

Aktueller Marktkommentar

Sowohl die Fed als auch die EZB hoben die Leitzinsen letzte Woche um 25Bp an und betonten die Datenabhängigkeit der kommenden Notenbank-Entscheidungen. Im Gegensatz dazu hat die Bank of Japan die Finanzmärkte überrascht. Sie hat zwar die Zinsen unverändert belassen, aber mitgeteilt, ihre Zinspolitik künftig flexibler zu handhaben. Entsprechend legte der japanische Yen zu und die Zinsen stiegen weltweit an – die langlaufenden Zinsen sogar stärker als die kurzlaufenden. Dazu beigetragen haben auch die besser als erwarteten Konjunkturdaten in den USA. Anleihen gaben entsprechend nach. Rohstoffe gehörten hingegen zu den großen Gewinnern und setzen somit ihre Erholung der letzten Wochen fort, beflügelt auch durch Chinas Willen, die heimische Konjunktur in Zukunft mehr zu unterstützen. Aktien gewannen ebenfalls hinzu. Hier konnten Schwellenländer etwas gegenüber Industrienationen aufholen. Seit Anfang Juli haben sich die Anlageklassen, die in H1 enttäuscht haben, somit tendenziell besser entwickelt als die H1-Outperformer.

Kurzfristiger Ausblick

Die kommenden Wochen stehen weiter im Bann der Q2-Berichtssaison. Bereits 243 Firmen (49% des S&P 500) haben berichtet. Davon übertrafen bisher 79% die Gewinnschätzungen und dies im Median um 6%. Seitens der Zentralbanken gibt nach den Zinsentscheidungen der Fed und EZB letzte Woche die Bank of England am Donnerstag (03.08.) die nächste Zinsentscheidung bekannt.

Am Montag werden die deutschen Einzelhandelsumsätze (Jun.) sowie die vorläufigen BIP-Daten (Q2) und der harmonisierte Verbraucherpreisindex (Jul.) für die Eurozone veröffentlicht. Dienstag folgen die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe (Jul.) für China, Spanien, Italien, die Eurozone und die USA. Bezüglich amerikanischer Arbeitsmarktdaten veröffentlichen die USA am Mittwoch die Änderung der außerlandwirtschaftlichen Beschäftigung (Jul.), bevor sie am Donnerstag die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung (Jul.) und am Freitag die Arbeitslosenquote (Jul.) und die Stundenlöhne (Jul.) bekannt geben.

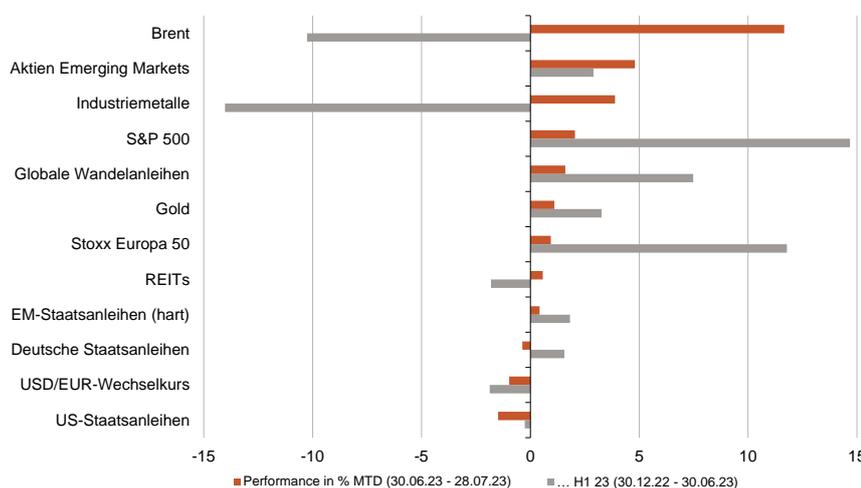
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Q2-Berichtssaison in vollem Gange.

Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten im Fokus der Anleger.

Das zweite Halbjahr startet mit einem Favoritenwechsel



- Mit dem Beginn des zweiten Halbjahres kam es zu einem Favoritenwechsel an den Märkten. Die (relativen) Verlierer aus den ersten 6 Monaten gehören bis dato zu den großen Gewinnern.
- Vor allem zyklische Rohstoffe wie Öl und Industriemetalle, aber auch Schwellenländeraktien profitieren von den besseren Konjunkturaussichten in den USA und Stimulus-Erwartungen in China.
- Staatsanleihen und Gold taten sich in diesem Umfeld schwerer.

5-Jahreszeiträume siehe Seite 2
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.06.23 - 28.07.23)	YTD (30.12.22 - 28.07.23)	28.07.22	28.07.21	28.07.20	28.07.19	27.07.18
			28.07.23	28.07.22	28.07.21	28.07.20	28.07.19
Brent	0,2	11,7	-11,9	97,7	66,9	-36,1	-6,9
Aktien Frontier Markets	5,2	8,7	-5,4	-1,6	35,8	-17,6	7,8
Aktien Emerging Markets	4,8	7,8	-0,9	-6,0	18,6	0,2	3,2
Industriemetalle	3,9	-10,7	-6,5	10,7	42,6	-6,0	-0,1
Aktien Industrienationen	2,1	15,3	5,7	4,2	34,5	0,1	9,9
Globale Wandelanleihen	1,6	9,2	-0,1	-6,7	37,1	15,3	12,2
Gold	1,0	4,4	3,3	12,9	-8,7	31,1	21,5
EUR Unternehmensanleihen	0,9	3,1	-3,5	-9,8	3,1	-0,2	5,8
REITs	0,6	-1,2	-20,5	7,8	27,3	-13,0	17,2
EUR Staatsanleihen	0,3	1,9	-5,5	-6,3	0,7	0,6	4,3
Euro-Übernachteinlage	0,3	1,6	1,9	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4
USD/EUR-Wechselkurs	-1,0	-2,8	-7,4	16,1	-1,1	-5,0	4,8

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.

- Die letzten vier Wochen standen nach dem bisher holprigem Jahr wieder im Zeichen der Rohstoffe. Brentöl setzte die Erholung seit Ende Juni über die letzten Wochen fort, zuletzt beflügelt durch Chinas Ankündigung neuer Stimulierungsmaßnahmen im Immobilien- und Arbeitsmarkt. Schwellenländeraktien und Industriemetalle profitierten ebenfalls von den positiven Neuigkeiten.
- Der US-Dollar holte seine Verluste bei starken US-Konjunkturdaten über die letzten Wochen zu Teilen wieder auf.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 27.07.2018 - 28.07.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.06.23 - 28.07.23)	YTD (30.12.22 - 28.07.23)	28.07.22	28.07.21	28.07.20	28.07.19	27.07.18
			28.07.23	28.07.22	28.07.21	28.07.20	28.07.19
MSCI EM Osteuropa	6,1	29,7	36,3	-81,2	28,5	-16,2	21,7
Stoxx Europa Small 200	4,7	10,7	3,7	-17,0	40,2	-2,8	0,0
MSCI EM Asien	4,7	6,8	-2,8	-5,9	16,5	9,0	0,8
Stoxx Europa Zyklisch	3,4	15,6	17,0	-10,6	36,4	-4,9	-2,7
MSCI USA Small Caps	3,2	10,5	0,5	3,0	51,5	-10,8	5,3
MSCI Großbritannien	2,2	8,4	5,3	13,8	25,9	-17,9	1,1
S&P 500	2,0	17,0	5,5	9,2	37,9	2,8	14,8
DAX	2,0	18,3	24,0	-14,7	21,3	3,3	-3,4
MSCI Japan	1,7	12,4	6,1	-1,3	18,8	1,0	-1,6
Euro Stoxx 50	1,6	20,3	25,4	-8,7	26,5	-4,3	2,7
Stoxx Europa Defensiv	1,2	7,8	6,2	9,8	13,0	0,6	4,8
Stoxx Europa 50	0,9	12,8	14,0	5,0	20,8	-3,4	5,0

