

Aktueller Marktkommentar

Die Erholungsrallye ging weiter, unterstützt durch ein Short-Covering sowie Aktienkäufe der Systematiker, begünstigt durch eine fallende Volatilität und einem besseren Momentum. Grund für die freundliche Stimmung waren auch Aussagen von US-Notenbankchef Jerome Powell. Er hatte angedeutet, dass die Fed künftig eine moderatere Zinspolitik verfolgen könnte. Gepaart mit Hoffnungen, dass wir den Hochpunkt der US-Inflation und der USD-Stärke gesehen haben könnten, haben sich zuletzt vor allem die großen Underperformer dieses Jahr erholt. Technologietitel schlugen Ölk Aktien um mehr als 16% über die letzten vier Wochen. Der japanische Yen hat von seinem Tief im Oktober ca. 12% gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. Anleihen legten in der Breite zu. Die Kapitalmärkte haben ein Soft-Landing-Szenario nun wieder stärker eingepreist. Sollte dieses jedoch nicht eintreten, dürfte die Fallhöhe für Aktien nun wieder etwas höher sein. Allerdings sind Positionierung und Sentiment weit davon entfernt, bereits optimistisch zu sein.

Kurzfristiger Ausblick

Am 14. Dezember kommt die Fed und am 15. Dezember die EZB sowie die BoE zusammen. Nachdem die Inflation sowohl in den USA als auch in der Eurozone zuletzt stärker als erwartet gefallen ist, dürften viele Marktteilnehmer gespannt auf die Reaktionen und den geldpolitischen Ausblick der Zentralbanken blicken. Der EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs findet am 15./16. Dezember statt. Zentrale Themen dürften der Ukraine-Krieg und die Energiesicherheit sein. Heute stehen die Service-Einkaufsmanagerindizes (PMIs, Nov.) für Europa und die USA an. Am Dienstag folgen die Auftragseingänge (Okt.) und am Mittwoch die Industrieproduktionsdaten (Okt.) für Deutschland. Am Freitag werden die chinesische Inflationsdaten (Nov.), die US-Erzeugerpreise (Nov.) und das vorläufige US-Verbrauchervertrauen (Uni Michigan, Dez.) veröffentlicht. In der Folgewoche werden die ZEW-Umfrageergebnisse (Dez.) sowie die US-Inflation (Nov.), die US-Einzelhandelsumsätze (Nov.) und der US-Industrie-PMI (Dez.) bekannt gegeben.

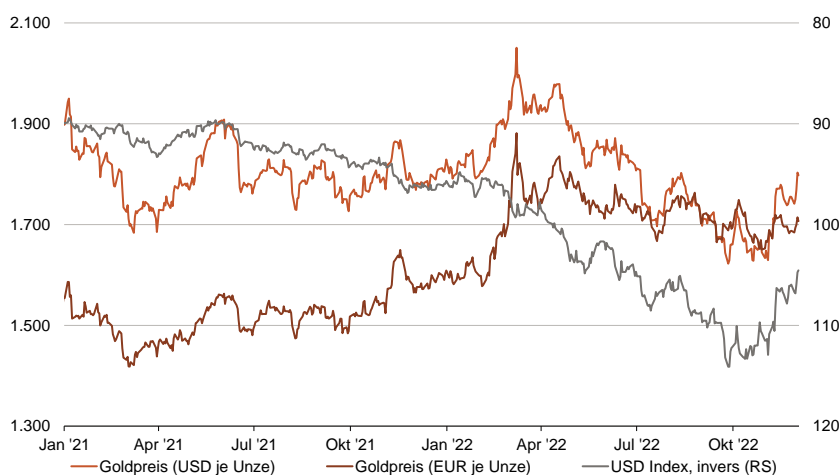
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Zentralbanken und EU-Politik im Fokus.

Entscheidende Wirtschafts- und Inflationsdaten stehen an.

Gold bricht aus - in US-Dollar, aber nicht in Euro



- Gold brach jüngst nach Monaten der Schwäche aus. Stagnierende Realzinsen und ein schwächerer Dollar unterstützten fundamental, dünne Anlegerpositionierung und das Durchbrechen der 100- bzw. 200-Tagelinie technisch. Für hiesige Investoren blieb von der Rallye wegen der Eurostärke jedoch wenig übrig.
- Kommt die Zinswende, dürfte Gold weiter hinzugewinnen. Aber auch Anleihen, die mittlerweile auskömmliche Renditen erwirtschaften, würden profitieren. Die relative Attraktivität von Gold ist damit etwas gesunken.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2021 - 02.12.2022



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (04.11.22 - 02.12.22)	YTD (31.12.21 - 02.12.22)	02.12.21	02.12.20	02.12.19	02.12.18	01.12.17
Aktien Emerging Markets	-12,2	3,9	-13,0	9,9	10,6	9,6	-3,9
EUR Unternehmensanleihen	-12,0	3,8	-12,4	-0,3	2,6	6,3	-2,0
Industriemetalle		3,7	13,5	30,5	9,9	0,6	-3,9
Aktien Industrienationen	-7,1	7,0	-4,1	29,1	6,9	16,2	5,8
Aktien Frontier Markets	-17,4	2,6	-17,5	33,1	-8,1	13,1	-7,0
EUR Staatsanleihen	-9,1	2,0	-9,8	-0,6	1,8	3,9	-1,0
REITs	-18,5	1,9	-12,9	34,8	-15,8	15,6	3,8
Gold		1,0	9,1	3,5	14,5	22,3	0,3
Euro-Übernachteinlage	-0,1	0,1	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Globale Wandelanleihen	-12,6	-1,6	-13,0	12,9	32,1	7,9	5,3
USD/EUR-Wechselkurs		-5,5	7,3	7,2	-8,6	2,2	5,1
Brent	-15,3	52,2	69,6	69,7	-36,0	14,2	4,4

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 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.

- Neue Lockerungen der chinesischen Null-Covid-Politik und die Bestätigung des US-Notenbank-Vorsitzenden Jerome Powell, dass sich das Tempo der Zinserhöhungen verlangsamen wird, beschwingten die globalen Aktienmärkte. Im Gegenzug rutschte der US-Dollar auf ein Dreimonatstief.
- Der China-Optimismus beflügelte vor allem Schwellenländer-Aktien und Industriemetalle, während zinssensitive REITs von den gemäßigeren Äußerungen Powells profitierten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.12.2017 - 02.12.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (04.11.22 - 02.12.22)	YTD (31.12.21 - 02.12.22)	02.12.21	02.12.20	02.12.19	02.12.18	01.12.17
Euro Stoxx 50	-5,1	8,0	-0,7	19,0	-0,9	17,5	-7,7
DAX	-8,5	7,9	-4,8	14,6	2,7	15,2	-12,5
Stoxx Europa Zyklisch	-10,4	7,9	-6,2	23,6	1,7	15,0	-9,3
Stoxx Europa Small 200	-21,0	7,8	-18,2	24,5	4,1	17,5	-5,8
MSCI EM Asien	-13,5	7,3	-14,5	7,5	19,4	10,2	-5,2
Stoxx Europa 50		6,0	7,8	21,0	-4,0	15,8	-3,4
MSCI Großbritannien		2,3	11,4	22,7	-14,9	12,2	-1,2
MSCI EM Osteuropa	-81,5	5,2	-82,3	37,1	-17,7	24,6	7,0
MSCI Japan	-8,4	4,9	-7,5	10,6	2,3	13,2	-1,0
Stoxx Europa Defensiv		3,3	8,1	16,5	-3,8	12,7	4,9
S&P 500	-6,2	2,0	-2,9	35,4	9,9	17,6	12,0
MSCI USA Small Caps	-4,8	0,5	-2,9	32,3	5,3	10,8	7,0

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.

