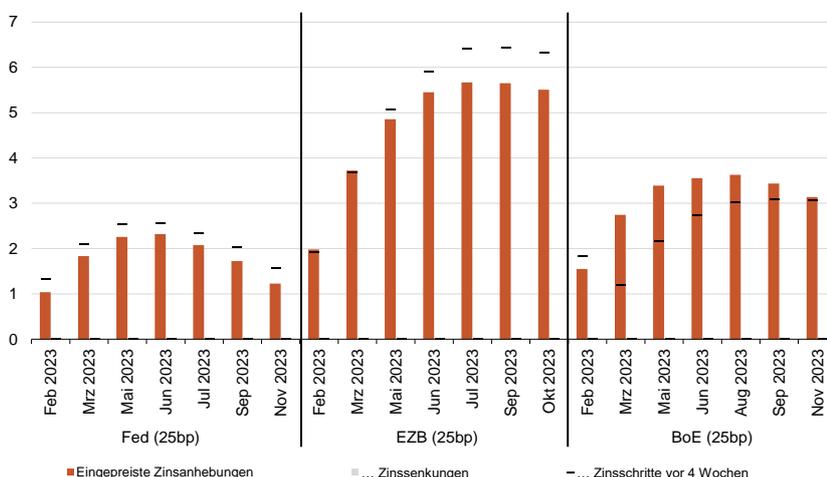


- Die deutsche und auch die US-Zinsstrukturkurve hat sich in den letzten zwei Wochen nur leicht bewegt. Beide sind nun etwas weniger invertiert.
- Wir gehen im Falle einer Rezession bei sinkender Inflation mittelfristig von einer Versteilung der Kurve aus.

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 - 27.01.2023

Implizite Leitzinsveränderungen



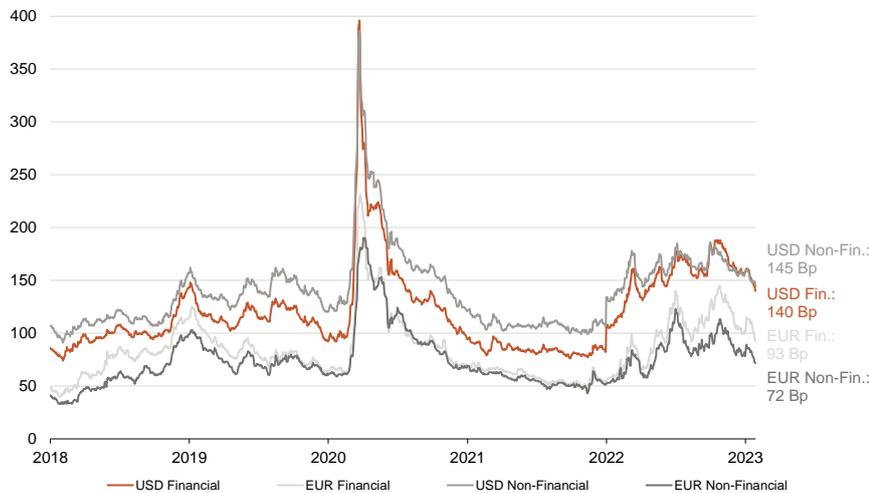
- Diese Woche tagen alle drei großen Zentralbanken. Am Mittwoch erwartet der Markt von der Fed und am Donnerstag von der BoE eine Zinsanhebung von rund 25 Basispunkten (Bp).
- Von der EZB erwartet der Markt am Donnerstag hingegen eine Zinsanhebung von 50Bp, auch weil diese bisher die Zinsen deutlich langsamer als die Fed oder BoE angehoben hat und somit im Zinszyklus hinterherhinkt.

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: 30.12.2022 - 27.01.2023



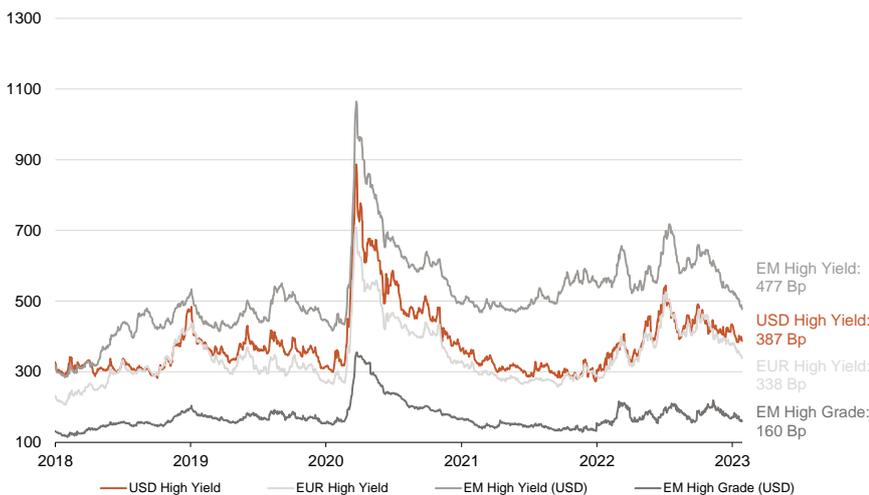
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Mit der abnehmenden Wahrscheinlichkeit einer harten Rezession sind die Risikoaufschläge im globalen Anleiheuniversum deutlich gefallen.
- Bei USD-Investment-Grade-Unternehmensanleihen erfuhren in den letzten zwei Wochen insbesondere die konjunktursensitiven Finanzanleihen eine Spreadeinengung.
- Bei EUR-IG erlebten beide Segmente merklich fallende Risikoaufschläge.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 27.01.2023