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 Aktienmärkte entwickelten sich bei weniger Inflations- und Konjunktursorgen über die letzten vier Wochen erfreulich. Haupttreiber der positiven Entwicklung war eine Bewertungsausweitung. So notiert beispielsweise das KGV des S&P 500 über 21 und damit so hoch wie zuletzt Anfang 2022. Systematische Strategien und eine „Fear-of-Missing-Out“-Mentalität haben unterstützt.
- Die Q2-Berichtssaison ist in vollem Gange. Niedrige Erwartungen und robuste Konjunkturdaten bergen positives Überraschungspotenzial.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 27.07.2018 - 28.07.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.06.23 - 28.07.23)	YTD (30.12.22 - 28.07.23)	28.07.22	28.07.21	28.07.20	28.07.19	27.07.18
			28.07.23	28.07.22	28.07.21	28.07.20	28.07.19
EM-Staatsanleihen (lokal)	1,6	7,1	5,8	-5,6	1,4	-5,6	12,9
EUR Finanzanleihen	1,3	3,2	-2,9	-9,2	3,1	-0,2	5,4
USD Hochzinsanleihen	1,2	6,7	4,8	-8,4	11,4	2,4	7,1
EUR Hochzinsanleihen	1,0	5,4	5,1	-11,2	9,6	-0,9	5,0
EUR Nicht-Finanzanleihen	0,7	3,0	-4,0	-10,3	3,1	-0,2	6,0
Britische Staatsanleihen	-0,2	0,6	-19,1	-13,1	2,1	9,4	6,0
Chinesische Staatsanleihen	0,6	3,2	4,3	4,4	3,9	4,7	5,8
EM-Staatsanleihen (hart)	0,4	2,3	-1,7	-6,7	3,8	-2,9	16,0
Italienische Staatsanleihen	0,3	4,9	-2,9	-13,1	4,2	5,3	10,5
USD Unternehmensanleihen	0,2	3,5	-0,7	-12,6	1,7	12,1	10,2
Deutsche Staatsanleihen	-0,4	1,2	-10,5	-8,7	-0,7	1,2	5,9
US-Staatsanleihen	-1,6	-2,2	-11,8	6,1	-3,4	6,1	12,4

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

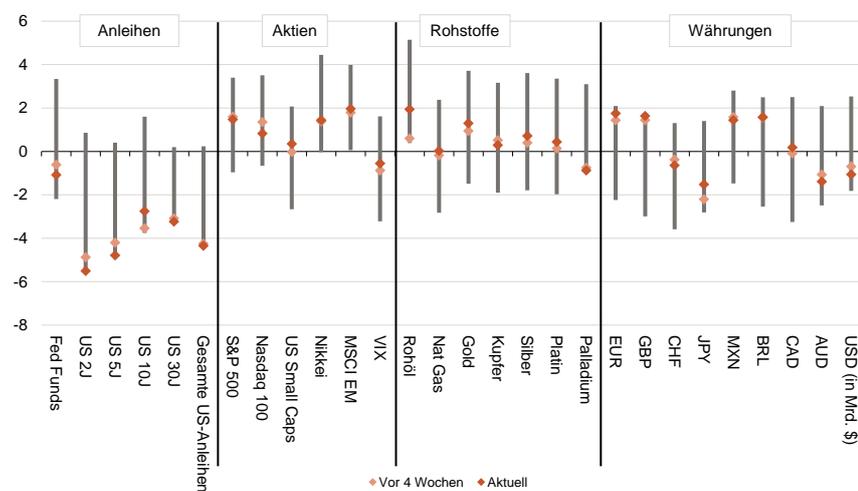
- Die Renditen sicherer Staatsanleihen bewegten sich in den letzten vier Wochen in einer erhöhten Handelsspanne.
- Britische Gilts notierten zumindest einen leichten Renditerückgang.
- Die beste Performance wiesen risikobehaftete Anleihesegmente wie USD Hochzins- und Finanzanleihen in EUR vor.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 27.07.2018 - 28.07.2023



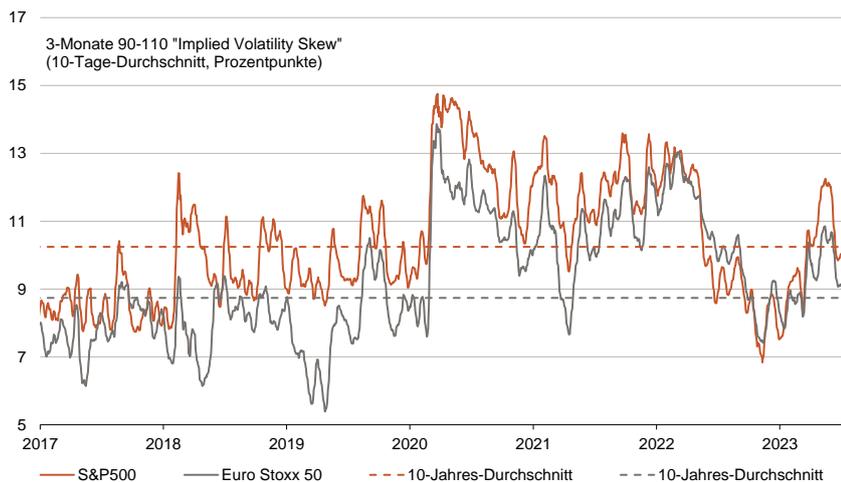
Spekulative Positionierung



- Anleger haben über den letzten Monat nach der starken Tech-Rallye Gewinne mitgenommen und ihre Long-Positionen im Nasdaq-100 reduziert.
- Bei Rohöl, das seit Anfang Juli kräftig zugelegt hat, haben sie wiederum Longs aufgebaut. Im 10-Jahresvergleich ist die Positionierung allerdings weiterhin verhalten.

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: 25.07.2013 - 25.07.2023

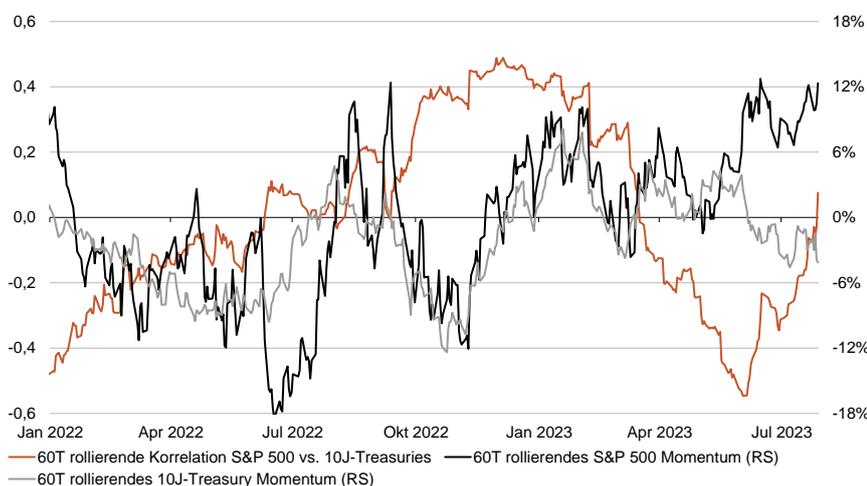
Put-Call-Skew



- Die Put-Call-Skew ist in den USA mittlerweile unterdurchschnittlich. In Europa liegt sie auf dem Durchschnitt.
- Gemessen am Level der impliziten Volatilität ist sie allerdings überdurchschnittlich steil. Dies wiederum ist typisch bei einer solch niedrigen Volatilität. Insgesamt deuten Level und Schiefe der Volatilität also auf optimistische Anleger.