- Alle Aktienregionen und -Styles legten über die letzten vier Wochen zu. Die Anlegerstimmung in Asien erhielt zusätzlichen Auftrieb nach der Ankündigung neuer Lockerungsmaßnahmen der strengen Covid-Politik in China. Asiatische Aktien gewannen somit mehr als 7%.
- Mit dem wieder in den Vordergrund getretenen Narrativ eines „Soft Landing“ infolge Powells Aussagen entwickelten sich zyklische Segmente wie der DAX und europäische Aktien am erfreulichsten. Die Dollar-Schwäche begrenzte die Gewinne bei US-Aktien.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.12.2017 - 02.12.2022

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (04.11.22 - 02.12.22)	YTD (31.12.21 - 02.12.22)	02.12.21	02.12.20	02.12.19	02.12.18	01.12.17
USD Unternehmensanleihen	-13,9	7,0	-13,9	-0,1	9,6	15,1	-3,3
Britische Staatsanleihen	-23,4	5,3	-24,7	6,3	-0,4	14,8	-2,0
Italienische Staatsanleihen	-12,8	4,3	-14,0	-0,9	7,6	13,6	-6,1
EUR Hochzinsanleihen	-10,5	4,1	-10,0	3,3	3,3	9,7	-3,4
EUR Nicht-Finanzanleihen	-12,3	3,8	-12,8	-0,5	2,9	6,4	-1,9
EUR Finanzanleihen	-11,7	3,7	-11,9	0,0	2,2	6,1	-2,2
USD Hochzinsanleihen	-9,8	3,7	-8,4	5,3	6,8	9,5	0,2
Deutsche Staatsanleihen	-13,6	3,5	-15,1	-0,4	1,8	4,4	0,9
EM-Staatsanleihen (hart)	-9,7	2,7	-9,6	5,9	-2,8	16,4	-0,4
EM-Staatsanleihen (lokal)	-5,0	1,2	-4,4	-1,3	-4,5	13,0	-0,8
Chinesische Staatsanleihen	-1,0	2,9	3,6	6,2	2,6	5,1	7,1
US-Staatsanleihen	-3,3	-1,2	-4,3	5,3	-1,6	11,8	3,5

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

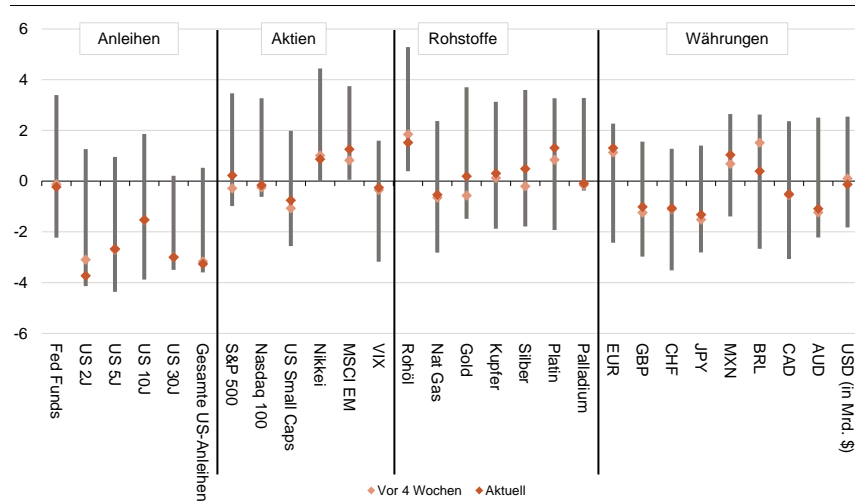
- Die jüngsten Bemerkungen Powells führten zu einer merklichen Erholungsrally an den globalen Anleihemärkten.
- Eine Zinserhöhung von „nur“ 50 Basispunkten auf der Fed-Dezembersitzung scheint nun für den Markt immer wahrscheinlicher.
- Im Euroraum ist neben den Kursgewinnen auch die geringere Renditedifferenz zwischen deutschen und italienischen Staatsanleihen hervorzuheben.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.12.2017 - 02.12.2022



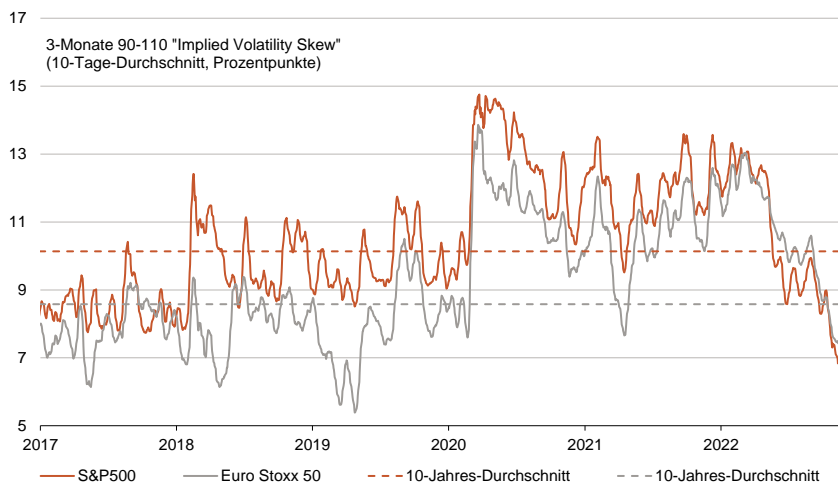
Spekulative Positionierung



- Hedge Fonds haben mit der Rallye der letzten Wochen ihre Shorts in US Large Caps nun vollständig eingedeckt.
- Innerhalb der Rohstoffe haben sie Positionen fast überall erhöht.
- Beim Dollar sind die spekulativen Anleger mittlerweile netto-short. Im Gegenzug haben sie Euro- und Yen-Positionen aufgestockt.

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: 29.11.2012 - 29.11.2022

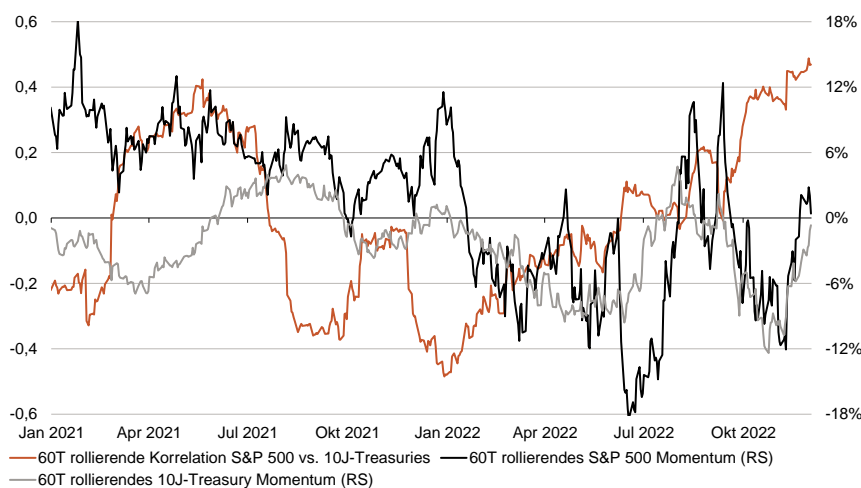
Put-Call-Skew



- Die Skew hat sich deutlich versteilert in den vergangenen Wochen.
- In Europa entspricht sie mittlerweile wieder dem 10-Jahresdurchschnitt. In den USA liegt sie wiederum noch etwa 2 Punkte darunter.
- Mit der Versteilerung ist auch das Volumen an gehandelten Puts relativ zu Calls kräftig angestiegen. Der Optionsmarkt scheint etwas skeptisch gegenüber der jüngsten Erholung zu sein.

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: 02.12.2012 - 02.12.2022

60-Tage-Momentum und -Korrelation

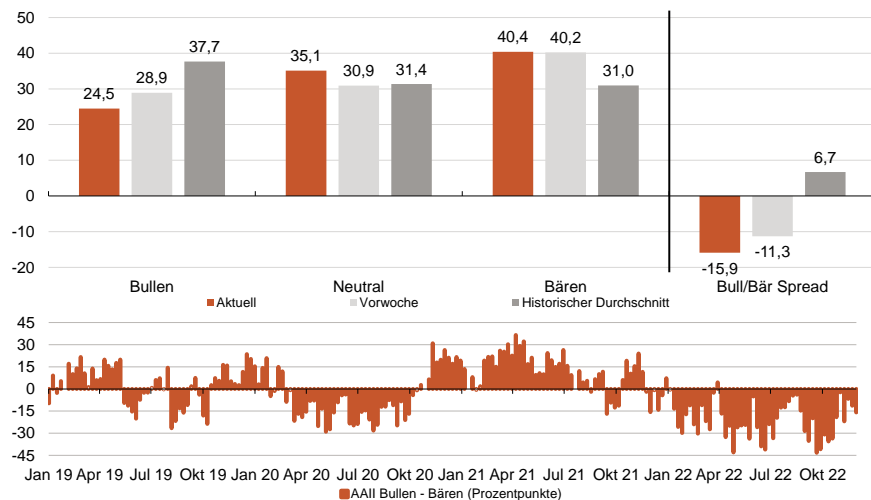


- Mit der Neutralisierung von Short-Positionen, drehte auch das Momentum von US-Aktien in den positiven Bereich.
- Bei Anleihen kratzt es noch an der Nulllinie, allerdings hat es sich auch hier verbessert, sodass Aktien und Anleihen mittlerweile die höchste Korrelation seit über 20 Jahren aufweisen.

