

### Aktueller Marktkommentar

EZB und Fed waren auf ihren Sitzungen letzte Woche falkenhafter als erwartet und signalisierten weitere kräftige Zinserhöhungen – vor allem EZB-Präsidentin Lagarde. In der Folge stiegen die Zinsen und Risikoanlagen, vor allem Tech-Aktien, gaben kräftig nach. Die Situation erinnert etwas an den Sommer, als der Markt zunehmend Zinserhöhungen ausgepreist hatte, ehe die Zentralbanken klar machten, dass die Inflationsbekämpfung weiterhin Priorität genießt und somit die Zinsen länger erhöht bleiben dürften. Ob die Aktienmärkte nun noch mal kräftiger fallen, hängt von zwei Faktoren ab. Werden die Unternehmensgewinne stärker fallen, als die meisten Anleger es ohnehin erwarten? Die im Januar startende Q4-Berichtssaison dürften dabei wichtige Erkenntnisse liefern. Zudem ist entscheidend, ob die Arbeitslosigkeit stark und schnell steigt. Wenn ja, dann könnte die Aktiennachfrage durch die (US-)Altersvorsorge deutlich abnehmen.

### Kurzfristiger Ausblick

Nach der großen Woche der Zentralbanken wird es bis zum Jahresende weihnachtsbedingt ruhiger werden. Zu Beginn 2023 wird es hingegen spannender. Am 1. Januar tritt Kroatien dem Euro bei, vom 16. bis 20. Januar findet das Wirtschaftsforum in Davos statt und am 22. Januar beginnt in China das Jahr des Hasen. Morgen stehen die Wohnungsbau-Daten (Nov.) für die USA und am Mittwoch das US-Verbrauchervertrauen (Conference Board, Dez.) an. Die wöchentlichen Erstanträge für Arbeitslosenunterstützung für die USA folgen am Donnerstag. Am Freitag werden die Inflationsraten (Nov.) für Japan, die Einkommen und Ausgaben der US-Privathaushalte (Nov.) sowie die Aufträge für langlebige Güter in den USA (Nov.) veröffentlicht. Zwischen den Jahren werden der Chicago-Einkaufsmanagerindex (PMI, Dez.) sowie die PMIs für China (Dez.) bekannt gegeben. In der ersten Woche 2023 wird es wieder spannender, da einige Inflationsraten, US-Arbeitsmarktdaten sowie PMIs für Europa und die USA veröffentlicht werden.

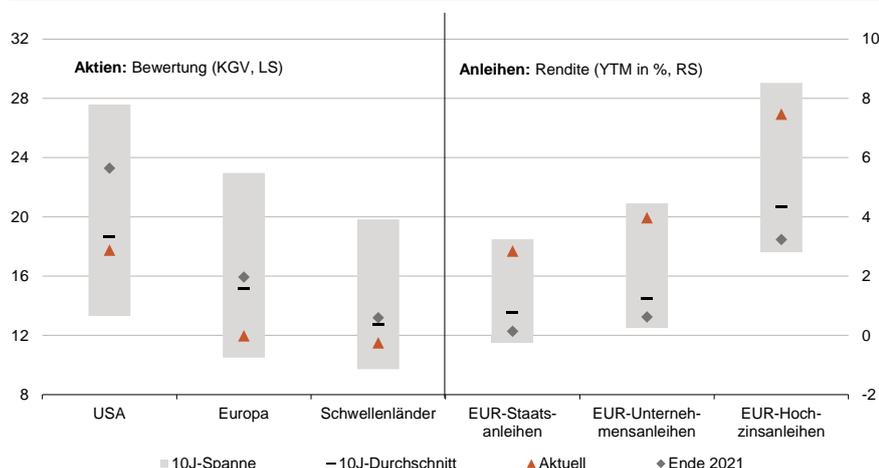
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Wenig Impulse bis zum Jahresende. 2023 geht spannend los.*

*Entscheidende Konjunkturdaten zu Beginn 2023.*

### 2023 günstigere Ausgangsbasis für Multi-Asset-Anleger als im Vorjahr



- 2022 war für Multi-Asset-Anleger ein Jahr zum Vergessen. Aktien und Anleihen haben deutlich an Wert verloren.
- Die gute Nachricht ist jedoch, dass die Ausgangslage, basierend auf Bewertungskennzahlen, für diversifizierte Euro-Anleger selten so günstig war.
- Die Bewertung europäischer und Schwellenländer-Aktien ist im 10-Jahres-Vergleich sehr attraktiv. Euro-Anleihen bieten Renditen, wie wir es in den letzten 10 Jahren selten erlebt haben. Wir rechnen für 2023 daher trotz Rezession mit einem besseren Multi-Asset-Jahr.

Quelle: Bloomberg, Factset basierend auf MSCI- und ICE-Indizes, Zeitraum: 16.12.2012 - 16.12.2022



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (18.11.22 - 16.12.22)	YTD (31.12.21 - 16.12.22)	16.12.21	16.12.20	16.12.19	16.12.18	15.12.17
Aktien Frontier Markets	-19,1	1,5	-18,5	29,4	-6,8	14,2	-9,0
Industriemetalle		0,7	6,8	30,8	9,1	4,3	-6,6
EUR Unternehmensanleihen	-13,1	0,4	-13,6	-0,4	2,4	6,6	-1,9
Euro-Übernachteinlage	-0,1	0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Gold	-0,1	5,3	6,6	3,9	15,4	20,9	2,5
Aktien Emerging Markets	-14,3	-0,9	-14,1	6,4	8,7	16,5	-7,3
EUR Staatsanleihen	-10,6	-1,1	-11,3	-1,0	1,8	3,8	-0,4
USD/EUR-Wechselkurs	-2,5	7,4	7,0	7,7	-8,6	1,4	3,9
Globale Wandelanleihen	-15,5	-3,6	-14,5	7,3	35,0	12,2	1,3
REITs	-22,0	-3,9	-19,5	39,4	-14,2	14,8	1,2
Aktien Industrienationen	-12,0	-4,4	-10,8	30,1	5,7	24,5	-1,2
Brent	-10,2	40,6	45,1	74,0	-36,7	19,6	6,1

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

- Die letzten Wochen standen im Zeichen der Zentralbanken. Sowohl die Fed als auch die EZB äußerten sich falkenhafter als von den Märkten zunächst erwartet. Folglich gaben Risikoanlagen ihre im Vorfeld der Zentralbanksitzungen generierten Erholungsgewinne wieder ab.
- Zu den Gewinnern über die letzten vier Wochen zählten FM-Aktien, europäische Unternehmensanleihen und Industriemetalle. Der US-Dollar jedoch hielt über die letzten vier Wochen an seinem Schwächekurs fest. Öl bildete bei stetigen Nachfragesorgen das Schlusslicht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 15.01.2017 - 16.12.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (18.11.22 - 16.12.22)	YTD (31.12.21 - 16.12.22)	16.12.21	16.12.20	16.12.19	16.12.18	15.12.17
MSCI EM Asien	-14,7	0,8	-14,5	4,0	17,2	17,1	-8,7
MSCI EM Osteuropa	-81,4	0,5	-81,4	25,1	-17,2	29,7	4,6
MSCI Großbritannien		-1,1	4,0	23,0	-18,1	22,8	-6,4
MSCI Japan	-10,8	1,2	-13,2	14,1	2,9	17,9	-5,4
Stoxx Europa Defensiv	-1,2	-0,4	1,4	19,7	-6,0	17,9	2,4
Stoxx Europa 50	-1,3	-1,7	0,1	24,2	-6,7	23,9	-7,7
Stoxx Europa Small 200	-24,3	-1,9	-21,4	21,3	1,7	27,1	-9,5
Stoxx Europa Zyklisch	-14,4	-2,9	-11,7	24,1	-2,2	25,7	-14,0
Euro Stoxx 50	-3,0	-9,2	-7,2	20,9	-4,2	25,4	-10,8
DAX	-3,7	-12,5	-11,1	15,3	1,2	23,4	-17,1
S&P 500	-5,2	-11,8	-10,5	37,6	8,2	27,0	3,1
MSCI USA Small Caps	-6,2	-11,5	-8,3	24,5	8,4	21,5	-1,8

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 globalen Aktienmärkte steuerten auf eine wöchentliche Talfahrt zu, nachdem die Fed und EZB bestätigten, dass sie die Zinsen „higher for longer“ halten werden. Dies würde nicht nur Markterwartungen früherer Zinssenkungen in 2023 widerlegen, sondern auch trübere Wirtschaftsaussichten bedeuten. Als Folge gaben Aktien die leichten Gewinne der Vorwochen wieder zu Teilen ab. Asiatische und osteuropäische Aktien hielten die Verluste noch begrenzt. US-Aktien belegten jedoch den letzten Platz.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 15.01.2017 - 16.12.2022

