

### Aktueller Marktkommentar

Über die letzten beiden Wochen haben sich Aktien und Anleihen tendenziell volatil seitwärts entwickelt. Gründe dafür waren neben den Rebalancierungsflows die weiterhin falkenhaften Zentralbanken sowie der andauernde Liquiditätsentzug. Vor allem US-Zinsen zogen dank robuster Konjunkturdaten letzte Woche an. Die US-Zinsstrukturkurve hat sich noch stärker invertiert, weil der Markt erwartete Zinssenkungen auspreiste. In den nächsten Wochen dürften sich die Anleger mit der beginnenden Q2-Berichtssaison wieder stärker auf Fundamentaldaten konzentrieren. Für den S&P 500 erwartet der Konsensus einen Gewinnrückgang von ca. 5% gegenüber dem Vorjahr – klammert man den Energiesektor aus, wird mit einer Gewinnstagnation gerechnet. Den Unternehmen dürfte also zugutekommen, dass die Erwartungen bereits niedrig sind. Spannender dürfte der Ausblick der Unternehmen sein – vor allem vor dem Hintergrund, dass die Analysten für Q3 und vor allem Q4 ein deutliches Wachstum der Unternehmensgewinne erwarten. Hier lauern Risiken.

### Kurzfristiger Ausblick

Am 5. Juli wird das Fed- und am 13. Juli das EZB-Protokoll der Juni-Sitzung veröffentlicht. Diese dürften einen Einblick in die aktuellen Konjunktüreinschätzungen der Zentralbanken geben. Am 14. Juli nimmt die US-Q2-Berichtssaison mit den Zahlen der US-Großbanken an Fahrt auf.

Heute stehen die Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes (Jun.) für China, Europa und die USA (inkl. ISM) an. Am Dienstag werden die deutschen Exporte (Mai) und am Mittwoch die Einkaufsmanagerindizes des Dienstleistungsgewerbes (Jun.) für China, Europa und die USA veröffentlicht. Die französische Industrieproduktion (Mai) und die US-Auftragseingänge (Jun.) stehen ebenfalls an. Die deutschen Auftragseingänge (Mai), die US-Handelsbilanz (Mai), und der ISM-Dienstleistungs-PMI (Jun.) folgen am Donnerstag. Am Freitag werden dann die US-Arbeitsmarktdaten (Jun.) und die deutsche Industrieproduktion (Jun.) publiziert.

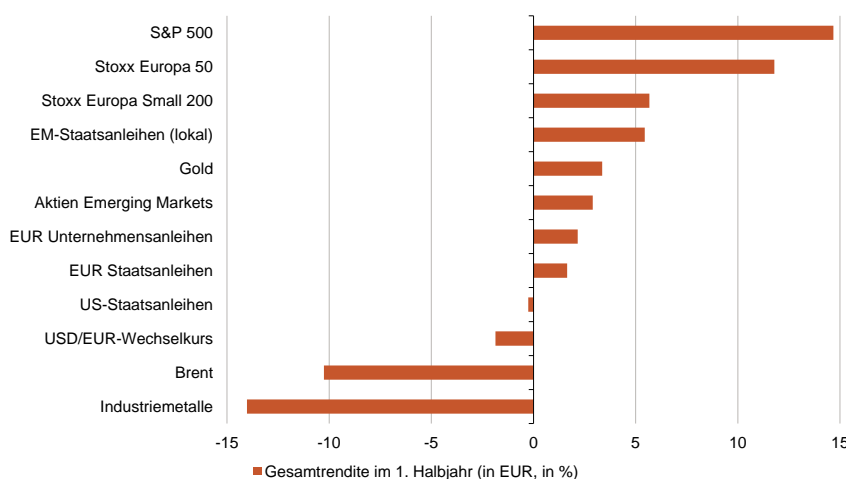
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Q2-Berichtssaison nimmt an Fahrt auf.*