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: 28.07.2013 - 28.07.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

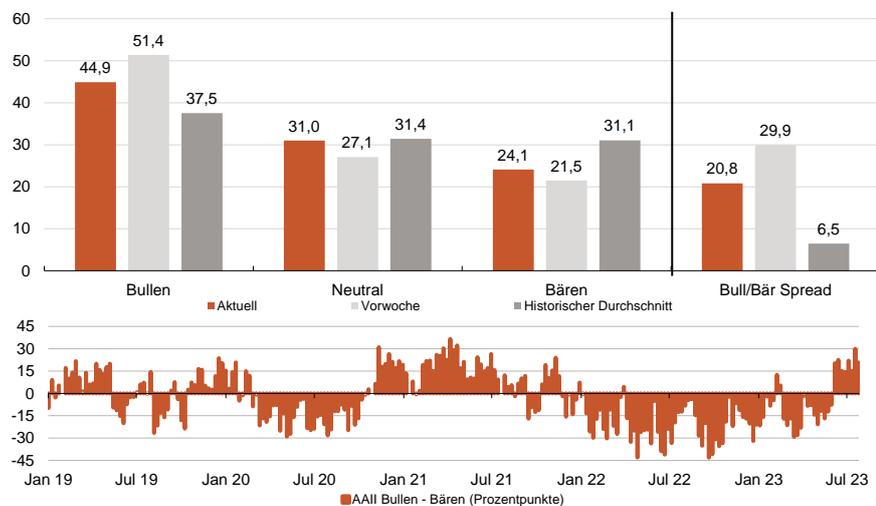


- Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist jüngst in den positiven Bereich gedreht, denn in den letzten Wochen haben Inflation und Zentralbanken wieder die Märkte dominiert, sodass Aktien und Anleihen sich oft im Einklang bewegen.

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 - 28.07.2023



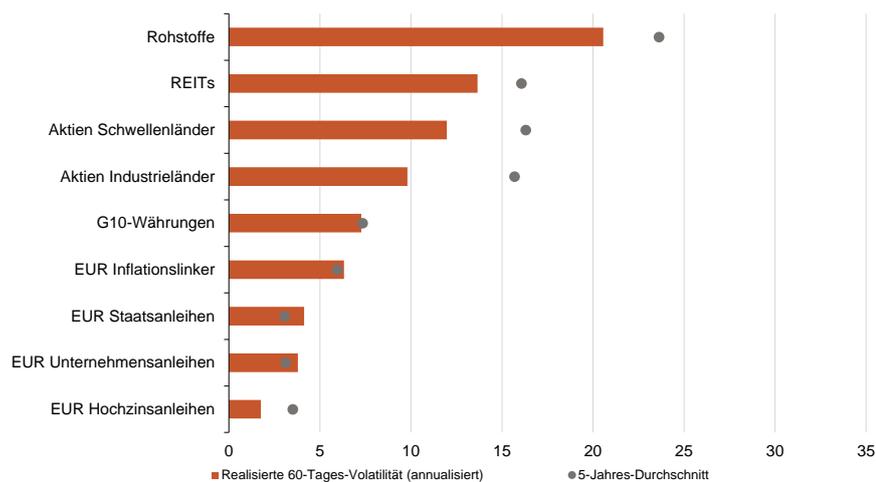
AAII Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Optimisten überwiegen nun schon die achte Woche infolge unter den US-Privatanlegern.
- Anleger rechnen immer mehr mit einem „No-Landing“-Szenario. Das heißt, die USA würden ihr Inflationsproblem in den Griff bekommen bei gleichzeitig positiver Konjunktorentwicklung.

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, AII, Zeitraum: 23.07.1987 - 28.07.2023

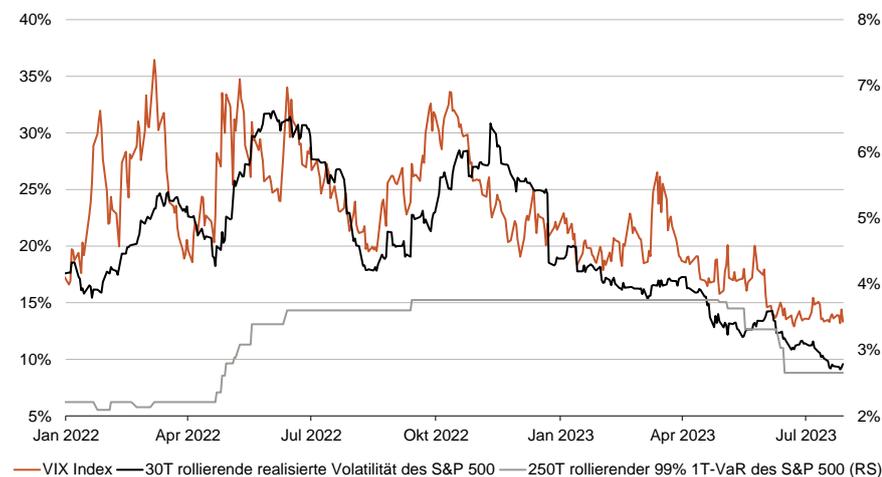
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierte Volatilität von Aktien der Industrieländer ist jüngst unter die Marke von 10% gefallen. Die großen Zentralbankmeetings der letzten Woche waren im Nachhinein sogenannte „Non-Events“ und haben kaum für Schwankungen gesorgt.
- Hochzinsanleihen weisen die mit Abstand niedrigste realisierte Volatilität auf. Mittlerweile sind die Risikoaufschläge hier allerdings historisch niedrig, sodass die Volatilitäts-dämpfende Wirkung nachlassen dürfte.

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: 28.07.2018 - 28.07.2023

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

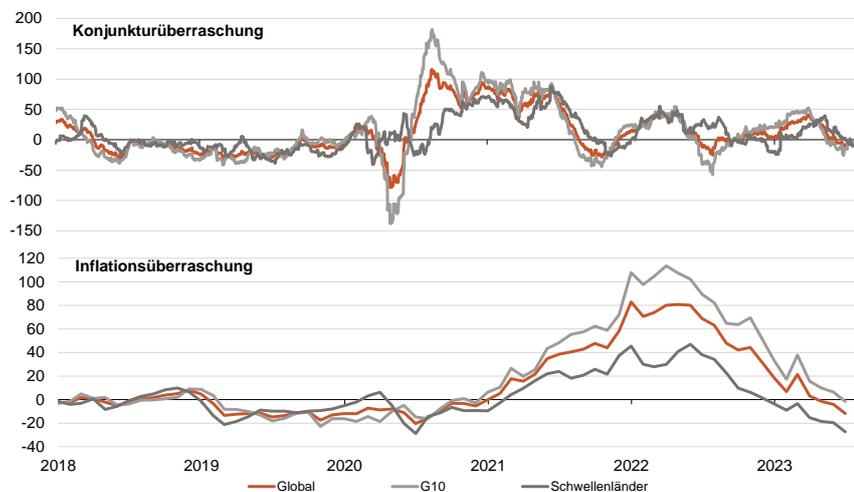


- Während die realisierte Volatilität der letzten 30 Tage unter die Marke von 10% fiel, stagnierte der VIX um die Marke von 13. Vol-Control-Strategien dürften daher mehr Aktien nachgefragt haben. Risk-Parity-Strategien hingegen litten zuletzt unter der gestiegenen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen.

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 - 28.07.2023



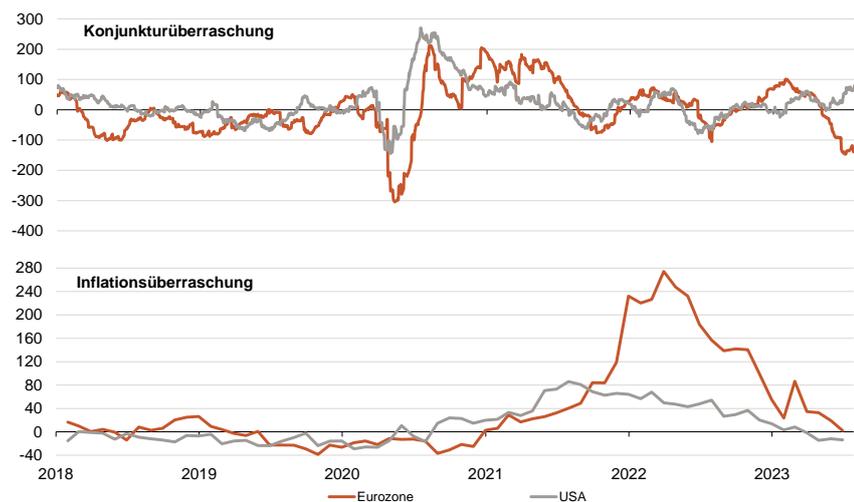
Global



- Auch wenn die Konjunkturdaten der Industrienationen im Vergleich zu vor vier Wochen weniger enttäuschten, überwogen in den Schwellenländern zunehmend die negativen Überraschungen. Summa summarum zeigt der Konjunkturüberraschungsindex daher auf globaler Ebene keine größeren Veränderungen über die letzten vier Wochen.
- In China enttäuschten die BIP-Zahlen des zweiten Quartals und die Einzelhandelsverkäufe, während die Industrieproduktion im Jahresvergleich deutlich über den Erwartungen lag.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 28.07.2023