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 - 02.12.2022



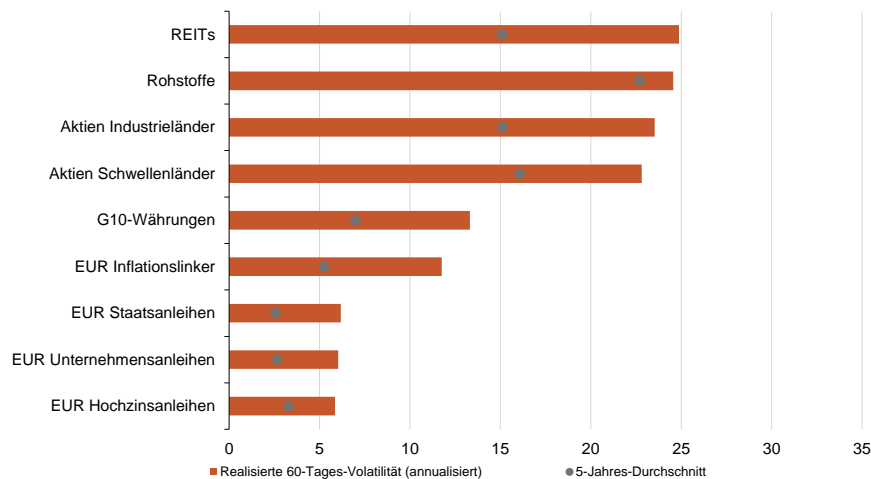
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich trotz gestiegener Aktienkurse über die letzten Wochen wieder eingetrübt.
- Im historischen Vergleich ist die Stimmung weiter miserabel. Verglichen mit dem Durchschnitt dieses Jahr (-20Pp), ist der aktuelle Bull/Bär-Spread hingegen weit weniger ungewöhnlich.

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 - 01.12.2022

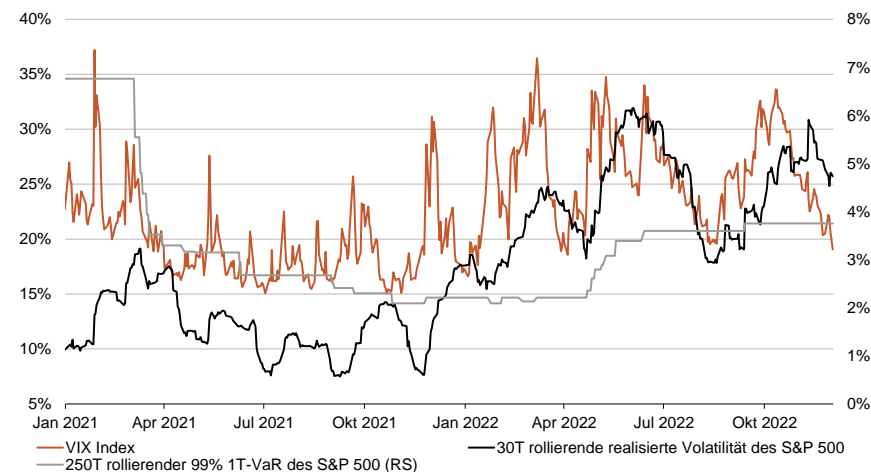
Realisierte Volatilitäten



- REITs weisen aktuell die höchste realisierte Volatilität über die letzten 60 Tage auf. Diese liegt mit 25% deutlich über dem historischen Durchschnitt. Angesichts der starken Zinssensitivität und der hohen Anleihe-Volatilität ist dies allerdings wenig verwunderlich.
- Waren Hochzinsanleihen vor zwei Wochen noch das volatilste Segment innerhalb der Renten, weisen sie nun u.a. aufgrund niedrigerer Duration die niedrigste Schwankungsbreite auf.

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: 02.12.2017 - 02.12.2022

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

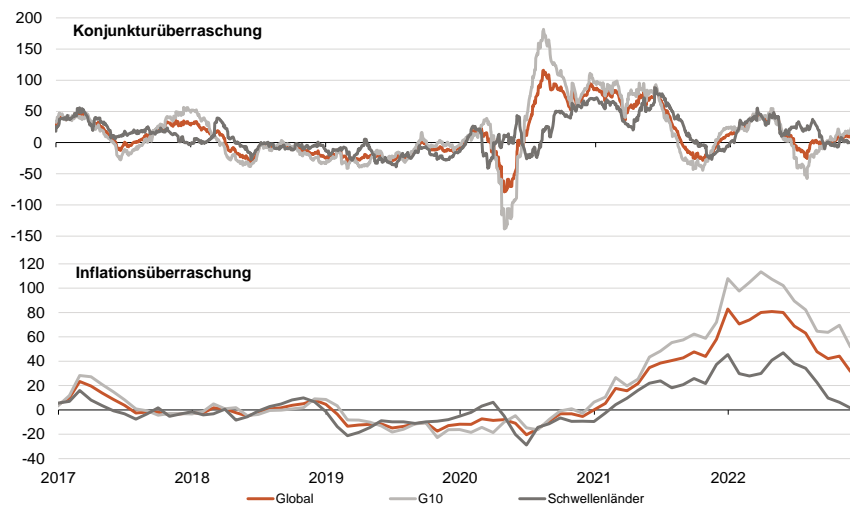


- Der VIX durchbrach jüngst die Marke von 20 und notiert damit nahe den Tiefständen dieses Jahres. Auch der VVIX notiert mit etwa 80 auf Jahrestiefs. Volatilität ist entsprechend günstig. Zwar ist die Nachfrage nach direktonaler Absicherung hoch, allerdings scheinen Anleger nicht mit einem Volatilitätsschock zu rechnen.

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 riskobasierte Anlagestrategien nach.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 02.12.2022



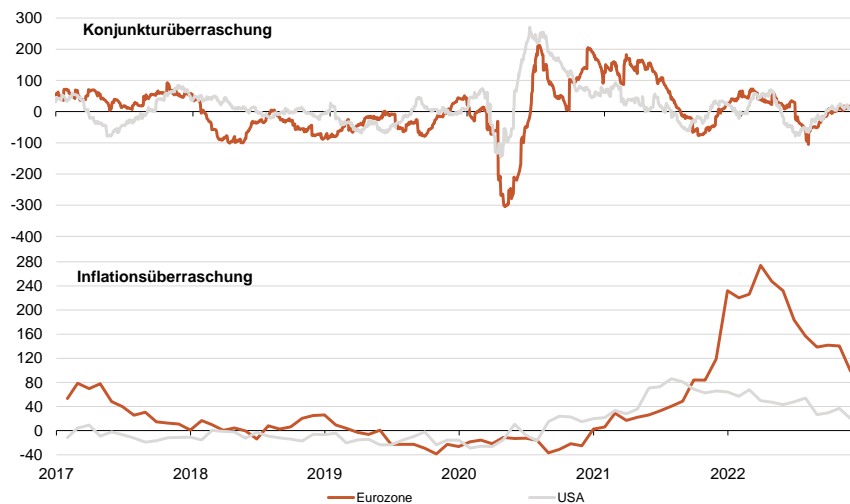
Global



- Schwellenländer kämpfen weiter damit die Konjunkturerwartungen zu übertreffen. Seit Ende September schwanken hier die Konjunkturüberraschungen volatil um die Null-Grenze. Hier belastete vor allem China, wo die Einkaufsmanagerdaten für das Industriegewerbe unter den Erwartungen zurück blieb.
- In den Industrienationen (G10) als auch auf globaler Ebene scheint das Bild mit deutlich positiven Konjunkturüberraschungen erfreulicher. Hier überraschten vor allem Japan und die Eurozone nach oben.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 02.12.2022