*Einkaufsmanagerindizes und Arbeitsmarktdaten von entscheidender Bedeutung.*

### Aktien in H1 die beste Anlage trotz diverser Stolpersteine



- Das erste Halbjahr war voller Stolpersteine wie die Probleme bei US-Regionalbanken, die US-Schuldendiskussion und die drohende Kreditklemme. Und trotzdem waren Aktien aus Industrieländern vor Anleihen und Rohstoffen die mit Abstand besten Anlagen.
- Die Risiken bleiben allerdings zahlreich. Gleichzeitig sind die Bewertungen kräftig gestiegen und Anleger optimistischer. Die Aktienmärkte scheinen anfällig für Rücksetzer. Rohstoffe dürften in H1 hingegen schon eine Konjunkturschwäche eingepreist haben.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 30.06.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (02.06.23 - 30.06.23)	YTD (30.12.22 - 30.06.23)	30.06.22	30.06.21	30.06.20	30.06.19	29.06.18
Globale Wandelanleihen	1,5	6,7	4,0	-15,9	36,0	15,6	2,5
Aktien Industrienationen	1,4	12,9	13,8	-3,2	31,9	3,9	9,3
Euro-Übernachteinlage	0,3	1,3	1,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Aktien Frontier Markets	-0,1	3,3	-6,2	-6,6	31,4	-10,3	7,9
EUR Unternehmensanleihen	-0,3	2,2	0,1	-12,9	3,5	-0,5	4,8
EUR Staatsanleihen	-0,7	1,6	-3,5	-7,7	0,3	0,9	3,5
REITs	-0,8	-1,8	-12,3	1,5	20,6	-9,7	13,7
Aktien Emerging Markets	-0,9	2,9	-2,3	-15,5	33,7	-2,4	4,0
USD/EUR-Wechselkurs	-1,8	-1,9	-3,9	13,1	-5,3	1,2	2,7
Brent	-2,2	-10,3	-20,8	97,8	68,3	-36,6	-11,7
Industriemetalle	-2,6	-14,0	-9,1	13,2	41,7	-5,4	-8,5
Gold	-3,0	3,4	2,2	15,5	-5,8	27,9	15,6

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 Kapitalmärkte haben über die letzten vier Wochen keine einheitliche Entwicklung gezeigt. Aktien der Industrienationen und globale Wandelanleihen nahmen leichte Gewinne mit, Rohstoffe hatten tendenziell das Nachsehen.
- Gold, der Verlierer über die letzten vier Wochen, steuerte auf seinen dritten wöchentlichen Verlust in Folge zu, da die Märkte nach robusten US-Arbeitsmarktdaten und BIP-Zahlen verstärkt auf weitere Zinserhöhungen durch die Fed setzten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 29.06.2018 - 30.06.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (02.06.23 - 30.06.23)	YTD (30.12.22 - 30.06.23)	30.06.22	30.06.21	30.06.20	30.06.19	29.06.18
MSCI EM Osteuropa	2,6	22,2	28,6	-81,3	30,5	-16,2	25,3
MSCI USA Small Caps	2,1	7,0	10,2	-11,0	52,7	-5,7	2,7
S&P 500	2,0	14,7	14,8	1,0	33,6	8,6	13,5
Euro Stoxx 50	1,8	18,4	30,6	-12,8	28,2	-5,1	5,1
DAX	0,6	16,0	26,3	-17,7	26,2	-0,7	0,8
Stoxx Europa Zyklisch	0,2	11,8	21,1	-14,1	37,5	-7,4	-1,1
Stoxx Europa 50	0,2	11,8	19,2	0,9	20,6	-3,4	8,0
MSCI Japan	-0,2	10,5	13,2	-9,2	18,2	4,5	-1,8
MSCI Großbritannien	-0,8	6,1	8,5	8,9	24,3	-16,6	0,4
Stoxx Europa Small 200	-1,1	5,7	6,4	-19,5	39,0	-3,9	0,1
Stoxx Europa Defensiv	-1,1	6,5	8,2	7,5	12,5	1,1	8,2
MSCI EM Asien	-1,7	2,0	-4,8	-16,2	33,8	6,0	0,4