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (17.11.22 - 15.12.22)	YTD (31.12.21 - 15.12.22)	15.12.21	15.12.20	15.12.19	15.12.18	15.12.17
USD Unternehmensanleihen	-13,9	3,1	-13,7	-0,4	8,9	14,9	-2,8
USD Hochzinsanleihen	-9,8	1,9	-9,1	5,3	6,2	11,0	0,1
EUR Hochzinsanleihen	-10,5	1,7	-10,4	3,4	3,0	10,5	-3,2
EUR Finanzanleihen	-12,0	1,3	-12,5	-0,2	2,2	6,4	-2,0
EM-Staatsanleihen (hart)	-10,6	1,2	-11,5	6,7	-3,5	15,7	-0,1
EUR Nicht-Finanzanleihen	-13,0	0,9	-13,7	-0,8	3,0	6,7	-1,8
EM-Staatsanleihen (lokal)	-6,5	0,5	-6,2	-2,1	-4,8	15,2	-2,2
Deutsche Staatsanleihen	-14,9	0,1	-16,2	-1,5	2,5	4,0	1,2
Chinesische Staatsanleihen	-0,2	2,9	3,4	6,2	2,4	4,7	7,6
US-Staatsanleihen	-0,5	-4,5	-5,5	5,7	-1,6	10,1	3,6
Italienische Staatsanleihen	-14,8	-1,0	-16,3	-1,4	7,3	12,7	-3,6
Britische Staatsanleihen	-25,3	-1,6	-26,6	4,8	-1,1	15,4	-1,2

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

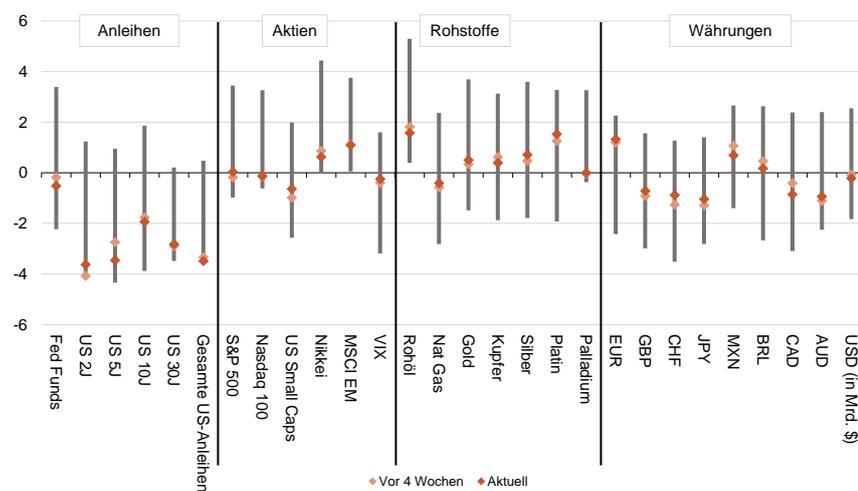
- Die Dezembersitzungen der großen Zentralbanken Fed und EZB führten zu deutlichen Renditesprüngen bei europäischen Staatsanleihen. Im Zuge dessen stiegen die Renditen der 10-jährigen deutschen und italienischen Staatsanleihen merklich an. Damit gehören diese auch zur unteren Hälfte der Performer der letzten vier Wochen.
- Hochzinsanleihen bleiben hingegen als Alternative zu Aktien weiter gefragt und weiteten die Gewinne aus.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 15.01.2017 - 16.12.2022



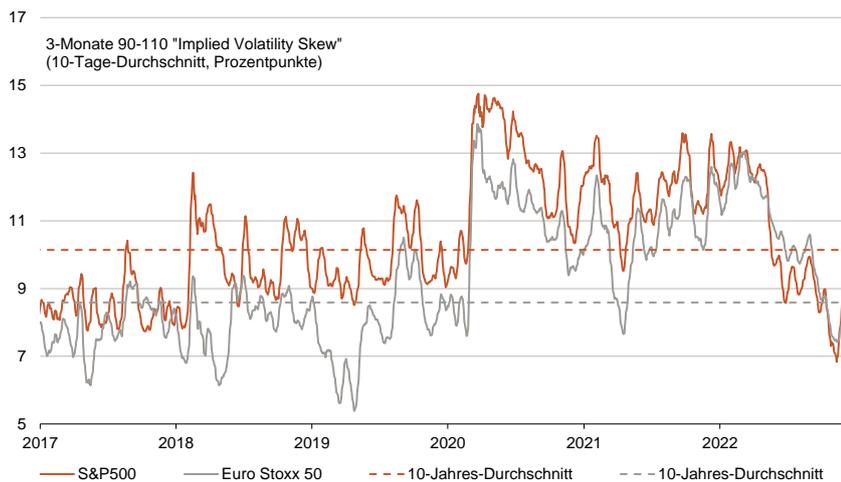
Spekulative Positionierung



- Hedge-Fonds haben über den letzten Monat ihre Shorts in 2J-Treasuries reduziert und dafür die Shorts 5J- und 10J-Treasuries ausgebaut. Ein paar Investoren beginnen also auf ein Steepening der Zinsstrukturkurve zu setzen.
- Beim Euro sind die spekulativen Anleger mittlerweile ausgeprägt Long und damit anfällig für eine Euro-Abwertung.

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: 13.12.2012 - 13.12.2022

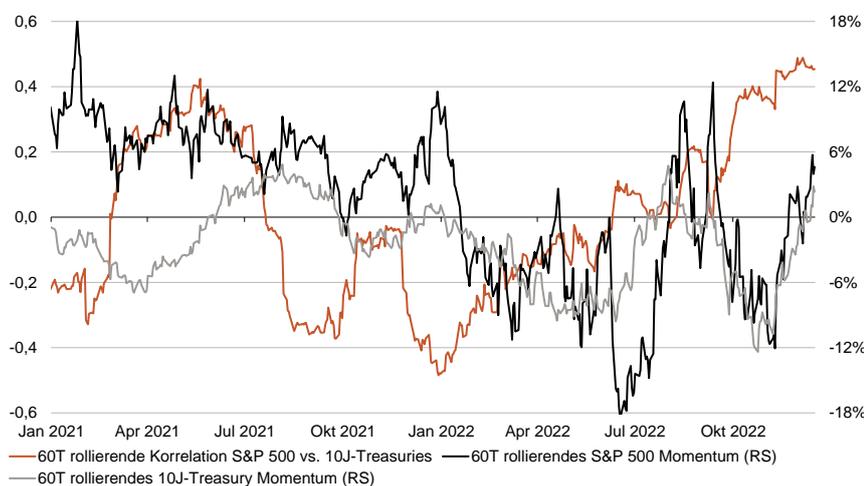
Put-Call-Skew



- Die Skew ist im Vergleich zu vor zwei Wochen wenig verändert.
- Es ist historisch untypisch, dass die Put-Skew (90-100) und die Call-Skew (100-110) in etwa gleichen Teilen zur Put-Call-Skew beitragen. Normalerweise zeigen Anleger eine größere Bereitschaft Aufwärtspartizipation für Absicherung aufzugeben.

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: 16.12.2012 - 16.12.2022

60-Tage-Momentum und -Korrelation

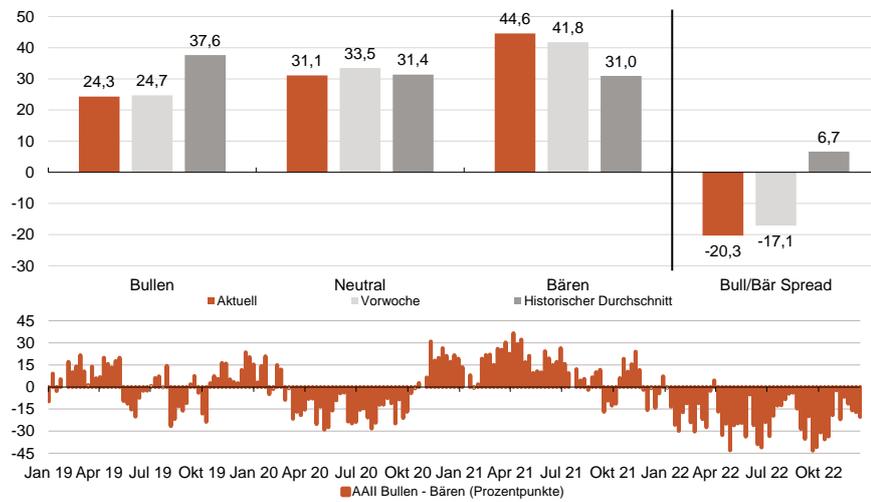


- Erstmals seit September ist das Momentum sowohl für Aktien als auch für Anleihen positiv.
- Sollten die Märkte sich halten und wir keine Volatilitätsschocks bekommen, dann dürften trendfolgende Strategien über die nächsten Wochen mehr Aktien nachfragen.