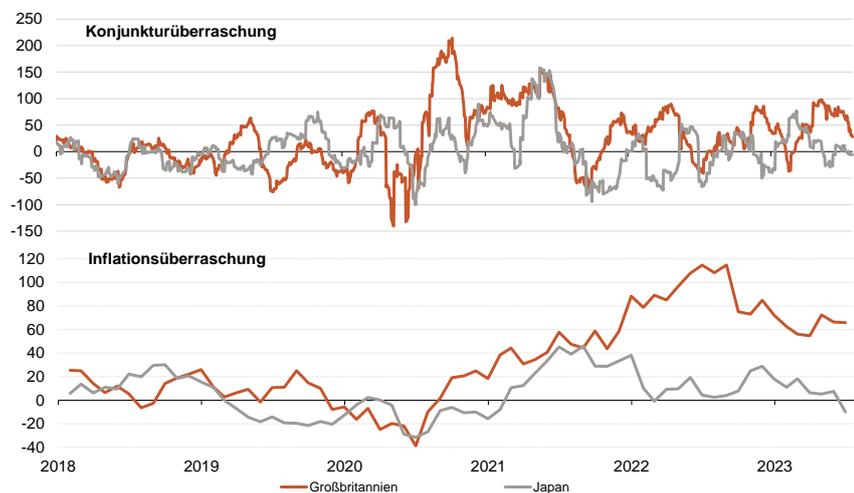
Eurozone & USA



- Die Konjunkturüberraschungsentwicklungen in den USA und der Eurozone haben nach der starken Entkopplung der letzten Wochen wieder einen Schritt aufeinander zu gemacht.
- In den USA lagen die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, das BIP des zweiten Quartals, die Bestellungen langlebiger Güter und die persönlichen Ausgaben über den Erwartungen.
- In der Eurozone und Deutschland enttäuschte der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 28.07.2023

Großbritannien & Japan

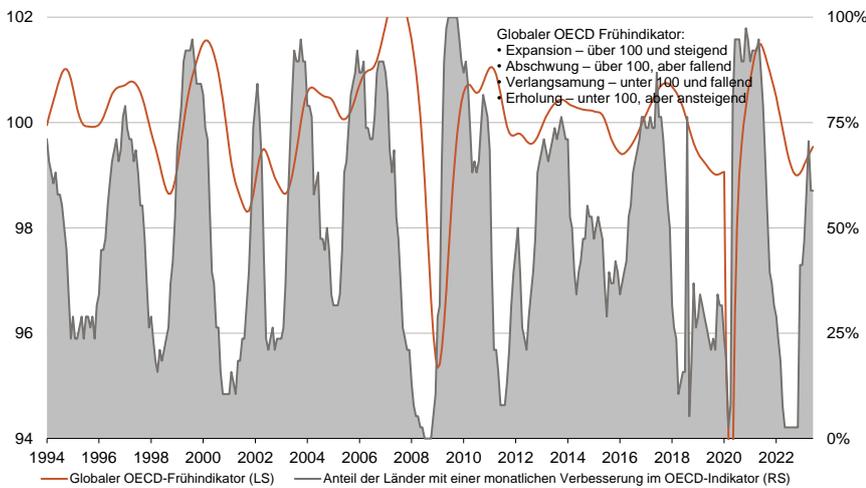


- In Großbritannien überraschten die Einzelhandelsverkäufe positiv, der Services-PMI negativ.
- In Japan lag die Inflation im Jahresvergleich sowie die Handelsbilanz für Juni über den Erwartungen.

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 - 28.07.2023



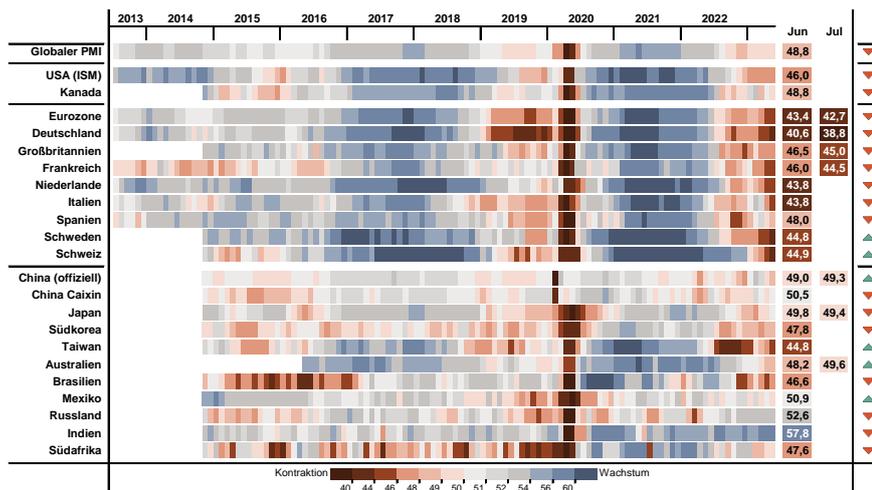
OECD Frühindikator



- Der globale OECD-Frühindikator, ein wichtiger Indikator für künftige Konjunkturwendepunkte in 6-9 Monaten, deutet mit steigendem Trend, jedoch weiter unter 100 notierend, bereits seit 7 Monaten auf eine wirtschaftliche Erholung.
- Auf Länderebene verbesserten sich 59% der Länder im Vergleich zum Vormonat.

Der OECD Frühindikator setzt sich aus einer Reihe ausgewählter Wirtschaftsindikatoren zusammen, deren Zusammensetzung ein robustes Signal für künftige Wendepunkte liefert. Ein Wendepunkt signalisiert in der Regel einen Wendepunkt im Konjunkturzyklus in 6-9 Monaten. Allerdings liegen die Vorlaufzeiten manchmal außerhalb dieses Bereichs und Wendepunkte werden nicht immer richtig erkannt.
 Quelle: OECD, Bloomberg, Zeitraum: 31.01.1994 - 30.06.2023

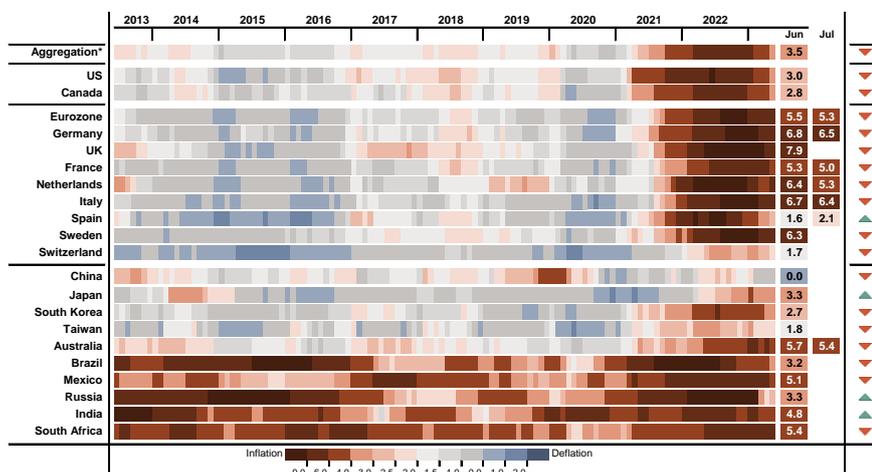
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die Einkaufsmanagerdaten für den Juli geben für Europa bisher ein eindeutiges Signal: die Daten für die Eurozone, Deutschland, Frankreich und Großbritannien deuten auf eine rückläufige Aktivität der Industrie im Vergleich zum Vormonat. In Deutschland ist der Wert nun unter 40 gefallen und damit so niedrig wie zuletzt im Mai 2020.