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 blieben über die letzten vier Wochen regional heterogen: Asiatische Aktien bildeten das Schlusslicht, osteuropäische und US-Aktien lagen tendenziell vorne. Zuletzt führten jedoch Rebalancierungsflows, die falkenhaften Aussagen der Zentralbanken und der andauernde Liquiditätsentzug zu Abwärtsdruck.
- Osteuropäische Aktien bildeten mit deutlichen Gewinnrevisionen für 2023 und 2024 die Spitze.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 29.06.2018 - 30.06.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (02.06.23 - 30.06.23)	YTD (30.12.22 - 30.06.23)	30.06.22	30.06.21	30.06.20	30.06.19	29.06.18
USD Hochzinsanleihen	0,8	5,4	8,9	-12,7	15,6	-1,1	7,6
EM-Staatsanleihen (hart)	0,5	1,8	2,9	-10,6	1,8	1,9	15,3
USD Unternehmensanleihen	0,4	3,2	1,4	-13,8	3,6	9,3	10,6
Chinesische Staatsanleihen	0,4	2,7	4,4	5,2	2,2	5,6	5,8
EM-Staatsanleihen (lokal)	0,3	5,4	6,7	-8,4	0,9	-1,5	11,7
EUR Hochzinsanleihen	0,3	4,4	8,8	-14,8	11,5	-1,9	5,6
EUR Finanzanleihen	-0,2	1,9	0,0	-12,2	3,5	-0,3	4,7
Italienische Staatsanleihen	-0,2	4,5	-2,2	-12,7	4,4	6,7	7,0
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,4	2,3	0,2	-13,5	3,5	-0,5	4,9
Deutsche Staatsanleihen	-0,4	1,6	-6,0	-11,1	-2,1	1,1	5,0
Britische Staatsanleihen	-0,5	-0,8	-15,2	-14,5	-1,1	10,3	4,1
US-Staatsanleihen	-2,1	-0,6	-6,2	3,3	-8,3	12,0	9,9

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

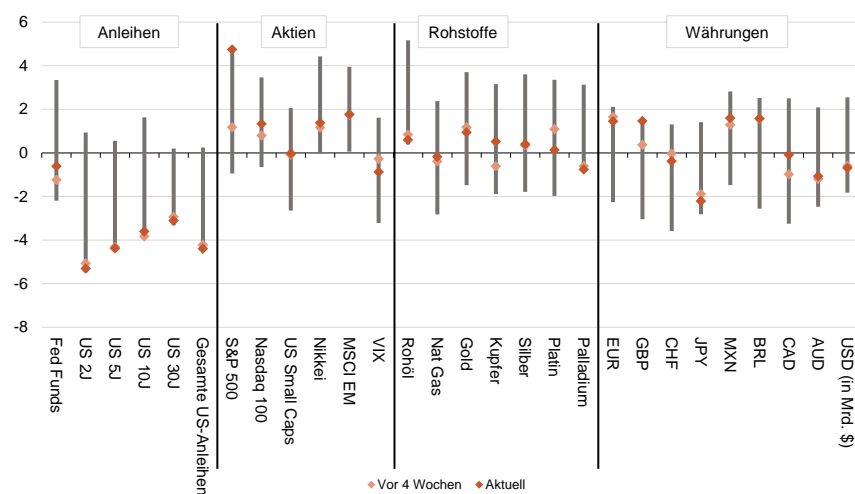
- Robuste Konjunkturdaten und wieder zunehmend restriktive Zentralbanken lenkten die Renditen sicherer Staatsanleihen wieder aufwärts. Mit über 3,8% ist die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen so hoch wie Anfang März diesen Jahres.
- Die US- und deutsche Renditestrukturkurven haben nach den jüngsten Arbeitsmarktdaten, welche auf weiteren Zinserhöhungsspielraum der Fed deuten, zudem weiter invertiert.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 29.06.2018 - 30.06.2023



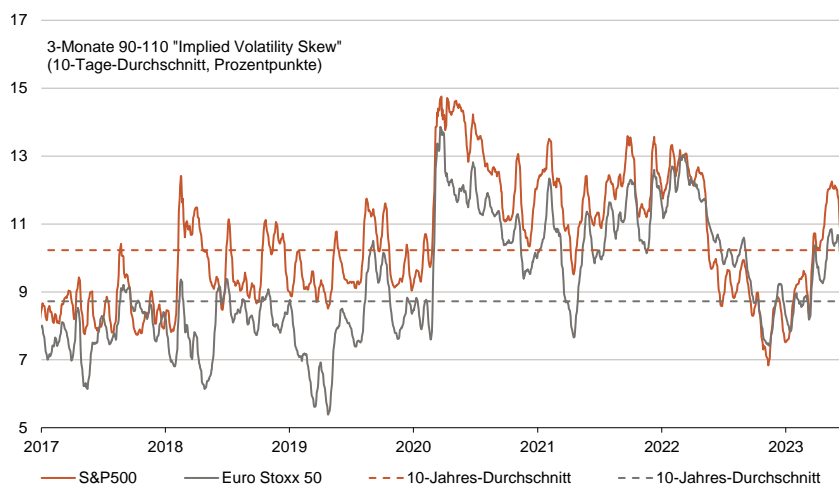
Spekulative Positionierung



- Spekulative Anleger haben ihre Long-Positionen in Aktien über den letzten Monat massiv ausgebaut. Beim S&P 500 ist die Positionierung von Asset Managern und Leveraged Funds auf dem höchsten Stand der letzten 10 Jahre.
- Aus Sicht der Positionierung hat die Anfälligkeit der Märkte also zuletzt merklich zugenommen.