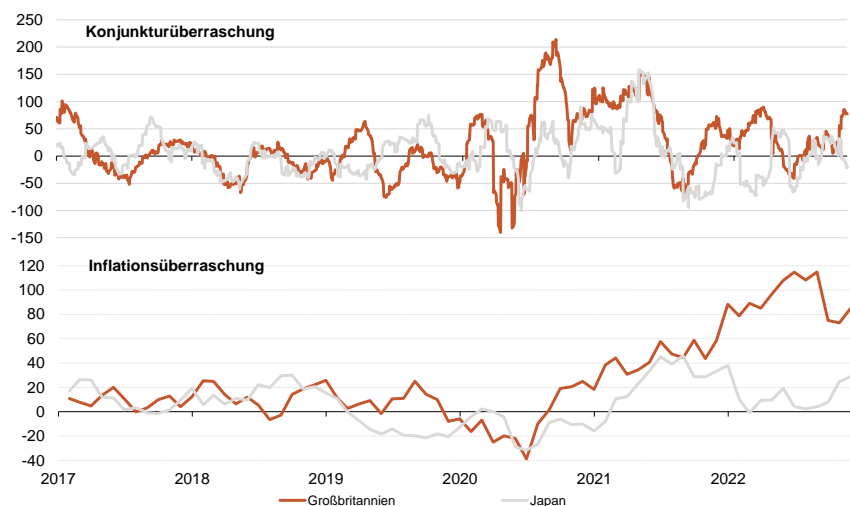
Eurozone & USA



- Die US-Konjunktur konnte über die letzten Wochen im Gros positiv überraschen und hält sich damit entgegen der Rezessionsängste weiterhin robust. Hier lagen die ISM-Einkaufsmanagerdaten unter den Erwartungen, während die Häuserdaten, die Arbeitsmarktdaten und das vierteljährliche BIP diese übertrafen.
- Vor allem in der Eurozone jedoch nahmen die positiven Konjunkturüberraschungen zu. Hier enttäuschten die ISM-Einkaufsmanagerdaten.
- Hervorzuheben ist zudem dass die Inflationsüberraschungen in der Eurozone weiterhin deutlich abnehmen.

Siehe Erläuterungen unten.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 02.12.2022

Großbritannien & Japan

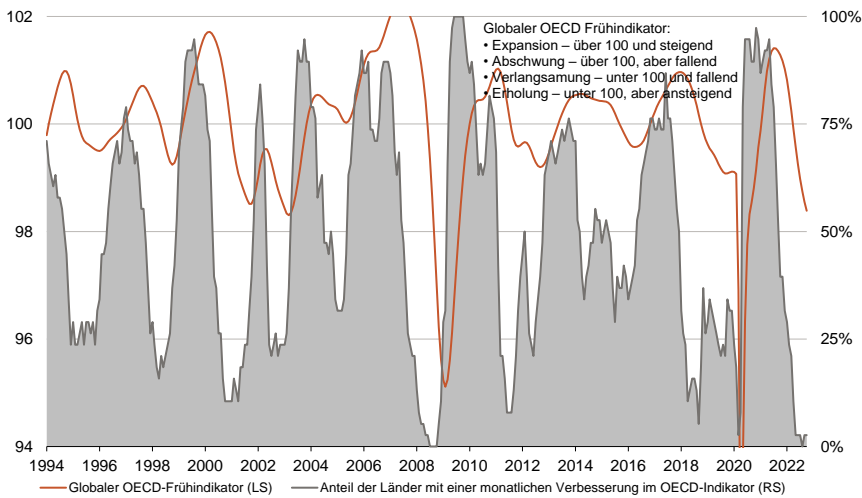


- In Großbritannien übertrafen die Einkaufsmanagerdaten für Dienstleistungen und Industrie die Erwartungen, während die Inflationsdaten wieder nach oben überraschten.
- In Japan hingegen überraschten sowohl die Einkaufsmanager- als auch die Arbeitsmarktdaten negativ.

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: 01.01.2017 - 02.12.2022



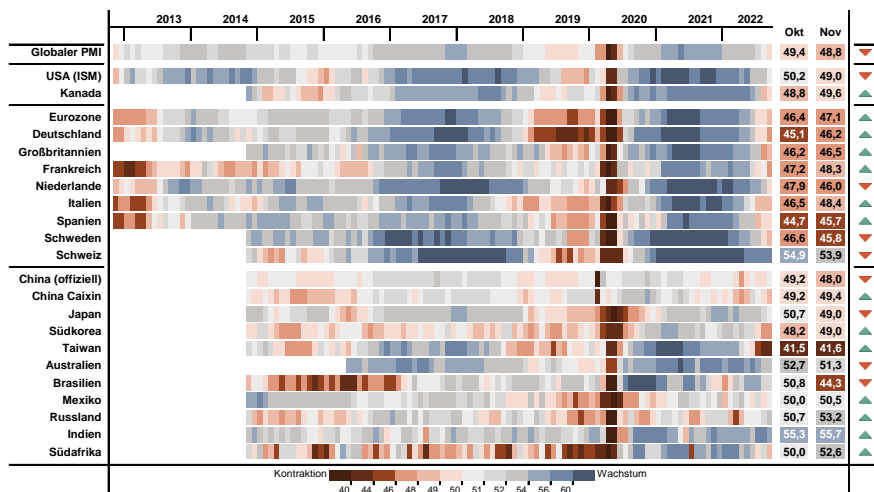
OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator, ein robuster Signalgeber für künftige Konjunktur-Wendepunkte, setzte seinen Abwärtstrend im Oktober fort. Der Indikator (unter 100 und fallend) deutet damit auf eine wirtschaftliche Verlangsamung.
- Auf Länderebene spiegelte sich das Bild. 97% der Länder verschlechterte sich im Vergleich zum Vormonat mit Australien als einzige Ausnahme.

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 - 31.10.2022

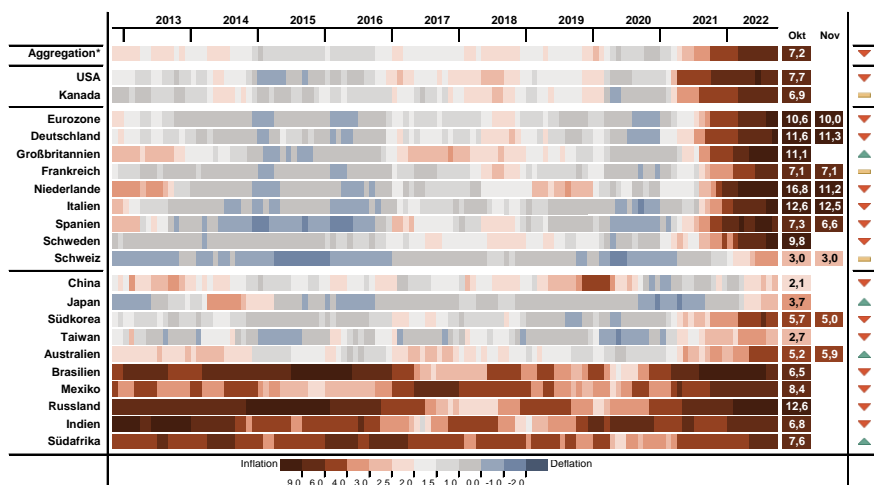
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die vorläufigen PMIs für November zeigen ein gemischtes Bild. Deutschland, Frankreich und Südkorea legten zu, während die Niederlande, Spanien und China (offiziell) nachgaben. Hervorzuheben ist jedoch, dass die großen Wirtschaften der Eurozone unter der wichtigen 50er Marke notieren und damit auf eine rückläufige Industrieaktivität deuten.