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: 28.07.2013 - 28.07.2023

Gesamtinflation



- Die Inflation in den USA sank im Juni auf 3% und in der Eurozone auf 5,3% gegenüber dem Vorjahr im Juli.
- In Deutschland ist die Inflation im Monatsvergleich hingegen wieder gesunken. Größter Preistreiber waren neben den teureren Lebensmitteln (+11%) zwei Sondereffekte. Im Jahresvergleich hatte der Tankrabbat und das Neun-Euro-Ticket vor einem Jahr die Preise gedrückt.

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: 28.07.2013 - 28.07.2023



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

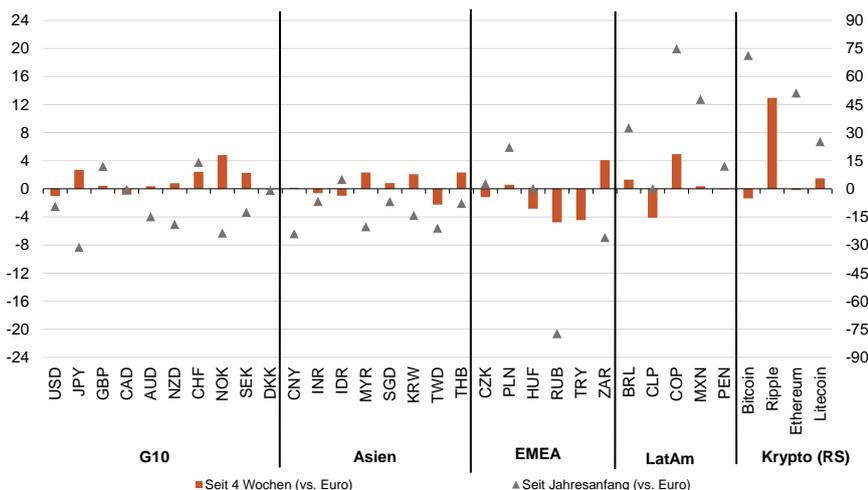


- An den Währungsmärkten waren zuletzt keine klaren Trends zu beobachten, sodass die hier dargestellten Währungen in Summe seitwärts schwankten.
- Die Bank of Japan hat eine etwas flexiblere „Yield-Curve-Control“ angekündigt. Das hat dem Yen allerdings nur kurzzeitig etwas Rückenwind verliehen, denn der Chefzentralbanker Ueda ist ansonsten in seinen Aussagen weiter sehr taubenhaft.

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 - 28.07.2023

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

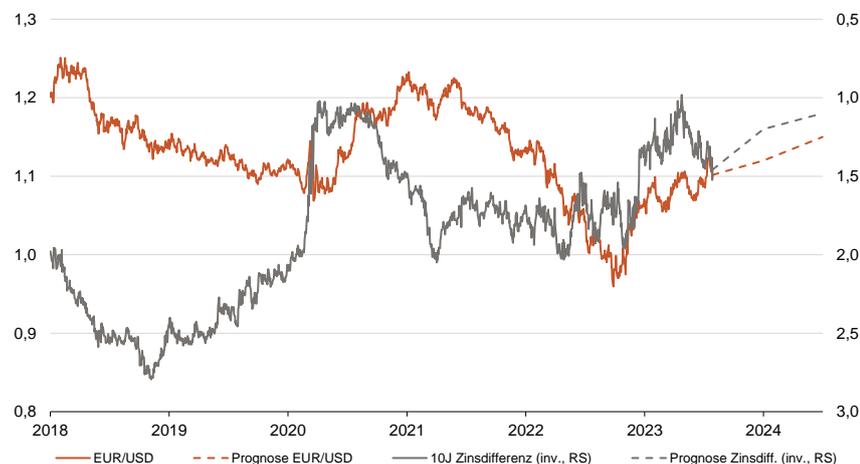


- Unter den G10 gewannen die meisten Währungen über den letzten Monat gegenüber dem Euro hinzu, denn die Gemeinschaftswährung litt unter schwachen Konjunkturdaten und einer entsprechend etwas taubenhafteren EZB.
- In den Schwellenländern war die Währungsentwicklung sehr gemischt.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 28.07.2023

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Nachdem sich der EUR/USD-Wechselkurs seit Anfang Juli deutlich nach oben bewegte und die Marke von 1,12 durchbrach, fiel er jüngst wieder auf 1,10.
- Dabei kam der Gegenwind für den Euro von beiden Seiten des Atlantiks. In den USA waren die letzten Wirtschaftsdaten überraschend stark, in Europa tendenziell schwach.
- Die Sitzungen der EZB und der Fed verliefen wiederum größtenteils erwartungsgemäß.

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 - 30.06.2023



Sektor- und Styleperformance in Europa

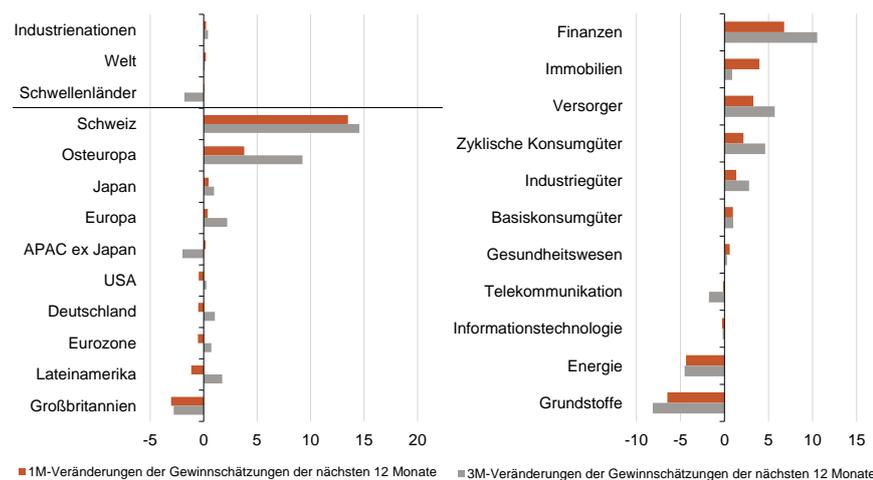
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.06.23 - 28.07.23)	YTD (30.12.22 - 28.07.23)	28.07.22	28.07.21	28.07.20	28.07.19	27.07.18
			28.07.23	28.07.22	28.07.21	28.07.20	28.07.19
Grundstoffe	5,1	6,8	10,1	-10,2	39,9	3,4	-1,9
Finanzen	4,6	15,6	25,4	-2,3	32,3	-18,4	-5,2
Value	3,2	11,4	14,8	1,5	27,1	-15,6	-1,9
Telekommunikation	2,4	11,8	-1,7	-1,6	20,8	-16,6	-0,2
Energie	2,4	0,2	12,6	44,4	22,8	-39,1	-3,8
Basiskonsumgüter	1,8	7,3	0,3	6,1	11,5	-2,0	11,3
Industrie	1,4	18,8	17,7	-10,7	41,2	-2,8	3,8
Growth	0,6	15,1	9,1	-6,9	28,2	5,3	7,4
Zyklische Konsumgüter	0,6	24,4	24,1	-14,8	52,4	-10,6	4,8
Gesundheit	0,3	7,7	1,3	10,1	10,8	14,5	9,0
Versorger	-0,9	10,6	7,2	0,1	9,5	15,4	14,8
Informationstechnologie	-1,0	25,0	15,8	-17,8	37,7	12,9	6,3

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.

- In Europa entwickelten sich in den letzten vier Wochen Value-Sektoren deutlich besser als Growth-Sektoren. Rohstoffunternehmen profitierten zuletzt von der deutlichen Erholung in den Rohstoffpreisen. Banken berichteten zudem deutlich bessere Q2-Ergebnisse als vom Konsensus erwartet.
- Seit Jahresanfang liegen Wachstumsunternehmen aber nach wie vor deutlich vor Value-Werten.