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Mit der Risk-On-Stimmung seit Jahresanfang sind auch die Risikoaufschläge bei den risikosensitiven Hochzinsanleihen deutlich gefallen. Dabei sind die Risikoaufschläge stärker bei EUR- als bei USD-Hochzinsanleihen zurückgegangen.
- Die Risikoaufschläge bei Schwellenländer-Hochzinsanleihen notieren nun unter 500Bp und sind so niedrig wie seit 2021 nicht mehr.

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 - 27.01.2023

Anleihe-segmente in der Übersicht

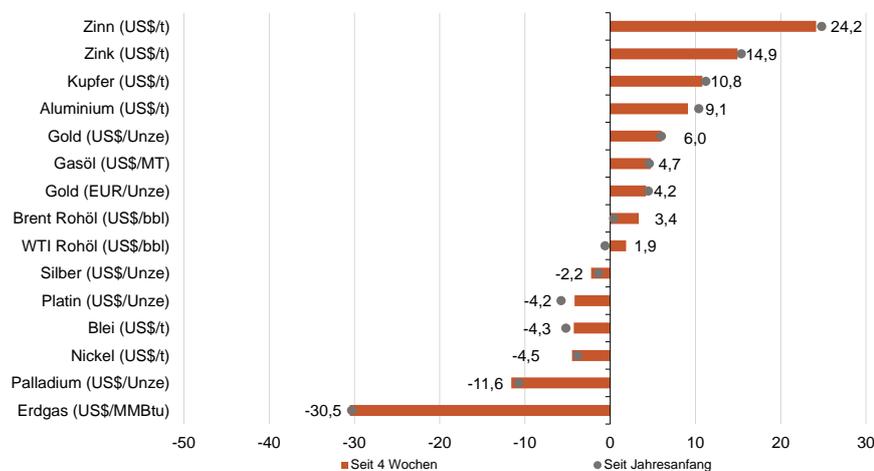
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	27/01/22 27/01/23	27/01/21 27/01/22	27/01/20 27/01/21	27/01/19 27/01/20	27/01/18 27/01/19
EUR Government	2,88	-0,25	7,2	-	-	-	2,3	2,4	-15,7	-3,7	2,7	7,9	2,0
Germany	2,30	-0,20	7,2	-	-	-	2,0	2,0	-15,4	-3,1	1,2	4,1	3,7
EUR Corporate	3,89	-0,34	4,6	80	-7	56	2,3	2,2	-11,3	-1,9	1,8	6,6	-0,4
Financial	4,07	-0,30	3,8	93	-7	60	2,0	1,9	-9,5	-1,3	1,6	5,7	-0,5
Non-Financial	3,78	-0,37	5,0	72	-8	52	2,4	2,4	-12,3	-2,2	1,9	7,1	-0,4
EUR High Yield	6,98	-0,67	3,2	338	-37	49	3,3	3,3	-7,7	2,0	3,0	9,6	-2,7
US Treasury	3,90	-0,27	6,4	-	-	-	2,5	2,4	-8,9	-3,7	5,3	9,4	1,8
USD Corporate	5,09	-0,42	7,0	143	-13	63	3,7	3,7	-9,6	-3,2	6,8	15,3	-0,4
Financial	5,23	-0,44	5,2	140	-17	67	3,2	3,2	-7,6	-2,8	6,9	12,9	0,6
Non-Financial	5,02	-0,40	7,9	145	-10	62	3,9	3,9	-10,5	-3,3	6,7	16,3	-0,8
USD High Yield	8,17	-0,59	4,3	387	-25	52	3,1	4,0	-5,4	2,5	6,8	9,8	0,6
EM High Grade	5,40	-0,33	5,3	160	-7	30	2,2	2,4	-10,3	-2,0	4,3	11,8	0,7
EM High Yield	9,45	-0,99	3,9	477	-48	28	4,5	4,3	-9,1	-5,9	6,9	11,6	0,0

- Die gute Entwicklung auf dem Anleihemarkt seit Jahrrestart hat sich auch in den letzten zwei Wochen fortgesetzt. Getrieben wurde die Entwicklung von fallenden sicheren Renditen und fallenden Risikoaufschlägen.
- Die Risikoaufschläge sind nun aber im Gros der Segmente nahe des 50sten Perzentils und somit nicht mehr historisch besonders attraktiv.