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: 02.12.2012 - 02.12.2022

Gesamtinflation

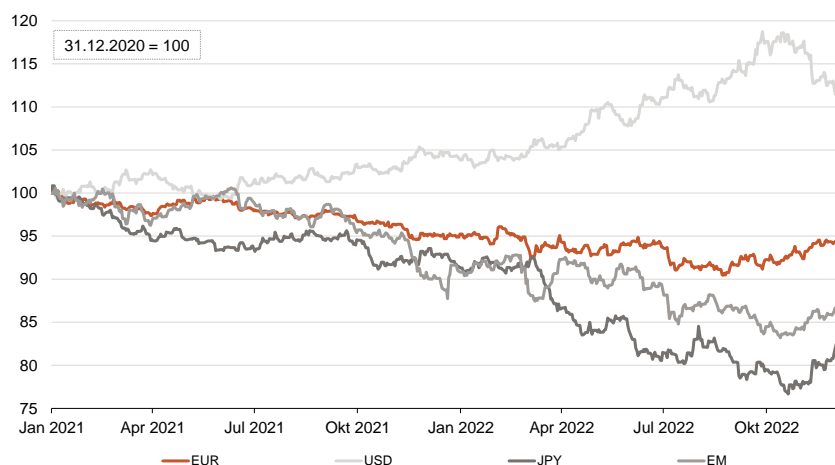


- Die Inflationsdaten in der Eurozone für November zeigen bis dato einheitlich eine niedrigere Gesamtinflation im Vergleich zum Vormonat. Weniger hohe Energie-, Nahrungsmittel und Gebrauchtwagenkosten konnten den Preisdruck um 0,6% abmildern.
- Die Inflation ist dennoch weiter absolut erhöht und teurere Energiekosten in den Winter hinein können dies verschärfen.

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: 02.12.2012 - 02.12.2022



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

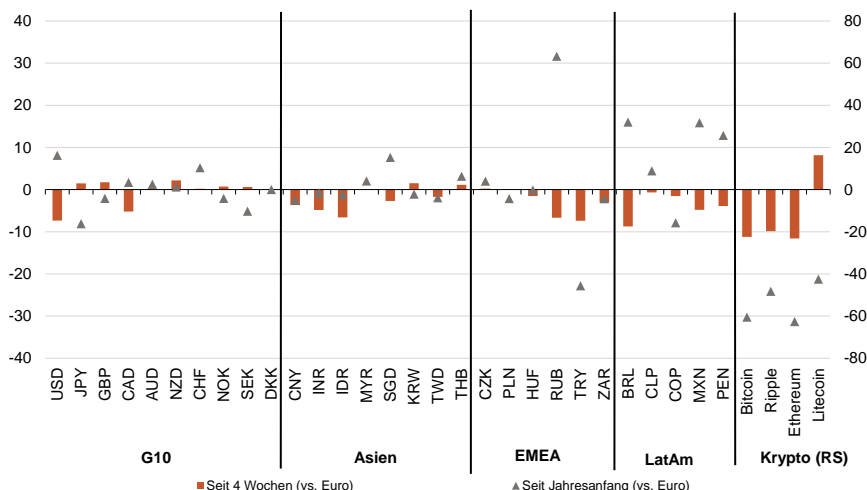


- Der Dollar setzte seinen Abwärtstrend fort, nicht zuletzt weil Jay Powell in seiner Rede vergangene Woche signalisierte, bereits im Dezember das Tempo der Zinserhöhungen zu verlangsamen.
- Profiteure waren dieses Mal vor allem Schwellenländerwährungen.
- Der Euro und der japanische Yen stagnierten hingegen.

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: 01.01.2021 - 02.12.2022

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

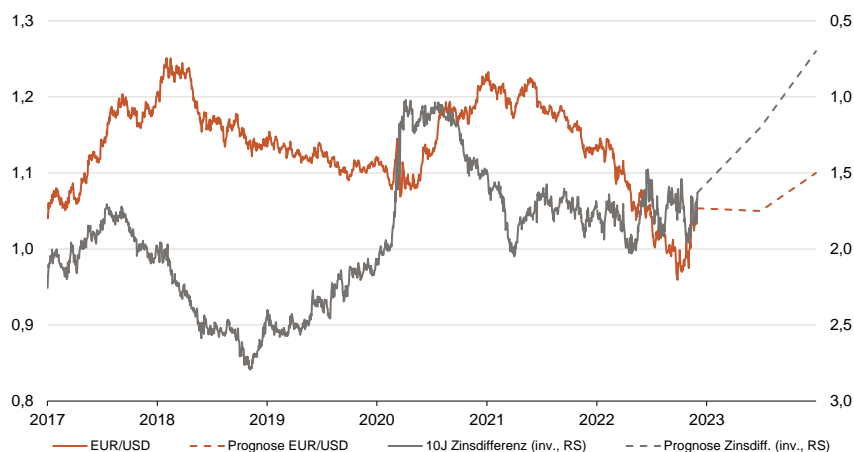


- Die Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro waren gemischt über den letzten Monat. Unter den G10 entwickelte sich der US-Dollar am schwächsten und der japanische Yen am besten. Gewinner und Verlierer seit Jahresanfang tauschen also im Moment ihre Rollen.
- Krypto-Währungen konnten sich von dem spektakulären Untergang der Krypto-Börse FTX bisher nicht erholen.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 02.12.2022

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der Euro hat seit seinem Tief im September nun fast 10% gegenüber dem US-Dollar zugelegt. Mit 1,05 USD je EUR notiert der Kurs so hoch wie seit Ende Juni nicht mehr.
- Sollte die Fed tatsächlich bei ihren Zinserhöhungen auf die Bremse treten, dürfte der US-Dollar weiter abwerten. Allerdings sind Anleger den Euro mittlerweile deutlich long. Aus dieser Sicht scheint zumindest kurzfristig das Aufwärtspotenzial begrenzt.

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: 01.01.2017 - 31.12.2023



Sektor- und Styleperformance in Europa

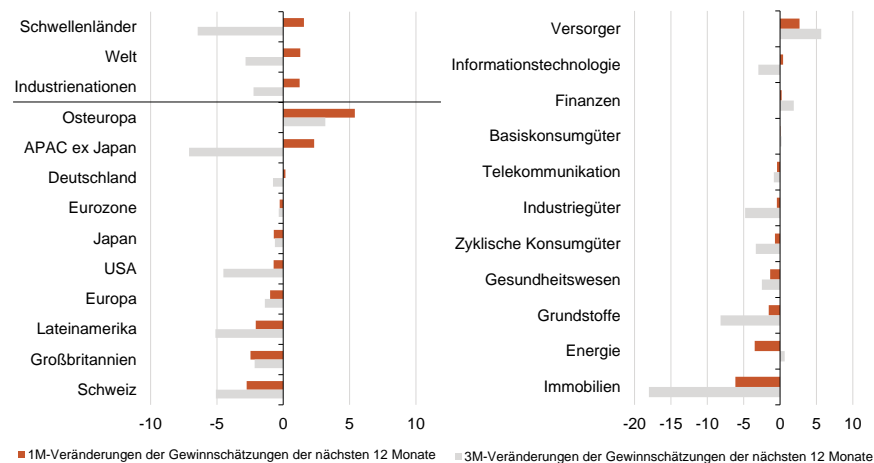
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (04.11.22 - 02.12.22)	YTD (31.12.21 - 02.12.22)	02.12.21	02.12.20	02.12.19	02.12.18	01.12.17
Informationstechnologie	-19,8	15,3	-16,5	38,1	13,3	25,3	-1,4
Zyklische Konsumgüter	-12,8	9,5	-10,2	23,8	6,8	21,1	-7,7
Versorger	-5,1	8,1	1,0	4,5	16,2	21,6	-0,2
Growth	-12,9	7,7	-8,7	26,0	6,1	21,3	-2,8
Industrie	-12,9	7,4	-7,6	24,0	4,6	23,2	-6,5
Grundstoffe	-4,6	7,3	0,6	23,0	9,6	17,7	-6,9
Finanzen	-1,8	5,8	2,2	21,9	-10,1	8,2	-11,6
Basiskonsumgüter	-3,6	5,8	2,1	16,8	-3,8	15,6	-2,3
Value	-1,7	5,0	6,8	16,5	-9,7	8,4	-5,0
Gesundheit	-1,7	3,9	4,4	18,3	1,7	18,9	6,6
Telekommunikation	-7,3	2,4	-4,3	9,5	-13,0	-1,7	-3,5
Energie	-1,0	41,7	44,9	29,9	-31,2	1,0	6,7

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 den letzten vier Wochen gab es eine kräftige Erholung von Informationstechnologie- und zyklischen Konsumgüteraktien. Energietitel haben hingegen an Wert verloren. Somit konnten sich Wachstumstitel besser als Value-Werte entwickeln.
- Grundstoffwerte haben sich auch dank der Hoffnung auf eine Öffnung von China ebenfalls merklich erholt.