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 - 16.12.2022



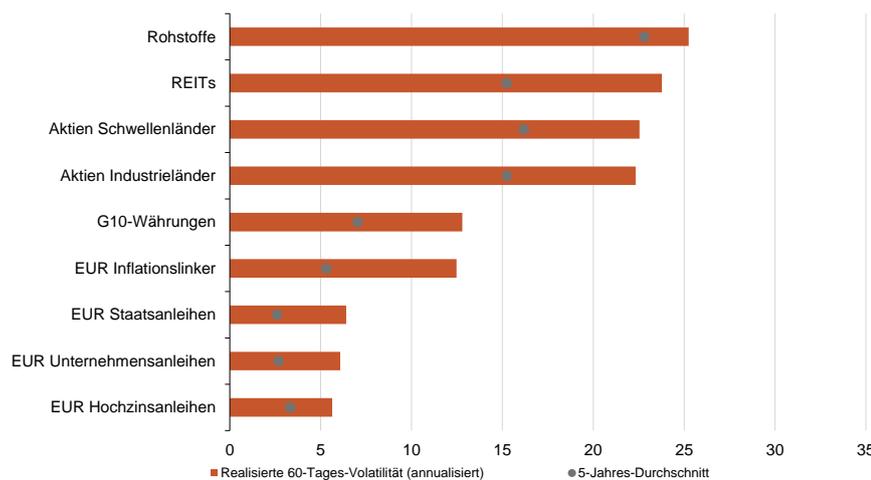
**AAII Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich nun schon die fünfte Woche in Folge verschlechtert.
- Dieses Jahr gab es überhaupt nur eine Woche, in der der Bull/Bär-Spread positiv war. Das ist absoluter Rekord. Das zweit schlechteste Jahr war 2008. Damals war der Spread immerhin 14 Wochen positiv.

Die von der American Association of Individual Investors durchgeführte Sentiment-Umfrage ermittelt den prozentualen Anteil der jeweiligen Privatanleger, die auf Sicht von sechs Monaten optimistisch, pessimistisch oder neutral für den US-Aktienmarkt gestimmt sind. Sie wird seit 1987 durchgeführt. Die Umfrage wird von Donnerstag bis Mittwoch durchgeführt, und die Ergebnisse werden jeden Donnerstag veröffentlicht. Für den Aktienmarkt ist es tendenziell unterstützend, wenn es einen hohen Anteil an Bären und einen geringen Anteil an Bullen gibt. Tendenzuell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.  
Quelle: Bloomberg, AII, Zeitraum: 23.07.1987 - 15.12.2022

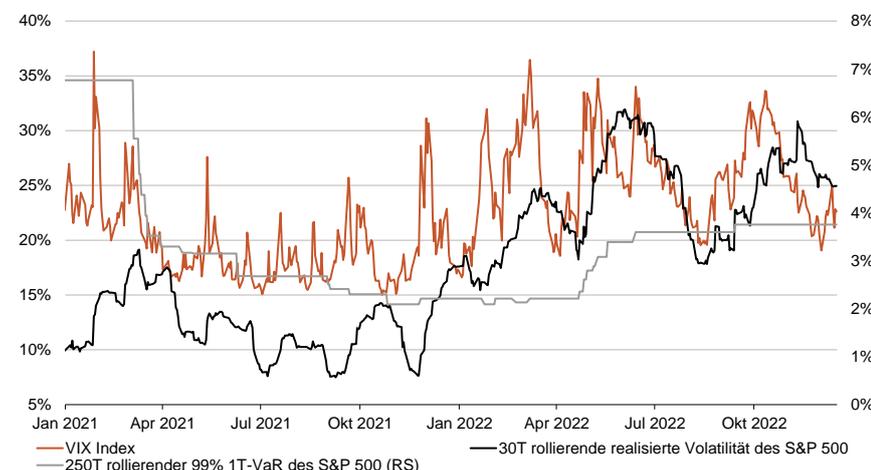
**Realisierte Volatilitäten**



- Nachdem REITs vor zwei Wochen noch die volatilste Anlageklasse waren, sind nun wieder Rohstoffe auf dem ersten Platz.
- Relativ zur Historie weisen Rohstoffe allerdings aktuell mit dem 1,1-fachen des 5-Jahresdurchschnittes die mit Abstand unauffälligste Volatilität auf.
- Innerhalb von Aktien sind nun Schwellenländer wieder die volatilere Region.

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: 31.12.2017 - 16.12.2022

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

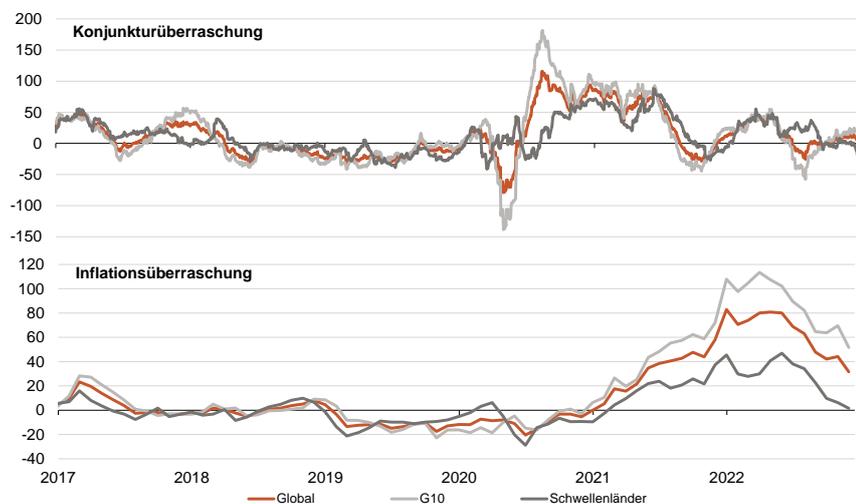


- Der VIX gab die vor den Inflationsdaten aufgebaute Unsicherheitsprämie letzte Woche rasch wieder ab und notiert aktuell bei 22.
- Die realisierte 30T-Volatilität dürfte demnächst deutlich herunterkommen, wenn der Tag des Oktober-CPI (S&P 500 +5%) aus der Berechnung fällt.

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 - 16.12.2022



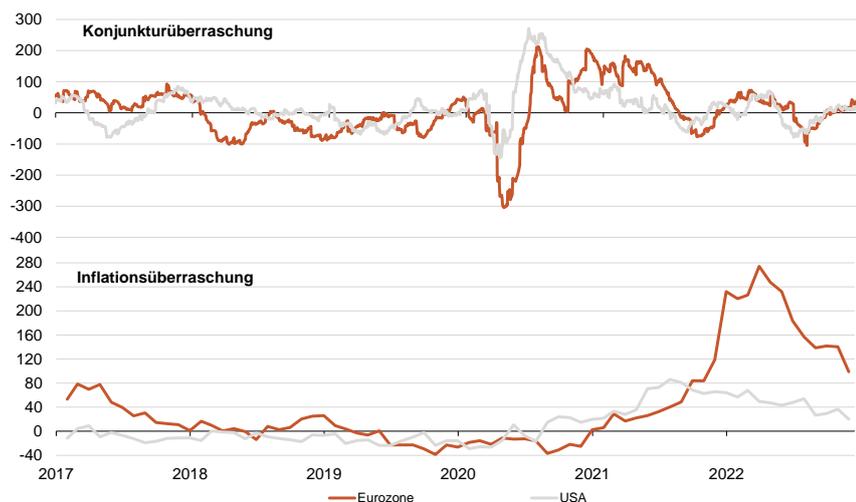
## Global



- Während bei Industrienationen (G10) als auch auf globaler Ebene die positiven Konjunkturüberraschungen über die letzten zwei Wochen dank der Eurozone, USA und Großbritannien zunehmend überwogen, fiel es den Schwellenländern weiterhin schwer die Konjunkturerwartungen zu schlagen. So enttäuschte in China beispielsweise die Industrieproduktion und auch die Einzelhandelsverkäufe im Jahresvergleich.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 16.12.2022