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: 27.07.2018 - 28.07.2023

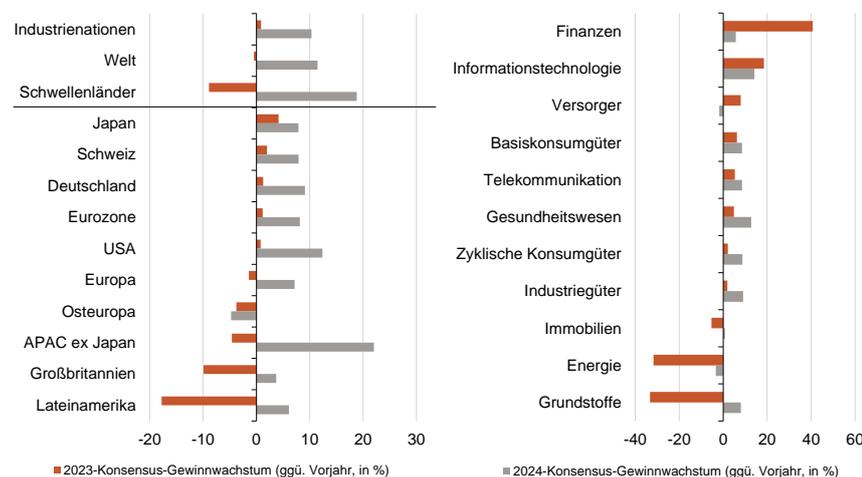
Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen



- Die angelaufene Q2-Berichtssaison führt zu stärkeren Gewinnrevisions. So wurden die Gewinnsschätzungen in Europa am stärksten für Finanztitel hochgenommen, gefolgt von Immobilien und Versorger.
- Grundstoff-, Energie- und IT-Unternehmen mussten hingegen negative Gewinnrevisions hinnehmen.

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: 27.07.2023

Gewinnwachstum

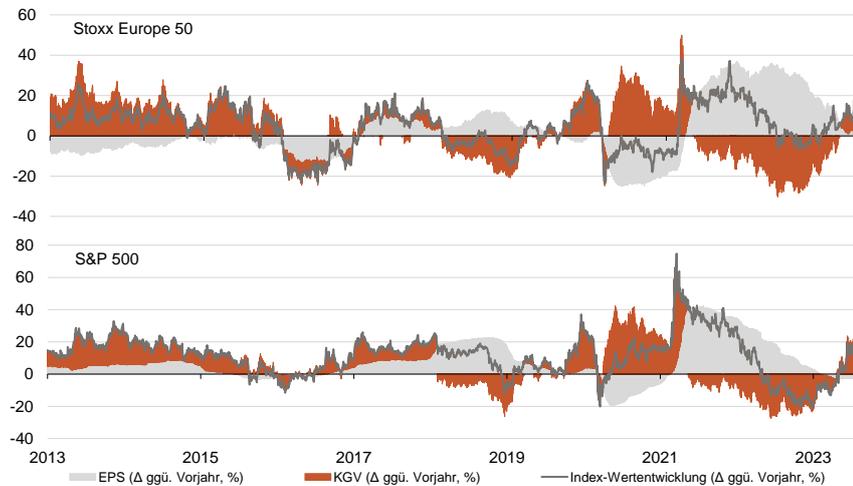


- Der Konsensus erwartet für dieses Jahr kein merklich positives Gewinnwachstum für die Industrienationen und eine deutliche Gewinnrezession für die Schwellenländer. Für nächstes Jahr wird hingegen ein Aufholen der Schwellenländer-Gewinne erwartet.

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: 27.07.2023



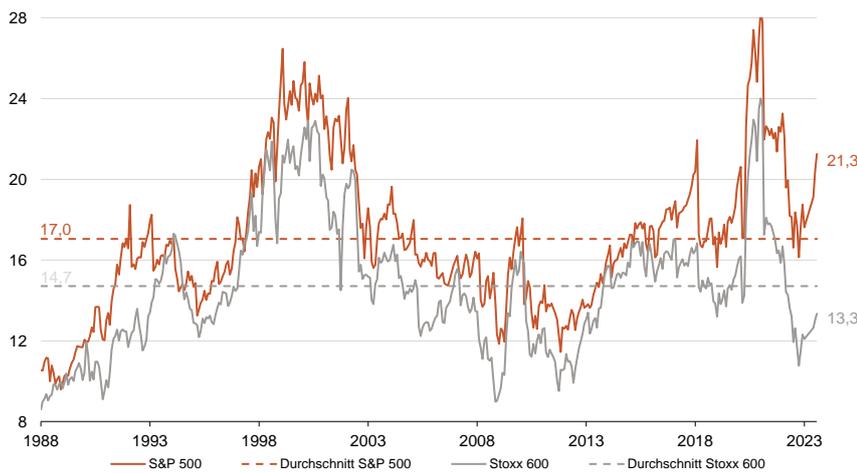
Kontributionsanalyse



- Sowohl in Europa als auch in den USA wurden die Kurse nicht durch steigende Gewinne, sondern durch steigende Bewertungen getrieben.
- Systematische Strategien, die bewertungsinsensitiv sind, haben dieses Jahr aufgrund des positiven Momentums und der fallenden Volatilität die Aktienquote deutlich erhöht.

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 - 27.07.2023

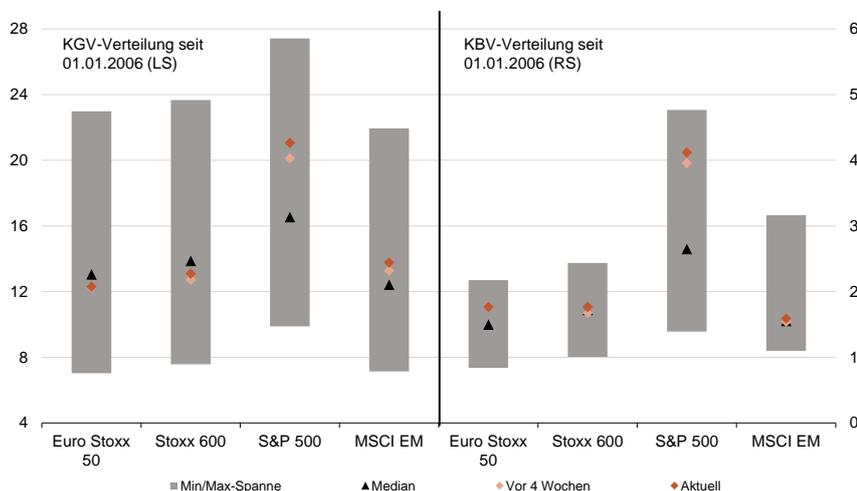
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- In den USA kam es zuletzt zu dem seltenen Phänomen, dass die Kurse und trotz stagnierender Gewinne und höherer Zinsen gestiegen sind. Die starke YTD-Rallye hat viele Investoren in den Markt getrieben. Die „Fear of missing out“ hat entsprechend deutlich zugenommen, was auch zu einer Auflösung von vielen Short-Positionen am Aktienmarkt geführt hat.

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 - 28.07.2023

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

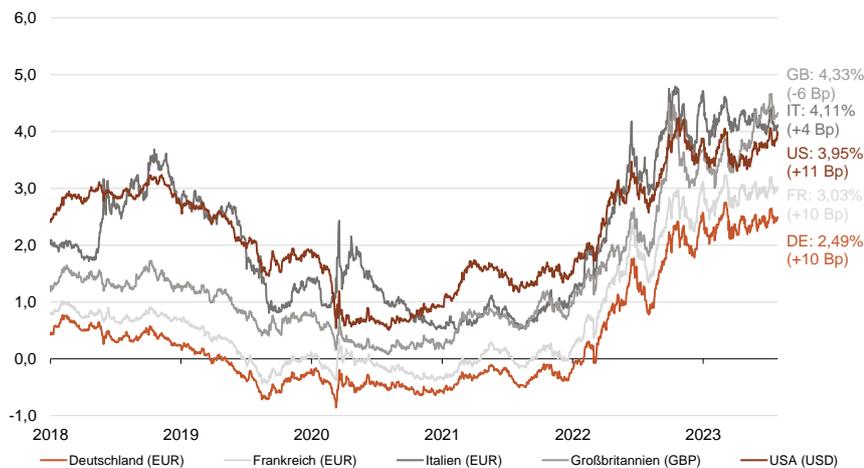


- Europäische Aktien bleiben günstig bewertet im Vergleich zur eigenen Historie und im Vergleich zu den anderen Regionen.
- Die USA ist hingegen die mit Abstand unattraktiv bewertete Aktienregion.