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: 27.01.2018 - 27.01.2023



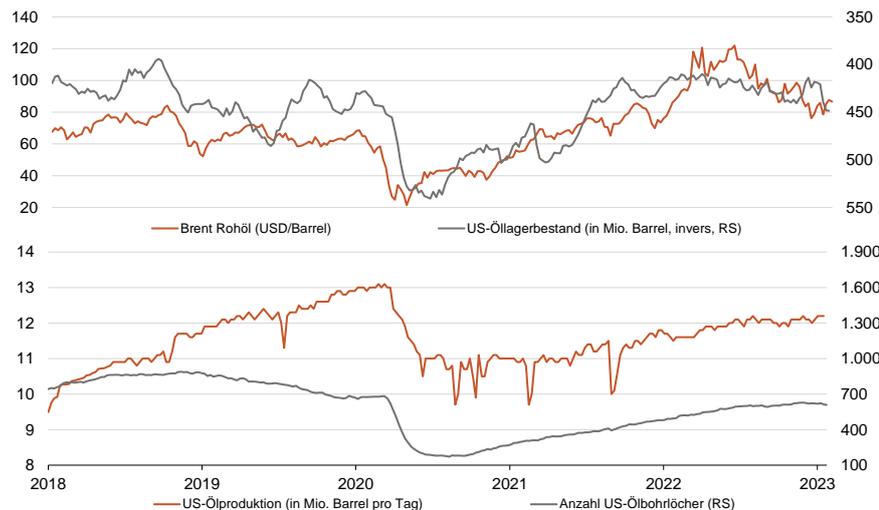
Performance Rohstoffe



- An den Rohstoffmärkten lagen über die letzten vier Wochen vor allem die Industriemetalle vorn. Zink, Kupfer und Aluminium legten jeweils um 10% zu. Zinn schaffte es sogar auf knapp unter 25%. Der Vorsprung ist vor allem auf die Öffnung und Hoffnung auf Nachfrage- und Produktionserholung in China und hier besonders im Konstruktionssektor zurückzuführen.
- Blei, Palladium, Nickel und hier insbesondere der Energierohstoff Erdgas nahmen über die letzten vier Wochen herbe Verlust mit.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 27.01.2023

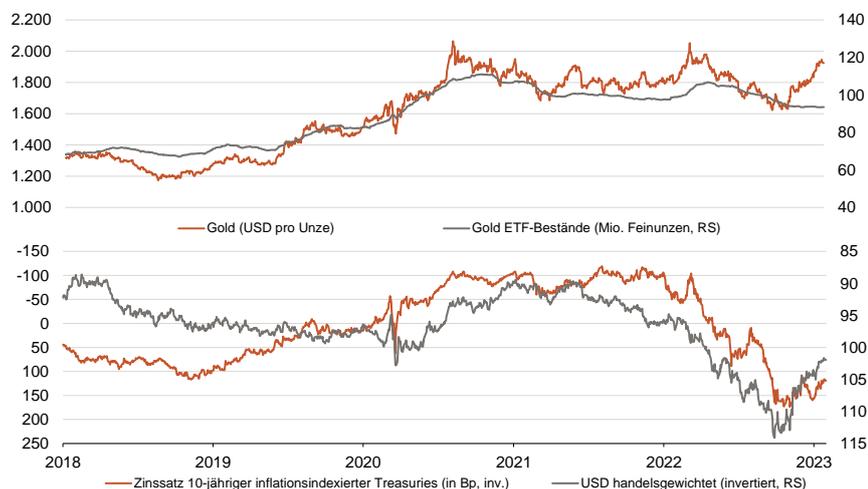
Rohöl



- Der Jahresstart bei Rohöl war von hoher Volatilität geprägt. Der Verlust von 10% in den ersten Jahrestagen des Jahres wurde über die folgenden Januartage wieder aufgeholt. Hoffnung auf zunehmende Mobilität mit der Abschaffung der strengen Covid-Regeln in China sorgten für Aufschwung.
- Der Ölmarkt ist zwar kurzfristig leicht übertversorgt, die steigende Nachfrage durch die Öffnung Chinas steht aber zunehmend der rückläufigen Produktion Russlands und dem Quotendefizit der OPEC gegenüber.

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 - 27.01.2023

Gold



- Golds Aufwärtstrend seit Jahresbeginn ist vor allem technischen Ursprungs. Positives Momentum sowie die Durchbrechung wichtiger Trendlinien, wie die 50-Tagelinie sorgten für starke technische Signale wie das „Golden Cross“.
- Fundamental dürfte ohne Bewegung bei den Realzinsen die Rallye begrenzt bleiben.

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 - 27.01.2023

**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



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



Ludwig Kemper, 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



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

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei 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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 30. Januar 2023

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**
Fokus
Investment Committee
Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de