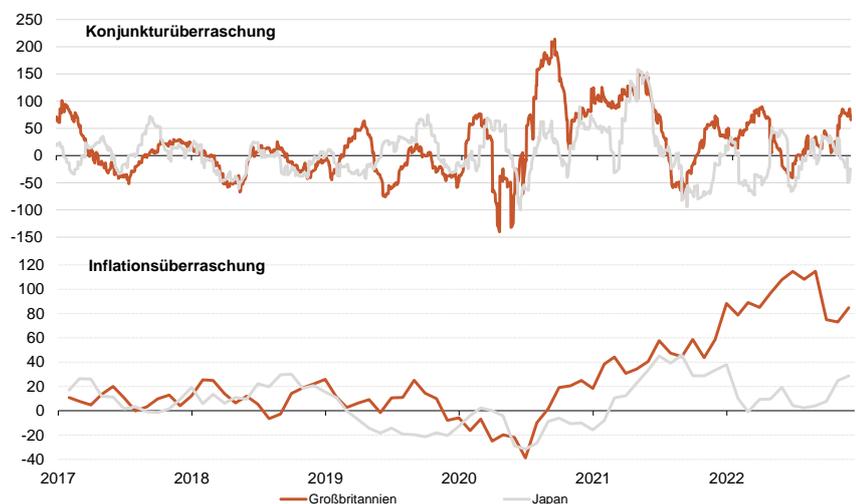
## Eurozone & USA



- Die Konjunkturdaten in der Eurozone konnten die Erwartungen über die letzten Wochen merklich übertreffen. So lag das vierteljährliche BIP, sowie die Einkaufsmanagerdaten für Dienstleistungen über den Erwartungen. In Deutschland fiel zudem die Industrieproduktion deutlich weniger negativ als erwartet aus.
- Auch in den USA hält sich die Wirtschaft robust, wenn auch weniger erfreulich als in der Eurozone. Der Arbeitsmarkt hält sich weiterhin robust, und auch die Fabrikbestellungen lagen über den Erwartungen.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 16.12.2022

## Großbritannien & Japan

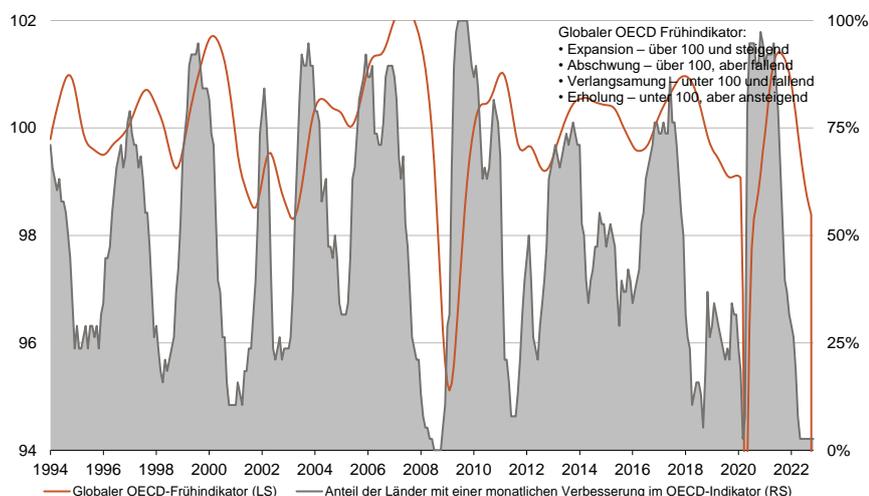


- Die Schere zwischen britischen und japanischen Konjunkturdaten bleibt stark ausgeweitet. Die Lücke scheint sich jedoch zu schließen. In Großbritannien lag der Dienstleistungs-PMI und die Industrieproduktion über den Erwartungen, in Japan fielen die BIP-Daten und die Maschinenbestellungen erfreulicher aus.

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 - 16.12.2022



## OECD Frühindikator

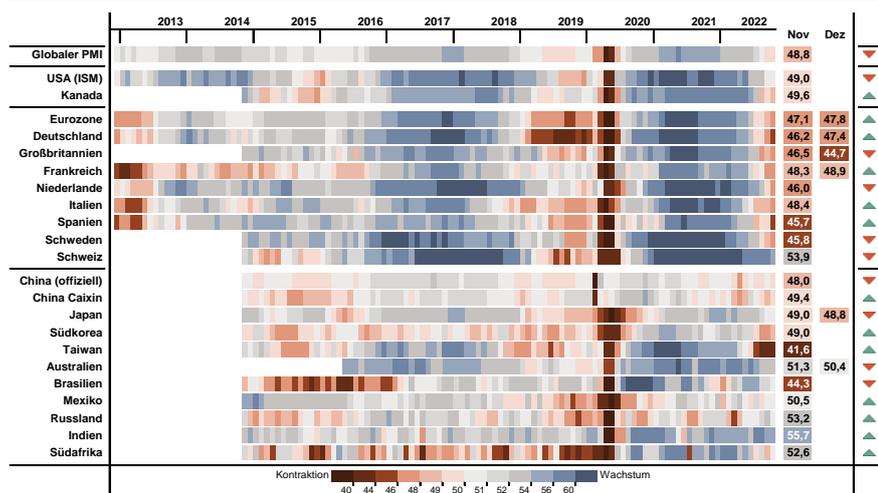


- Der globale OECD-Frühindikator hielt auch im November am Abwärtstrend fest und signalisiert damit weiterhin eine hohe Wahrscheinlichkeit einer globalen Rezession.
- Auf Länderebene hält sich der OECD-Frühindikator bei 97% der Länder mit Verschlechterung zum Vormonat konstant. Lediglich Ungarn verbesserte sich 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 - 16.12.2022

## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie

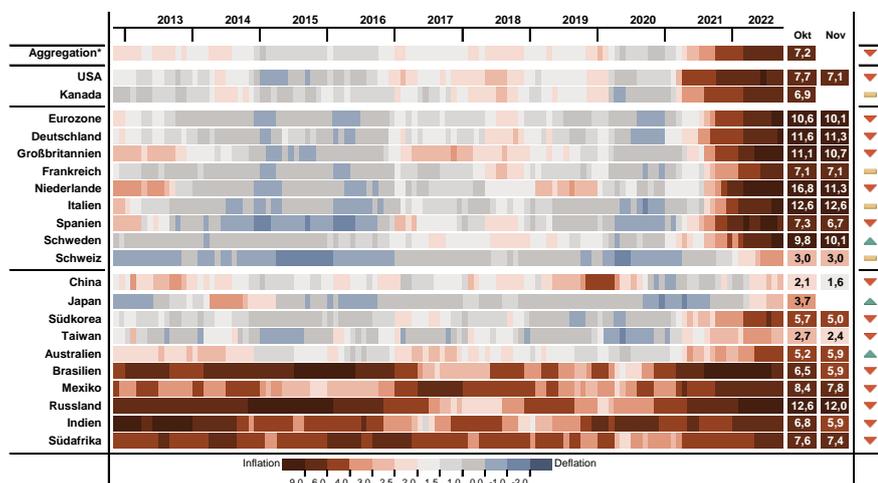


- Die globalen PMI-Daten für Dezember zeigen ein gemischtes Bild. Während die Aktivität der Industrie im Vergleich zum Vormonat in der Eurozone, Deutschland und Frankreich angezogen ist, war sie in Großbritannien, Japan und Australien rückläufig.

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: 16.12.2012 - 16.12.2022

## Gesamtinflation



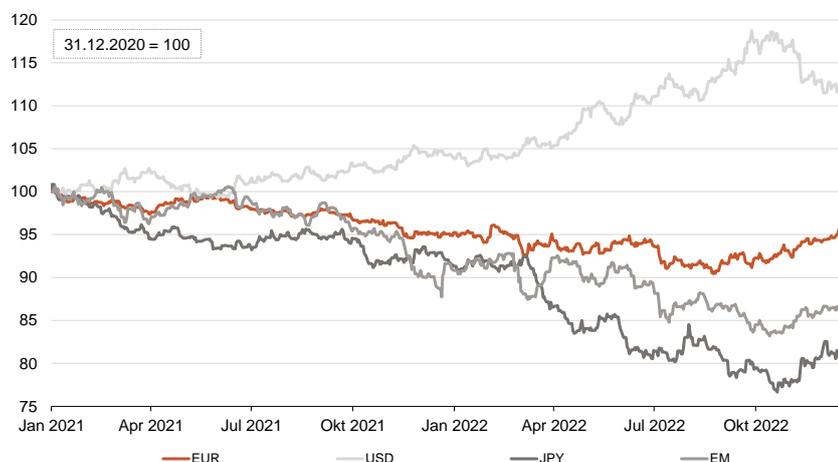
- Das Inflationsbild ist hingegen deutlich einheitlicher. Sowohl in den USA, der Eurozone, Deutschland, Großbritannien, Italien, Spanien, China und Indien ist die Teuerungsrate im Vergleich zum Vormonat dank weniger stark steigenden Energie- und Nahrungsmittelkosten gesunken. In Frankreich und der Schweiz ist die Inflation im Vergleich zum Vormonat konstant geblieben.