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: 01.12.2017 - 02.12.2022

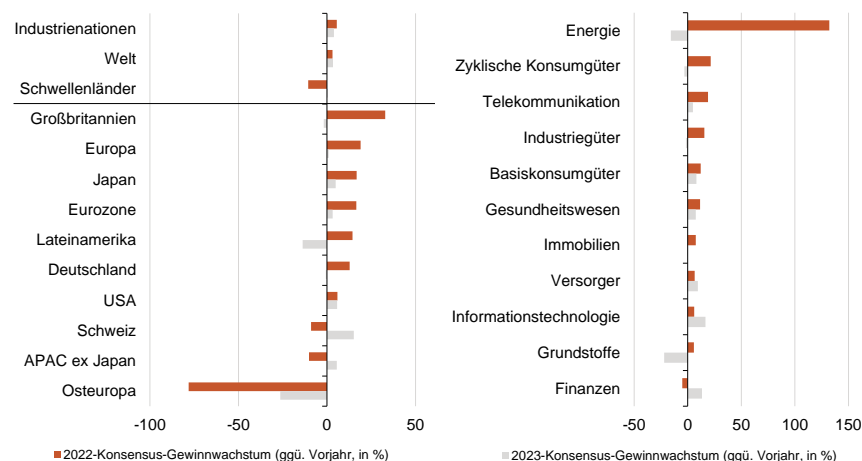
Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen



- Nach einer längeren Phase von negativen Gewinnrevisions gab es zuletzt wieder positive Revisionen, auch dank abnehmenden Konjunktur- und Zentralbanksorgen. Die Gewinnrevisions waren vor allem für die Schwellenländer positiv, da China zunehmend wirtschaftlich pragmatisch agiert.
- Bei den europäischen Sektoren haben Versorger, Informationstechnologie und Finanzen die positivsten Revisionen gesehen. Immobilienaktien litten hingegen erneut unter negativen Revisionen.

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: 02.12.2022

Gewinnwachstum

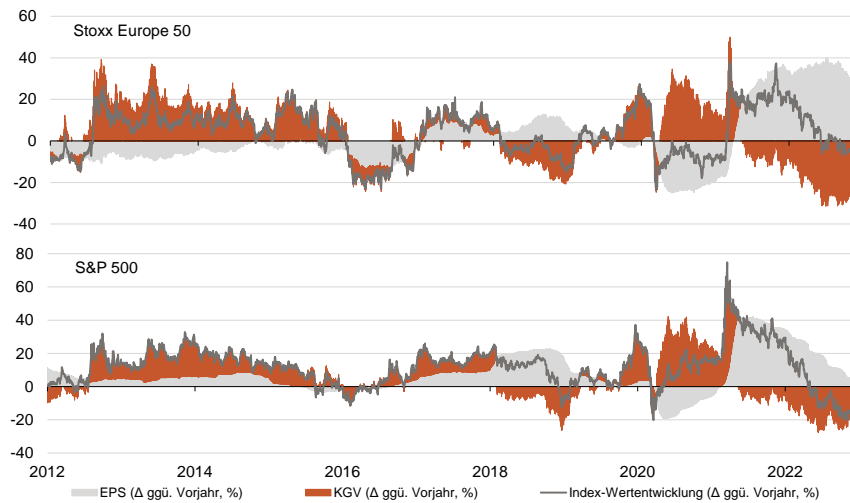


- Für 2023 bleiben die Gewinnwachstumsaussichten der Industrienationen besser als für die Schwellenländer, trotz jüngst besserer Revision bei Letzteren. Auf der negativen Seite stehen somit vor allem Schwellenländerregionen wie Lateinamerika oder Osteuropa.
- Bei den europäischen Sektoren dürften Informationstechnologie-, Versorger- und Finanzwerte das größte Gewinnwachstum sehen.

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: 02.12.2022



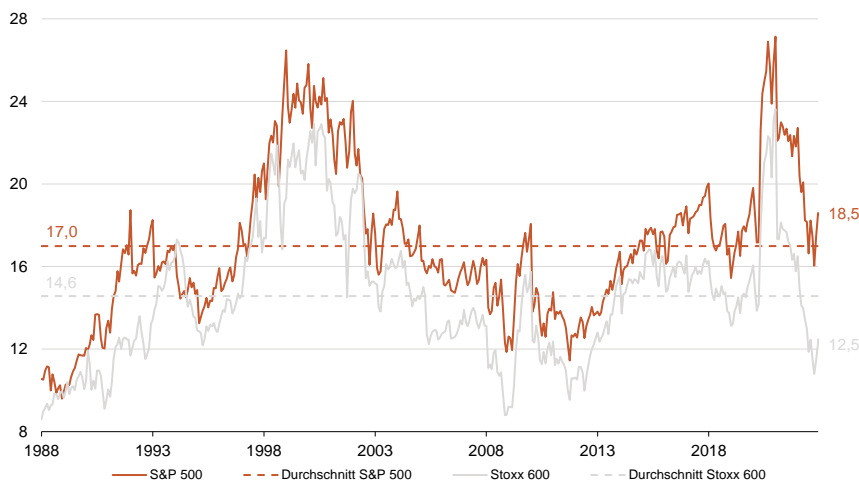
Kontributionsanalyse



- Der Stoxx Europe 50 verzeichnet im Jahresvergleich wieder eine positive Entwicklung. Getrieben wurde die Bewegung durch eine deutliche Bewertungsausweitung, während die Gewinne weniger stark zulegten.
- Auch der S&P 50 konnte zulegen, wenn auch die YoY-Entwicklung noch negativ ist. Der Treiber der jüngsten Entwicklung war, wie auch in Europa, vor allem die gestiegene Bewertung.

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: 01.01.2012 - 02.12.2022

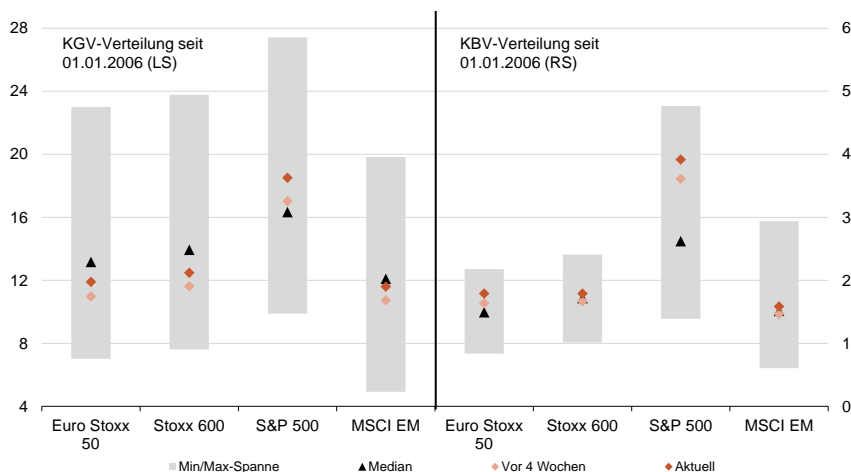
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Steigende Kurse bei eher mauen Gewinnwachstumsaussichten führten in den letzten Wochen zu einer deutlichen Bewertungsausweitung bei dem S&P 500 als auch bei dem Stoxx 600.
- Das KGV des S&P 500 ist auf über 18 und des Stoxx 600 auf über 12 gestiegen.

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 - 02.12.2022

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

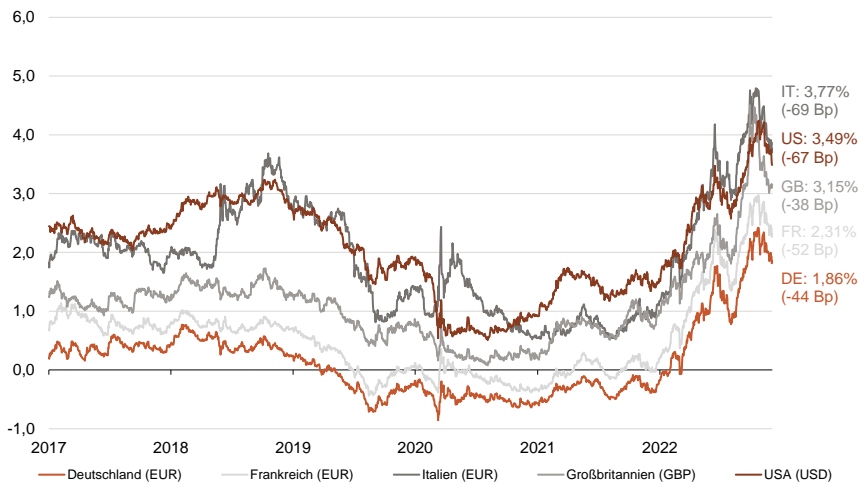


- Nicht nur auf KGV-, sondern auch auf KBV-Basis sind US-, europäische und Schwellenländer-Aktien in den letzten vier Wochen teurer geworden. Am deutlichsten war die Bewertungsausweitung beim S&P 500, auch weil die Anleger weniger geldpolitischen Gegenwind durch die Fed erwarten.