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 - 28.07.2023



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

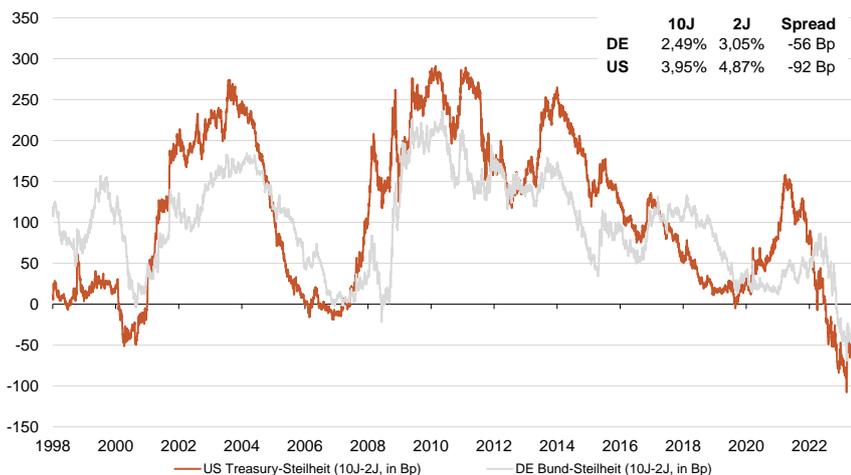


- Die Renditen sicherer Staatsanleihen notierten in den vergangenen vier Wochen nahezu unverändert. Lediglich bei britischen Giltts konnte ein leichter Renditerückgang beobachtet werden. Italienische BTPs konnten einen Spreadrückgang gegenüber Bunds verzeichnen.
- Nach dem voraussichtlich letzten Zinsschritt der Fed befindet sich die US-Wirtschaft in einem sensiblen Gleichgewicht von rückläufiger Inflation bei einem weiterhin starken Arbeitsmarkt und stabilem Wirtschaftswachstum.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 28.07.2023

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

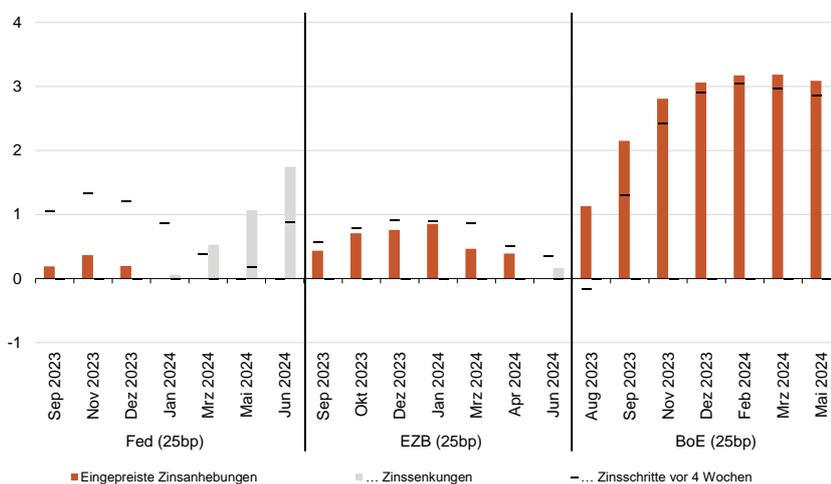


- Die US-Renditestrukturkurve verzeichnete zur Monatsmitte eine Versteilung von ca. 25Bp ehe sie zum Monatsende eine Inversion von nahe 90Bp notierte.
- Die Inversion von Bundesanleihen ging um 25Bp zurück. Ausschlaggebend waren fallende Bundrenditen am kurzen Ende bei zeitgleich steigenden Renditen am langen Ende der Laufzeitenkurve.

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 - 28.07.2023

Implizite Leitzinsveränderungen



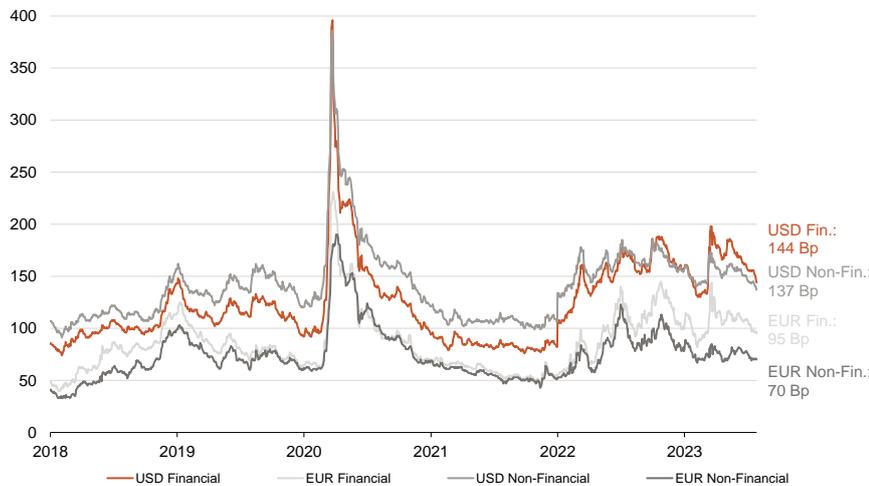
- Die EZB hob den Leitzins um 25Bp an und wird vermutlich noch einen letzten Zinsschritt machen. Zinssenkungen sind weiterhin erst ab dem zweiten Quartal 2024 eingepreist.
- Der Markt preist von der BoE drei weitere Zinsschritte ein, und somit einen Spitzensatz von mittlerweile unter 6%.
- In den USA wird der Leitzins von 5,5% vorerst wohl gehalten, ehe die Fed nächstes Jahr die Zinsen senken könnte.

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: 28.06.2023 - 28.07.2023



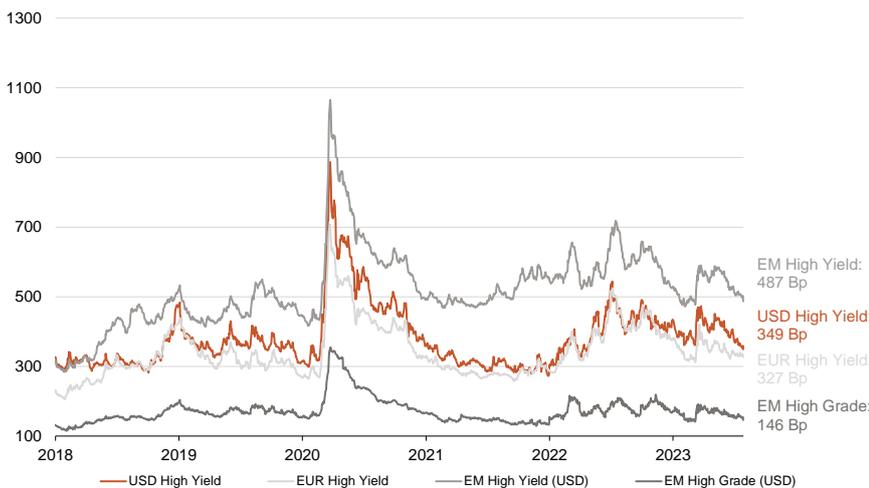
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- IG Finanzanleihen in EUR und USD konnten wieder einen starken Rückgang der Risikoaufschläge von jeweils 13Bp und 19Bp in den vergangenen vier Wochen verzeichnen.
- Eine Einengung von immerhin 8Bp und 13Bp konnten IG nicht-Finanzanleihen in EUR und USD an den Tag legen.
- Insgesamt setzte sich der aktuelle Trend von stärkerer Spreadeinengung bei USD Unternehmensanleihen gegenüber denen in EUR auch in diesem Monat fort.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 27.07.2023

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Aufgrund der besseren Wirtschaftslage, und der einhergehenden Risikoaffinität des Marktes, konnten Hochzinsanleihen in USD auf Index Ebene eine Spreadeinengung von 53Bp verzeichnen und somit deutlich mehr als die 15Bp der EUR-Hochzinsanleihen.
- Hochzinsanleihen aus Schwellenländern verzeichneten auf Monatsicht rückläufige Risikoaufschläge von knapp 52Bp.