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: 16.12.2012 - 16.12.2022



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

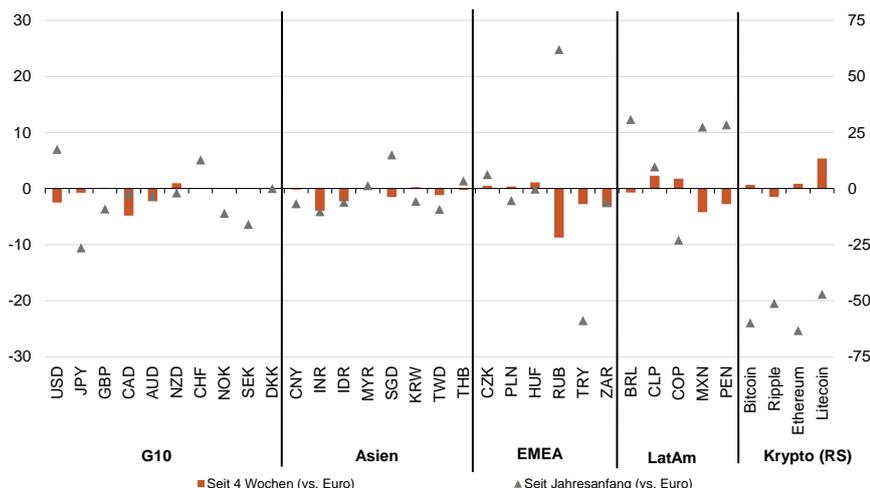


- Der Euro setzte seinen Aufwärtstrend zuletzt weiter fort. Der US-Dollar und Schwellenländerwährungen bewegten sich seitwärts.
- Der japanische Yen erfuhr hingegen nach seiner Rallye in den letzten Wochen einen kleinen Rücksetzer. Denn BoJ-Mitglied Nakamura ließ in seiner Rede keine Zweifel die expansive Geldpolitik weiter fortsetzen zu wollen.

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 - 16.12.2022

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

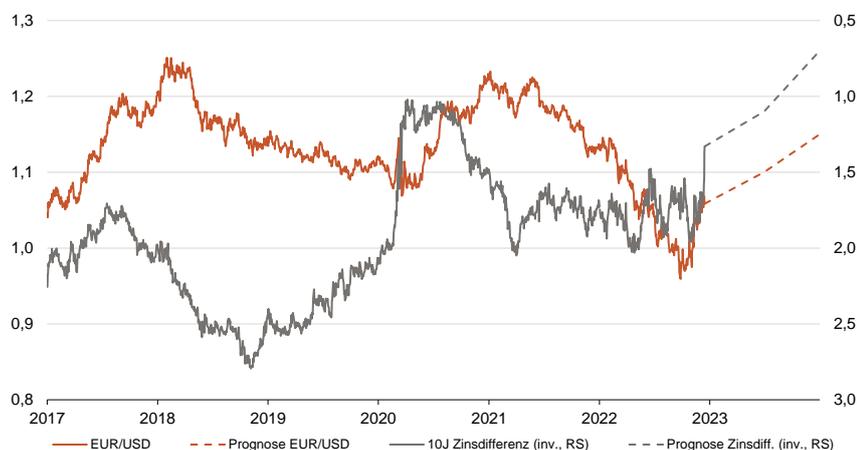


- Der Euro verzeichnete gegenüber den meisten hier dargestellten Währungen Gewinne über den letzten Monat. Insbesondere die überraschend falkenhafte Aussagen der EZB-Chefin gaben dem Euro Rückenwind. Lagarde erklärte, die Leitzinsen wohl weiter anzuheben, als es die Märkte aktuell preisen.
- Der kanadische Dollar hat in den letzten 3 Monaten und im Zuge der taubenhafteren Töne der BoC die starke Performance seit Jahresanfang wieder vollständig abgegeben.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 16.12.2022

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



- Die Zinsentscheide á 50 Basispunkten kamen auf beiden Seiten des Atlantiks wie erwartet. Allerdings war die Kommunikation der EZB etwas falkenhafter, sodass der Euro die Gewinne in Folge der niedriger als erwarteten US-Inflationsdaten verteidigen konnte.
- Damit hat der Euro seit Ende September rund die Hälfte seiner Verluste seit Jahresanfang wieder wettgemacht.

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 - 31.12.2022



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (18.11.22 - 16.12.22)	YTD (31.12.21 - 16.12.22)	16.12.21	16.12.20	16.12.19	16.12.18	16.12.17
Gesundheit	-4,0	-1,1	-2,6	23,8	-1,2	26,3	3,0
Zyklische Konsumgüter	-16,3	-1,3	-14,7	21,9	4,5	30,6	-11,8
Versorger	-8,0	-1,3	-5,3	8,0	9,8	25,1	4,6
Basiskonsumgüter	-8,2	-1,5	-6,8	19,6	-4,6	21,0	-5,5
Value	-1,7	-2,2	-0,2	19,0	-13,4	17,4	-9,2
Finanzen	-1,7	-4,8	-2,5	25,2	-16,4	20,8	-17,3
Growth	-16,8	-2,1	-14,7	26,8	4,4	28,5	-6,4
Industrie	-16,8	-2,6	-13,6	25,4	1,5	33,8	-10,9
Grundstoffe	-9,7	-2,7	-8,1	23,6	8,5	25,8	-11,4
Energie	-3,5	-6,0	32,7	30,2	-30,2	3,8	4,0
Telekommunikation	-12,3	-6,0	-10,1	9,7	-14,4	3,6	-7,5
Informationstechnologie	-25,4	-6,0	-22,8	35,7	9,8	34,3	-4,4

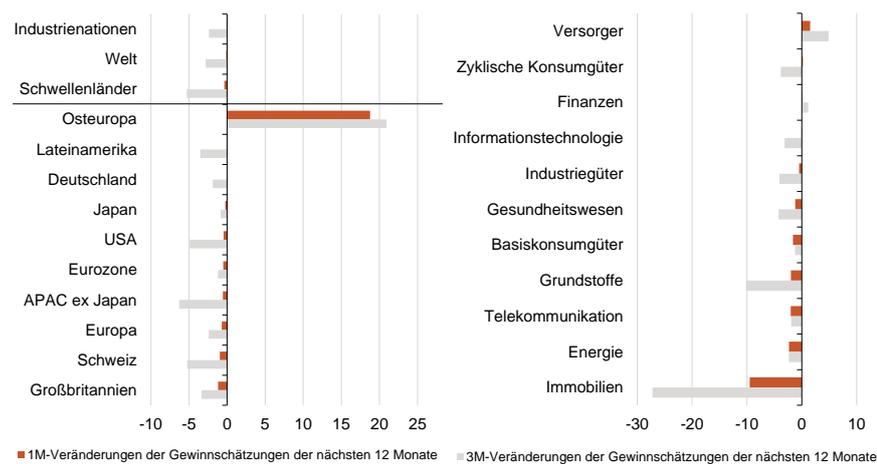
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Trotz der in den USA fallenden Inflation weichen die Zentralbanken noch nicht von ihren restriktiven Kursen ab. Dies lastete vor allem auf Wachstumstiteln wie beispielsweise Aktien aus dem Informationstechnologiesektor. Defensive Aktien wie Gesundheitsunternehmen oder Versorger waren dagegen gefragt und konnten in den letzten vier Wochen an Wert zulegen.