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 - 02.12.2022



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

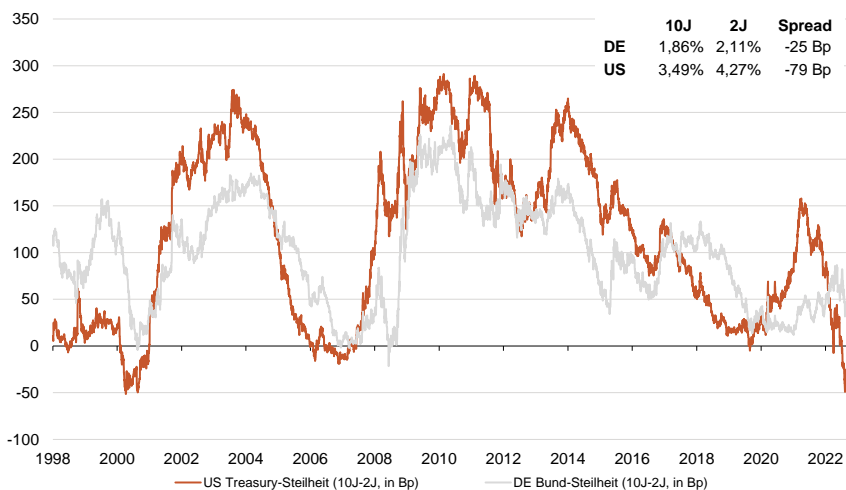


- Eine zuletzt abnehmende Inflation, sowohl in den USA als auch in der Eurozone, führte zu deutlichen Renditerückgängen bei Staatsanleihen. In den letzten vier Wochen sind die Renditen bei US-Staatsanleihen um rund 70 Basispunkte (Bp) und bei deutschen Staatsanleihen um rund 40Bp gefallen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 02.12.2022

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

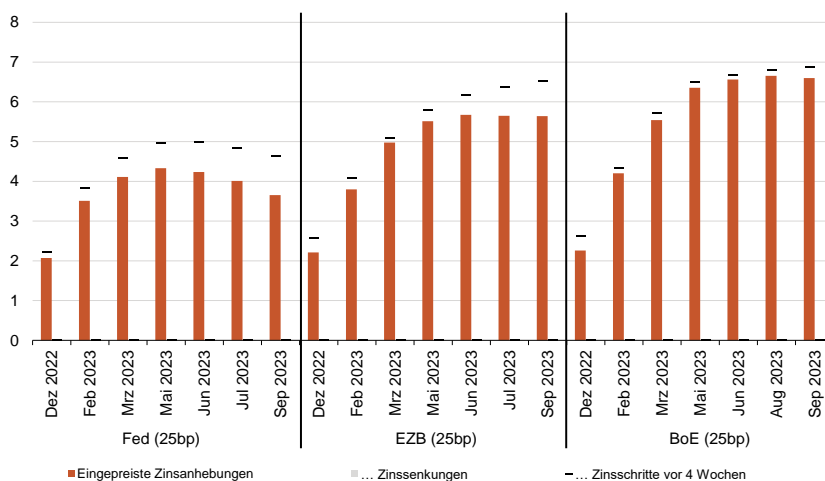


- Die Steilheit der deutschen Renditestrukturkurve hat sich weiter verflacht und ist mit -25Bp nun deutlich invertiert. Eine Rezession in Europa ist somit auch vom Anleihemarkt gepreist.
- Die Steilheit der US-Renditestrukturkurve ist mit -79Bp noch deutlicher invertiert. Die Invertierung ist ausgeprägter als während der Dotcom-Blase oder der Finanzmarktkrise.

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 - 02.12.2022

Implizite Leitzinsveränderungen



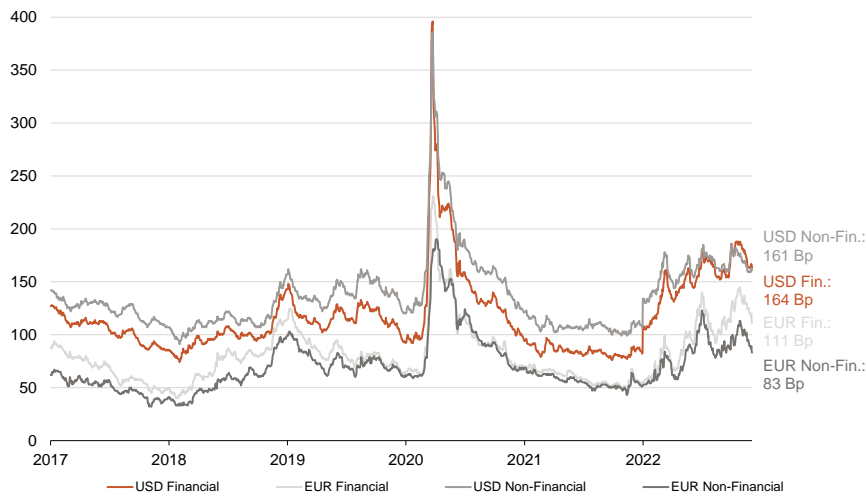
- Auch wenn die Inflation in der Eurozone und in den USA zuletzt weniger stark gestiegen ist, erwartet der Markt sowohl von der EZB als auch von der Fed eine Zinsanhebung von 50Bp im Dezember.
- Die BoE dürfte laut Markt ebenfalls 50Bp erhöhen.
- Für Februar 2023 erwartet der Markt von der Fed nur noch eine Zinsanhebung von rund 25Bp. Bei der EZB und der BoE dürfte die Zinsanhebung laut Konsens eher 50Bp betragen.

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: 04.11.2022 - 02.12.2022



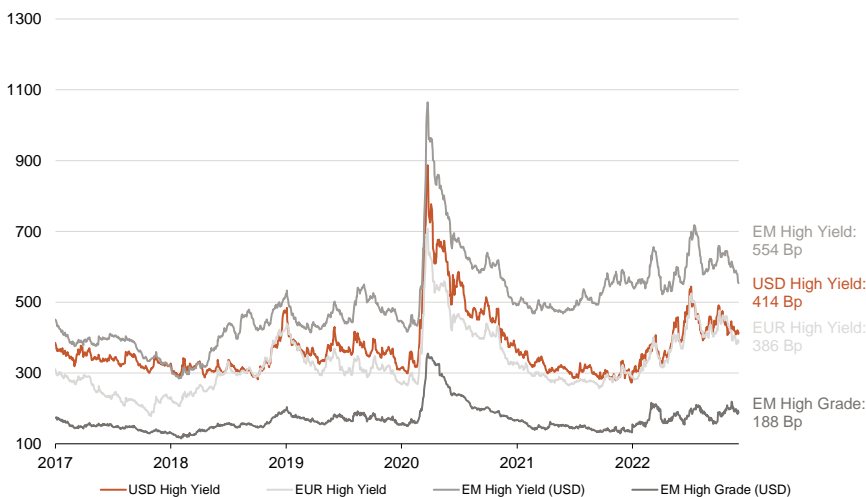
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Trotz weiter steigenden Aktienmärkten sind die Risikoaufschläge bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen in den letzten zwei Wochen nicht wesentlich zurückgegangen. Lediglich bei EUR-IG ging der Risikoaufschlag um mehr als 5Bp zurück.
- Der Anleihemarkt ist somit weniger euphorisch als der Aktienmarkt.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 02.12.2022

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Im Gegensatz zu EUR- und USD-Hochzinsanleihen sahen Schwellenländer-Hochzinsanleihen auch in den letzten zwei Wochen eine merkliche Spreadeinengung. Die Spreads sind bei Schwellenländer-Hochzinsanleihen um rund 30Bp gefallen. Bei EUR- und USD-Hochzinsanleihen gingen die Spreads dagegen nur um wenige Basispunkte nach unten.