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 - 27.07.2023

Anleihe-segmente in der Übersicht

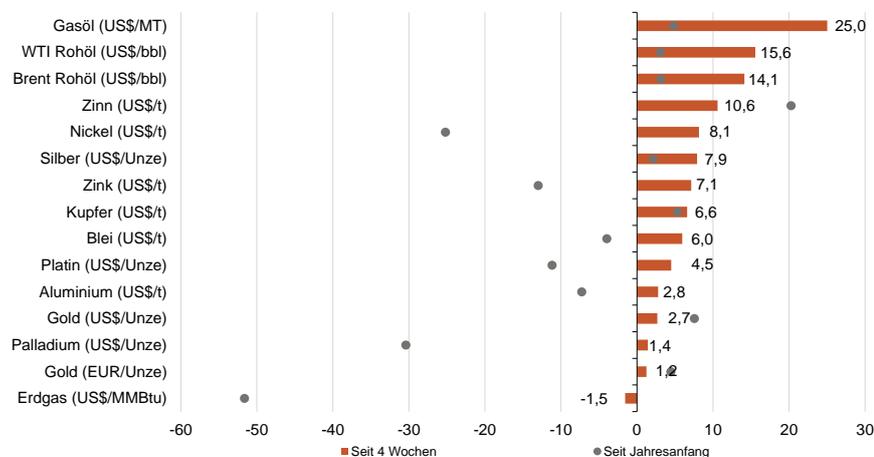
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	27/07/22 27/10/23	27/07/21 27/10/22	27/07/20 27/10/21	27/07/19 27/10/20	27/07/18 27/10/19
EUR Government	3,21	0,04	7,2	-	-	-	-0,3	2,1	-7,4	-11,9	0,7	2,5	7,9
Germany	2,64	0,02	7,3	-	-	-	-0,3	1,0	-9,5	-9,6	-0,6	1,0	5,9
EUR Corporate	4,30	-0,09	4,5	80	-9	56	0,7	2,8	-2,9	-10,3	3,2	-0,3	5,6
Financial	4,56	-0,12	3,8	96	-12	63	0,9	2,7	-2,1	-8,6	2,7	0,0	5,1
Non-Financial	4,14	-0,07	5,0	70	-7	48	0,5	2,9	-3,3	-11,3	3,4	-0,5	5,9
EUR High Yield	7,44	-0,07	3,1	332	-7	44	0,6	5,0	5,3	-11,4	9,5	-0,8	5,0
US Treasury	4,36	0,05	6,4	-	-	-	-0,2	1,7	-4,4	-9,0	-2,8	12,1	7,4
USD Corporate	5,54	-0,02	6,9	145	-9	57	0,5	3,7	-0,8	-13,0	2,0	12,0	10,2
Financial	5,83	-0,04	5,1	152	-9	72	0,5	3,2	0,1	-11,0	2,3	10,4	9,6
Non-Financial	5,40	-0,01	7,7	142	-8	47	0,5	3,9	-1,2	-13,9	1,9	12,6	10,4
USD High Yield	8,41	-0,32	4,0	359	-35	33	1,7	6,6	5,4	-9,0	11,4	2,3	7,1
EM High Grade	5,76	0,02	5,3	155	-2	12	0,3	3,4	2,0	-13,3	3,1	6,2	8,8
EM High Yield	10,30	-0,25	3,8	503	-21	32	0,2	2,9	9,4	-23,3	9,0	3,5	9,7

- Steigende Zinsen lasteten auf den Anleihekursen im vergangenen Monat. Sichere Staatsanleihen, die nicht von engeren Spreads profitieren konnten, waren hiervon am stärksten betroffen.
- IG-Finanzanleihen und Hochzinsanleihen in EUR konnten mit 0,9% und 0,6% besonders starke Performance vorweisen. Nur USD-Hochzinsanleihen konnten mit 1,7% stärker abschneiden.

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: 28.07.2018 - 28.07.2023



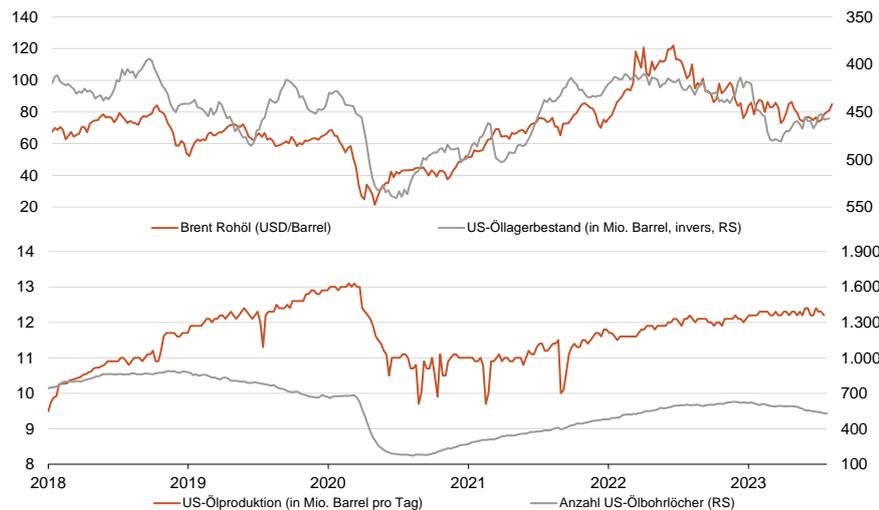
Performance Rohstoffe



- In den vergangenen vier Wochen legten die meisten Rohstoffe signifikant zu. Besonders Öl und Zinn gewannen im zweistelligen Prozentbereich.
- Nachdem die indonesische Produktion den Nickelpreis zu Jahresbeginn um 30% hat abstürzen lassen, scheint die Überversorgung nicht so erheblich zu sein wie bisher angenommen. Auch die LME- Lagerdaten deuten mit ihrem weiterhin niedrigen Inventar nicht auf eine so deutliche Überversorgung hin, weshalb sich die Preise zuletzt erholten.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 28.07.2023

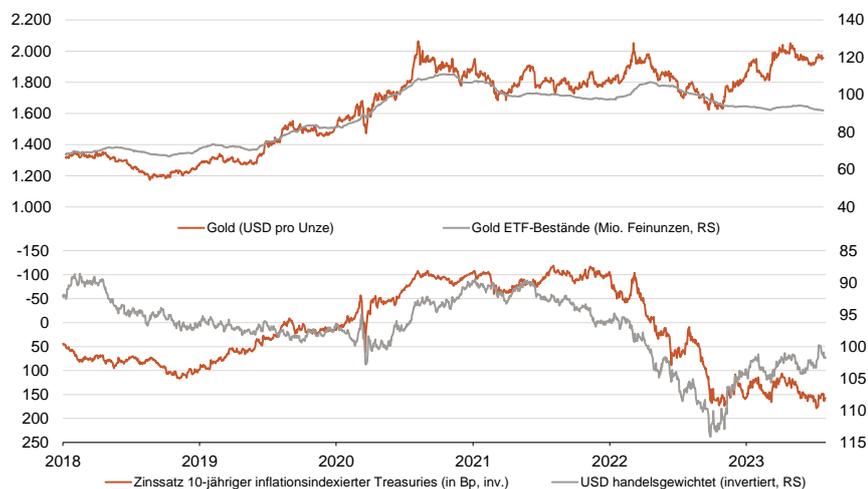
Rohöl



- Rohöl setzte die positive Entwicklung über den Juli fort.
- Seit der Ankündigung weiterer Kürzungen durch Saudi-Arabien Anfang Juli legte Brent-Rohöl mehr als 10% zu.
- Laut des Energieministers der VAE dürften die aktuellen Maßnahmen zur Produktionsdrosselung zunächst zur Stützung des Ölmarkts genügen. Dennoch mahnte er die Märkte, die OPEC sei für erforderliche weitere Schritte „nur einen Anruf entfernt“.

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 - 28.07.2023

Gold



- Der Goldpreis fiel letzte Woche so stark wie seit sieben Wochen nicht mehr.
- Auslöser waren die stärker als erwarteten Zahlen zum amerikanischen Wirtschaftswachstum, was ein Zeichen dafür ist, dass die USA immer noch höhere Zinsen verkraften können.

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 - 28.07.2023

**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. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>.

Datum: 31. Juli 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