Gesamtrendite europäischer Aktienspektoren und europäischer Style-Indizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance. Der Unterschied zwischen Value und Growth liegt in der Bewertung. Ein Wachstumstitel ist hoch bewertet, weil von dem Unternehmen ein starkes Wachstum erwartet wird. Valuetitel haben in der Regel weniger Wachstumsphantasie und sind niedriger bewertet.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 15.12.2017 - 16.12.2022

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

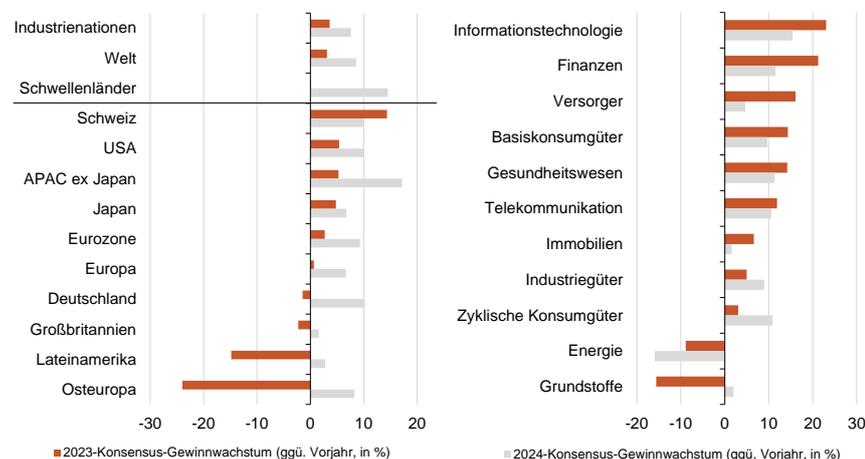


- In den letzten vier Wochen gab es aufgrund des wirtschaftlich trüben Ausblicks für 2023 auf globaler Ebene kaum positive Gewinnrevisionen.
- Eine Ausnahme bildet Osteuropa. Die Analysten sind auch aufgrund des nicht weiter eskalierenden Ukraine-Kriegs positiver auf die Region geworden.
- In Europa sahen das Gros der Sektoren negative Revisionen. Am ausgeprägtesten war dies bei Immobilienaktien, die unter den steigenden Zinsen und der Wirtschaftssorgen leiden.

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: 16.12.2022

## Gewinnwachstum



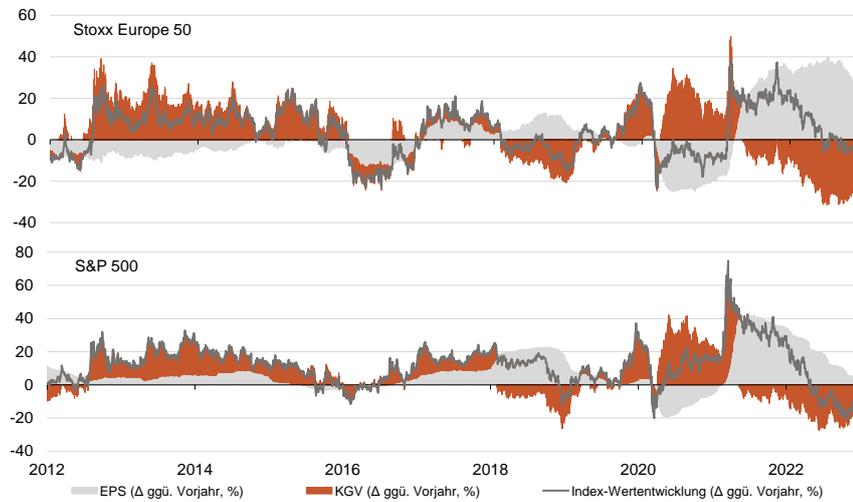
- Das Gewinnwachstum 2023 dürfte bei den Industrieländern laut dem Konsens bei rund 4% liegen. Die Schwellenländer dürften hingegen kein Wachstum sehen.
- Die Schweiz und die USA sind laut Analysten die Regionen mit dem stärksten Gewinnwachstum 2023, während Lateinamerika und Osteuropa deutlich sinkende Gewinn sehen dürften.
- Bei den europäischen Sektoren dürften der IT- und Finanz-Sektor vorne sein.

Vom Konsens 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: 16.12.2022



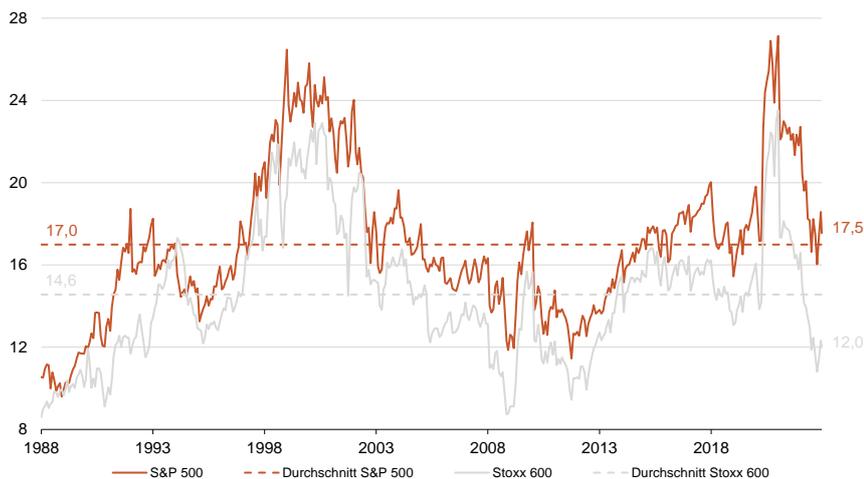
## Kontributionsanalyse



- Der seit Anfang Oktober anhaltende Aktien-Rückenwind durch steigende Bewertung ist zum Erliegen gekommen. Im Gegenteil, zuletzt waren die Bewertungen wieder ein Belastungsfaktor.
- Die Entwicklung des Stoxx Europe 50 ist im Jahresvergleich zum Beispiel wieder auf nahe Null gefallen.

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 - 16.12.2022

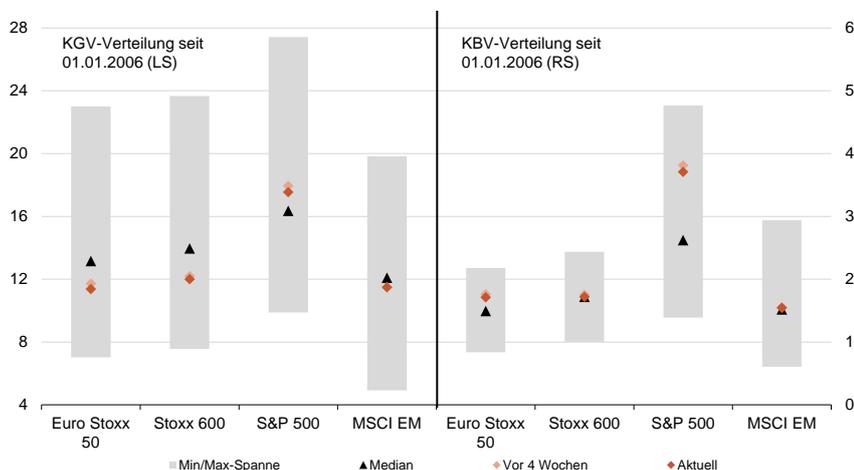
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Mit dem Rückgang der Aktienmärkte bei fast unveränderten Gewinnaussichten ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 und des Stoxx 600 zuletzt wieder gefallen.
- Der S&P 500 ist mit dem Blick Richtung einer Rezession 2023 noch ambitioniert bewertet, während der Stoxx 600 deutlich weniger teuer erscheint.

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 - 16.12.2022

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

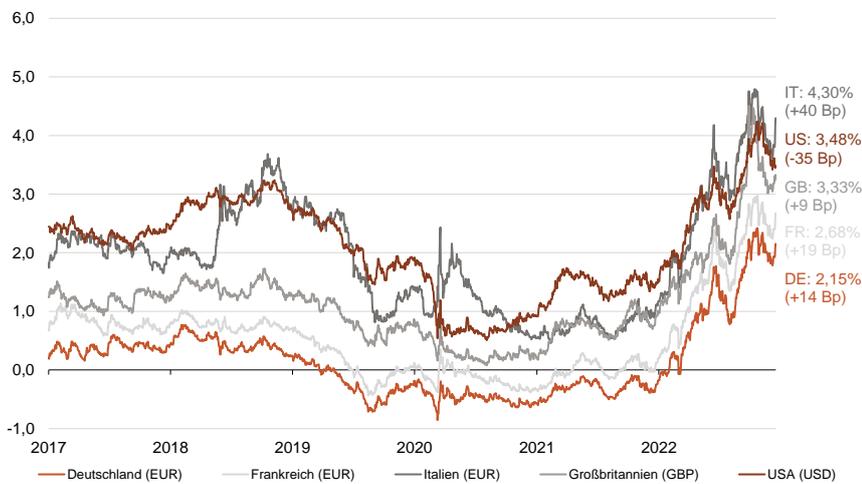


- Im Vergleich zu vor vier Wochen haben sich die Bewertungskennzahlen KGV und KBV nicht wesentlich verändert. Die Bewertungsausweitung in Q4 wurde vom Markt somit wieder deutlich eingeschränkt.