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: 01.01.2017 - 02.12.2022

Anleiheesegmente in der Übersicht

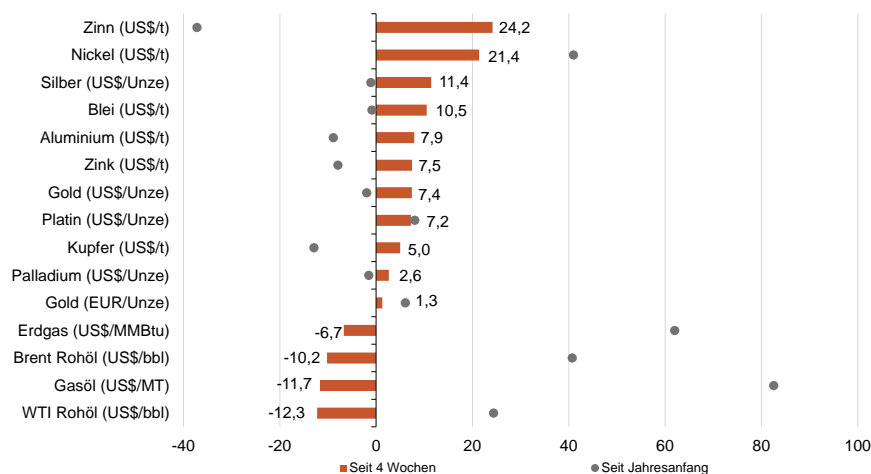
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	02/12/21 02/12/22	02/12/20 02/12/21	02/12/19 02/12/20	02/12/18 02/12/19	02/12/17 02/12/18
EUR Government	2,47	-0,25	7,5	-	-	-	2,9	-14,1	-15,5	-1,3	4,2	8,1	-1,2
Germany	1,87	-0,17	7,5	-	-	-	2,4	-13,6	-15,1	-0,4	1,8	4,4	0,9
EUR Corporate	3,70	-0,50	4,7	94	-20	73	3,2	-12,0	-12,4	-0,2	2,5	6,2	-1,8
Financial	3,90	-0,43	4,0	111	-21	80	2,7	-10,4	-10,7	0,0	2,1	5,7	-1,8
Non-Financial	3,58	-0,53	5,2	83	-20	69	3,5	-12,8	-13,3	-0,3	2,7	6,5	-1,8
EUR High Yield	7,15	-0,79	3,3	386	-44	70	3,9	-10,5	-10,0	3,3	3,3	9,7	-3,4
US Treasury	3,90	-0,53	6,5	-	-	-	4,1	-11,3	-11,7	-1,5	7,5	9,6	-1,4
USD Corporate	5,24	-0,76	7,1	162	-11	82	6,3	-13,9	-13,9	-0,1	9,6	15,1	-3,3
Financial	5,45	-0,74	5,2	164	-17	90	5,0	-11,7	-11,6	-0,3	9,0	13,1	-2,3
Non-Financial	5,15	-0,76	8,0	161	-8	78	6,9	-14,9	-14,9	0,1	9,9	15,9	-3,7
USD High Yield	8,49	-0,62	4,4	414	1	62	2,8	-9,8	-8,4	5,3	6,8	9,5	0,2
EM High Grade	5,66	-0,73	5,4	188	-9	57	5,3	-14,0	-14,0	0,6	5,7	12,6	-2,2
EM High Yield	10,52	-1,65	4,0	554	-54	50	8,5	-15,9	-15,5	-2,5	8,3	12,4	-2,7

- In den letzten vier Wochen legten alle Anleiheesegmente an Wert zu. Am deutlichsten war die positive Entwicklung bei Schwellenländer-Hochzinsanleihen, die neben fallenden Renditen auch von deutlich fallenden Risikoaufschlägen profitierten. Aber auch EUR- und USD-Unternehmensanleihen entwickelten sich merklich positiv.

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: 02.12.2017 - 02.12.2022



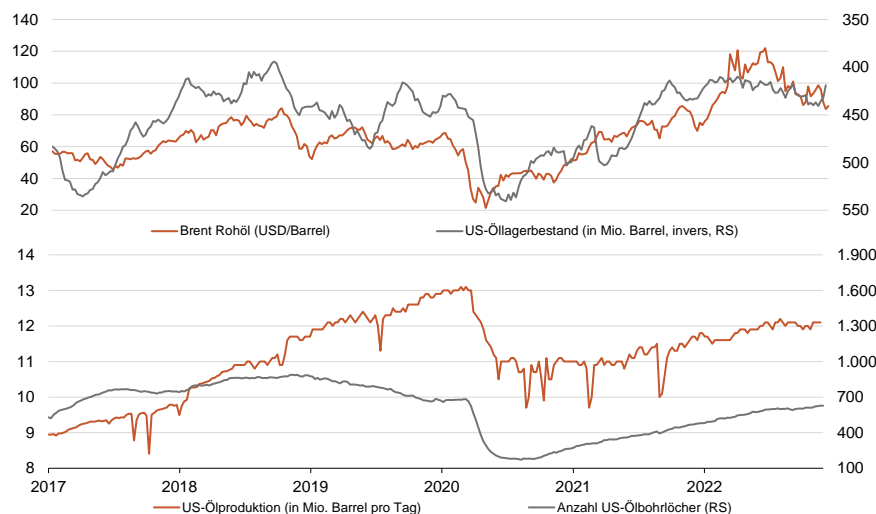
Performance Rohstoffe



- Die Rohstoffmärkte verzeichneten im Aggregat über den letzten Monat Gewinne. Hier profitierten insbesondere Industriemetalle von dem jüngsten China-Optimismus. So lagen Zinn, Nickel, Zink, Kupfer und Aluminium vorne.
- Auch Silber und Platin, Edelmetalle mit einer hohen Industriennutzung und geringen Liquidität, legten zu.
- Lediglich die Energierohstoffe Rohöl und Gasöl verloren über die letzten vier Wochen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 02.12.2022

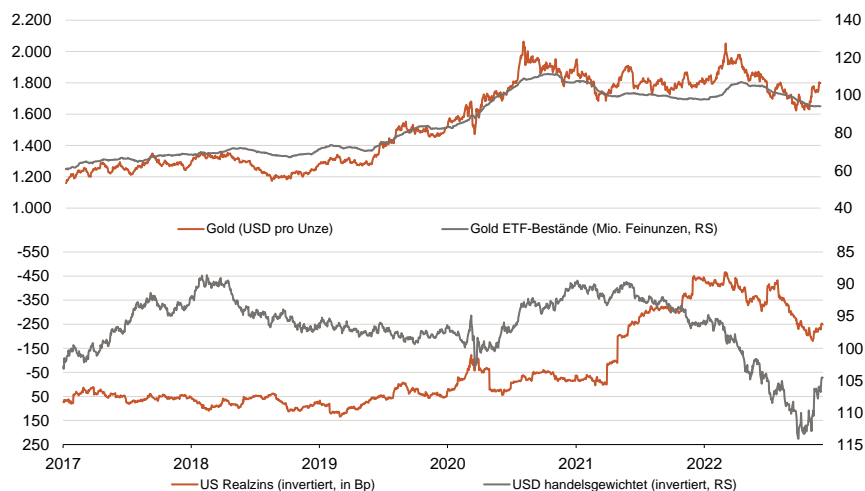
Rohöl



- Der November war ein volatiler Monat für Rohöl. Zunächst drückten Diskussionen über die europäische Preisobergrenze auf den Ölpreis, dann ging es mit neuen China-Impfungen, niedrigen US-Lagerbeständen und Gerüchten um weiteren Produktionskürzungen durch die OPEC+ wieder aufwärts.
- Die volatilen Intraday-Bewegungen wurden zusätzlich durch die dünne Liquidität im Zeitraum um den amerikanischen Feiertag Thanksgiving verstärkt.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölböhrlicher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 02.12.2022

Gold



- Als Profiteur der jüngsten Dollar-Schwäche, hielt sich Gold über die letzten Wochen robust um die 1.750 USD-Marke. Der Rückgang der Realzinsen milderte zudem den Gegenwind.
- Silber – mit einer Performance von fast 29% seit dem September-Tief – entwickelte sich dank dünner Liquidität und der Industrieaffinität sogar noch besser.

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: 01.01.2017 - 02.12.2022

**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: 5. Dezember 2022

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