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 - 16.12.2022



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

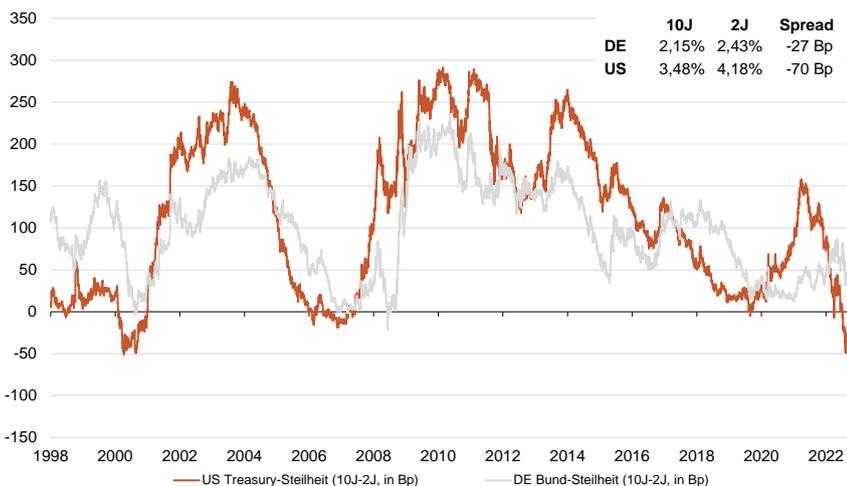


- Die eher falkenhaften (restriktiven) Töne der EZB auf der Dezember-Sitzung letzte Woche haben zu deutlichen Renditesprüngen in der Eurozone geführt. Die Renditen bei 10-jährige italienischen Staatsanleihen sind beispielsweise um mehr als 40 Basispunkten gestiegen.
- US-Treasuries sahen in den letzten vier Wochen hingegen deutlich fallende Renditen, nachdem auch im November die US-Inflation nach unten überraschte.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 16.12.2022

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

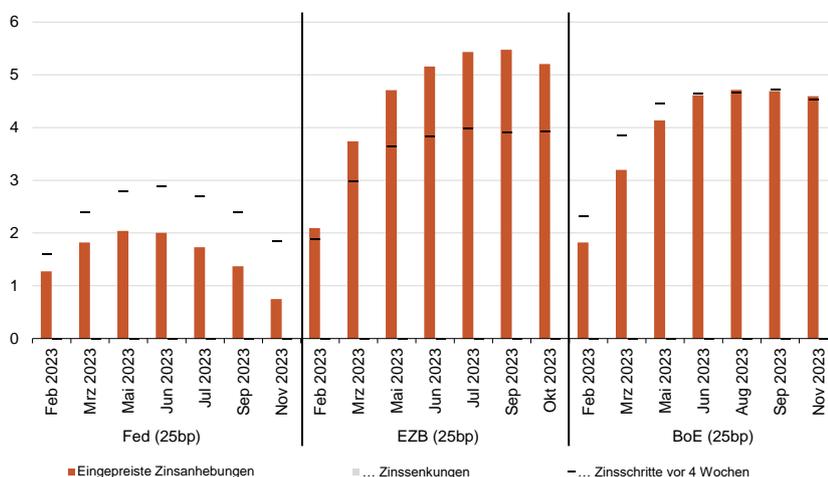


- Sowohl die US- als auch die deutsche Renditestrukturkurve sind nun merklich invertiert. Der Anleihemarkt zeigt somit für beide Länder eine anstehende Rezession an. Der Anleihemarkt erwartet somit mittelfristig wieder fallende Zentralbankzinsen.

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 - 16.12.2022

## Implizite Leitzinsveränderungen



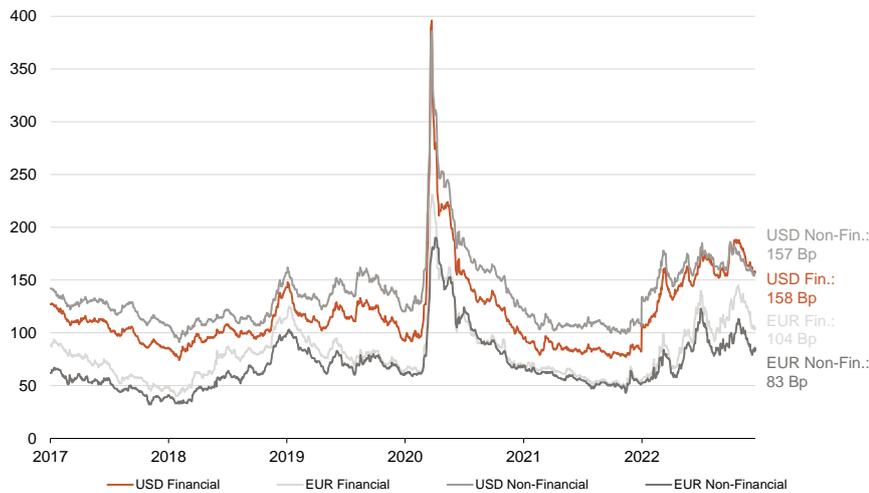
- Im Dezember haben sowohl die Fed, die EZB als auch die BoE die Leitzinsen um 50 Basispunkte (Bp) erhöht. Während man bei der Fed weniger stark ausgeprägt falkenhafte Töne hörte, war bei der EZB das Gegenteil der Fall. Hier erwartet der Markt auch im Februar eine Zinserhöhung von 50Bp.
- Die Bank of England hat die Leitzinsen zum neunten Mal in Folge angehoben. Mit 3,5% sind sie nun so hoch wie seit 14 Jahren nicht mehr.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Änderung (Anzahl der Schritte) des Leitzins zu ermitteln.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 18.11.2022 - 16.12.2022



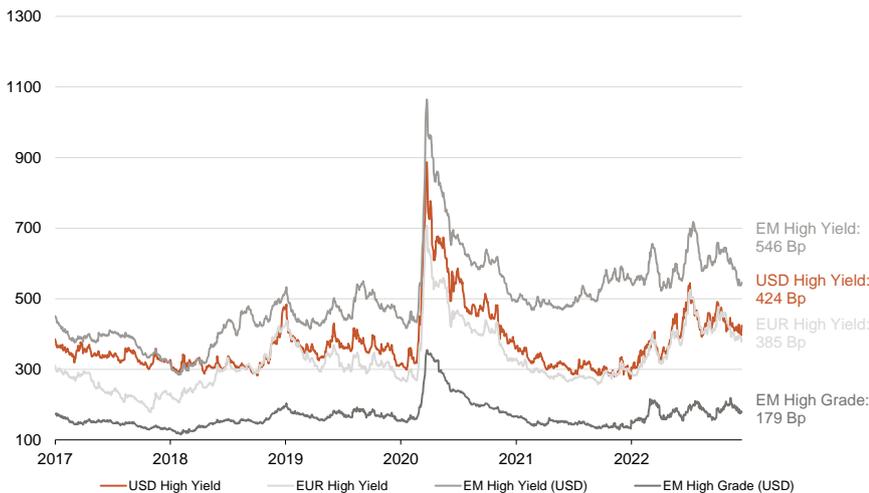
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen sind trotz des jüngsten Risk-Off leicht gesunken. Sowohl bei USD- als auch bei EUR-Unternehmensanleihen sind die Risikoaufschläge in den letzten zwei Wochen um rund 5 Basispunkten zurück gegangen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 16.12.2022

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Hochzinsanleihen bleiben als Alternative zu Aktien weiter gefragt. In den letzten zwei Wochen sind die Risikoaufschläge bei EM- und EUR-Hochzinsanleihen trotz der pessimistischen Marktstimmung leicht gefallen.
- USD-Hochzinsanleihen sahen hingegen leicht steigende Risikoaufschläge.

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 - 16.12.2022

## Anleihe-segmente in der Übersicht

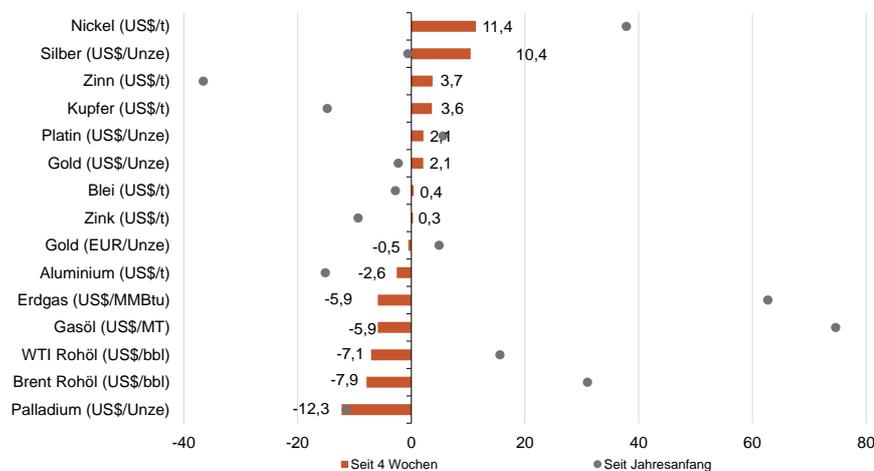
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	16/12/21 16/12/22	16/12/20 16/12/21	16/12/19 16/12/20	16/12/18 16/12/19	16/12/17 16/12/18
<b>EUR Government</b>	2,85	0,25	7,3	-	-	-	-1,1	-16,3	-17,5	-2,0	4,3	7,9	-0,4
Germany	2,19	0,18	7,3	-	-	-	-0,7	-15,5	-16,6	-1,4	2,3	3,9	1,2
<b>EUR Corporate</b>	3,97	0,02	4,6	91	-19	69	0,4	-13,0	-13,5	-0,4	2,4	6,6	-1,8
Financial	4,12	0,00	3,9	104	-25	72	0,6	-11,1	-11,5	-0,1	1,9	6,0	-1,7
Non-Financial	3,88	0,03	5,1	83	-16	69	0,2	-14,0	-14,6	-0,5	2,6	6,9	-1,8
<b>EUR High Yield</b>	7,47	0,05	3,2	385	-18	69	0,7	-11,2	-11,1	3,4	2,9	10,7	-3,2
<b>US Treasury</b>	3,87	-0,21	6,5	-	-	-	2,0	-11,0	-11,3	-2,0	8,0	8,4	-0,6
<b>USD Corporate</b>	5,21	-0,30	7,1	158	-9	79	3,0	-13,6	-13,6	-0,3	9,4	14,5	-2,8
Financial	5,39	-0,31	5,2	158	-14	86	2,4	-11,3	-11,3	-0,3	8,8	12,8	-2,0
Non-Financial	5,12	-0,30	8,0	157	-8	74	3,3	-14,5	-14,6	-0,3	9,6	15,3	-3,1
<b>USD High Yield</b>	8,57	-0,22	4,3	424	-5	66	1,4	-10,0	-9,4	5,5	6,1	11,2	0,1
<b>EM High Grade</b>	5,57	-0,42	5,4	179	-23	48	3,2	-13,4	-13,5	0,3	5,7	12,2	-1,4
<b>EM High Yield</b>	10,41	-1,06	3,9	546	-51	48	4,5	-15,0	-15,3	-3,2	9,2	12,4	-2,1

- Trotz der Renditeausweitung in den letzten Tagen verzeichneten das Gros der Anleihe-segmente eine positive Entwicklung über die letzten vier Wochen.
- Eine Ausnahme bilden EUR-Staatsanleihen, welche von deutlich steigenden Renditen nach der falkenhaften EZB-Sitzung belastet wurden.

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: 16.12.2017 - 16.12.2022



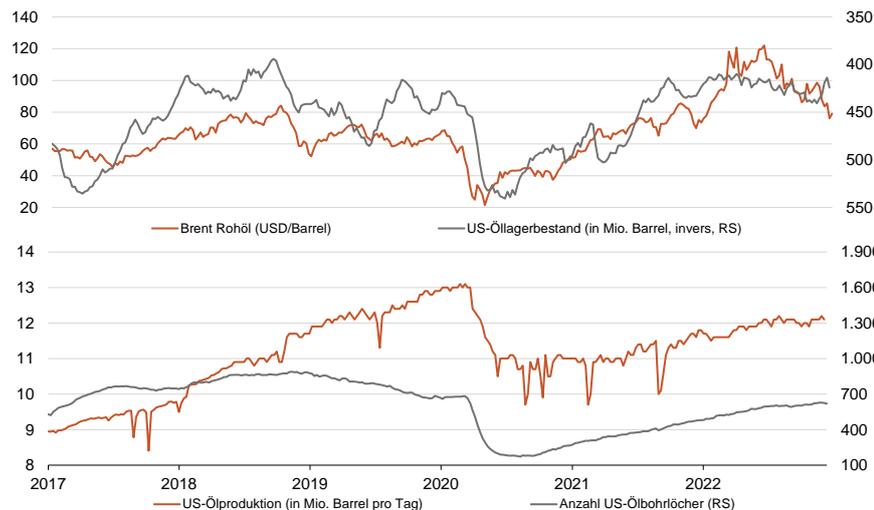
Performance Rohstoffe



- Die Rohstoffmärkte blieben über die letzten vier Wochen zwischen Wachstumssorgen und Öffnungshoffnungen in China gefangen. Metalle wie Nickel, Zinn und Kupfer gewannen dazu. Auch die Edelmetalle Gold sowie Silber und Platin mit einer hohen Industrieanwendung verbuchten bei einem schwächeren US-Dollar und Hoffnung auf eine Wende beim Zinszyklus leichte Gewinne.
- Energierohstoffe hatten es dagegen schwer. Rohöl und Gasöl blieben von Wirtschaftssorgen und dem bisher milderen Winter belastet und bildeten so den Schluss.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 16.12.2022

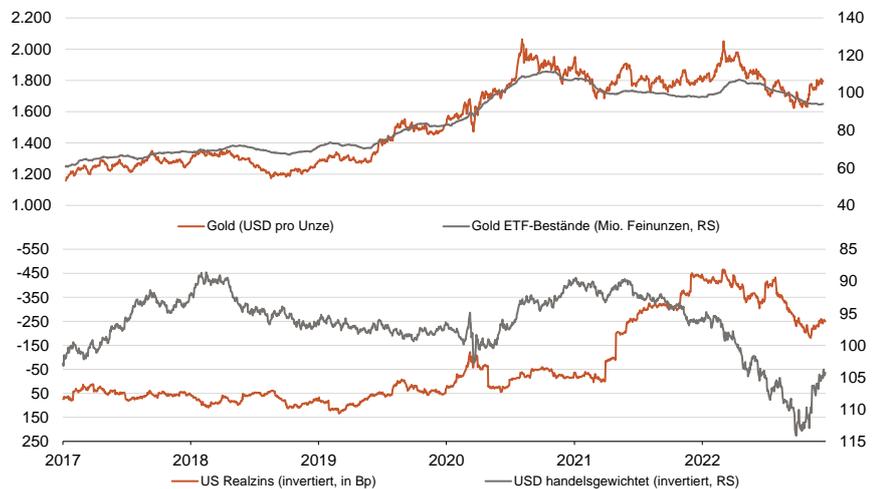
Rohöl



- Öl hatte nach der Hoffnung auf ein China-Reopening bei globalen Rezessionsorgen deutlich nachgegeben und notiert nun wieder auf dem Preisniveau zur letzten Jahreswende. Dennoch bleibt das Angebot knapp. Reserven sind auf Tiefstand und auch temporäre Hindernisse infolge der Sanktionen verkürzen das Angebot. So nimmt der Rückstau von Öltankern in der türkischen Meerenge weiter zu, da es trotz Verhandlungen bisher keine Lösung des durch die Sanktionen gegen russisches Rohöl verursachten Versicherungsproblems gibt.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 16.12.2022

Gold



- Gold stabilisierte sich in der Nähe des höchsten Stands seit Juli, da sich die Hoffnungen auf eine weniger restriktive Fed nach den niedriger als erwarteten US-Inflationsdaten verstärkten. Das Metall hat seit seinem Tiefstand im September um mehr als 10% zugelegt. Mit den restriktiven Tönen Powells kam dann jedoch die Wende und Gold gab einen Teil der Gewinne wieder ab.

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 - 16.12.2022

**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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto: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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 19. Dezember 2022

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

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

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