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: 27.06.2013 - 27.06.2023

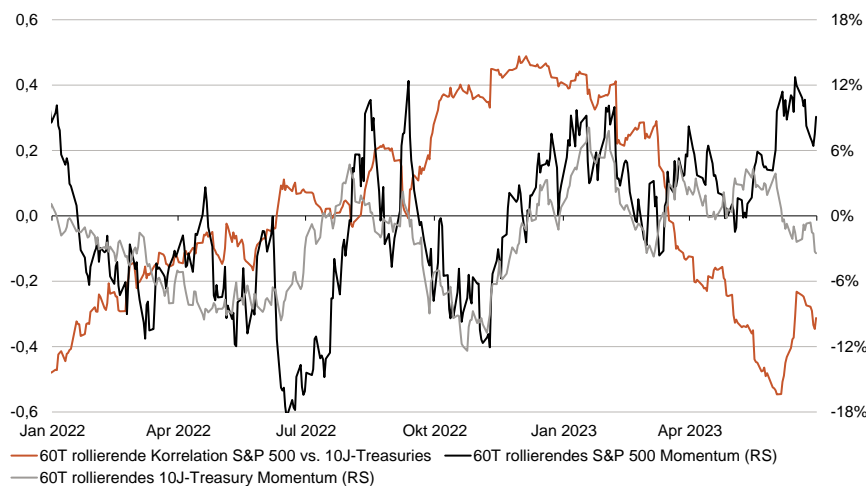
Put-Call-Skew



- Die Put-Call-Skew gemessen in Prozentpunkten ist in den USA als auch in Europa mittlerweile nahe ihren historischen Durchschnitten.
- Relativ zum derzeit niedrigen Level der impliziten Volatilität ist sie hingegen noch relativ steil. Wegen ersterem bleiben Absicherungen allerdings im historischen Kontext sehr günstig.

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: 30.06.2013 - 30.06.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

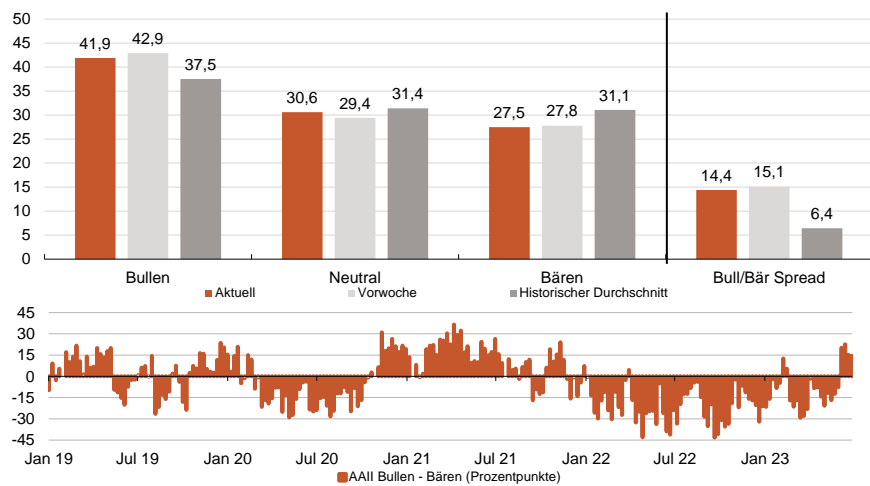


- Das positive Momentum am Aktienmarkt über kurze und lange Zeiträume hält weiter an. Trendfolgestrategien dürften entsprechend mittlerweile kräftig in Aktien investiert sein.
- Die Aktien-Anleihen-Korrelation hat zuletzt wieder abgenommen. Dies dürfte die Aktiennachfrage von risikobasierten Strategien angekurbelt haben.

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 - 30.06.2023



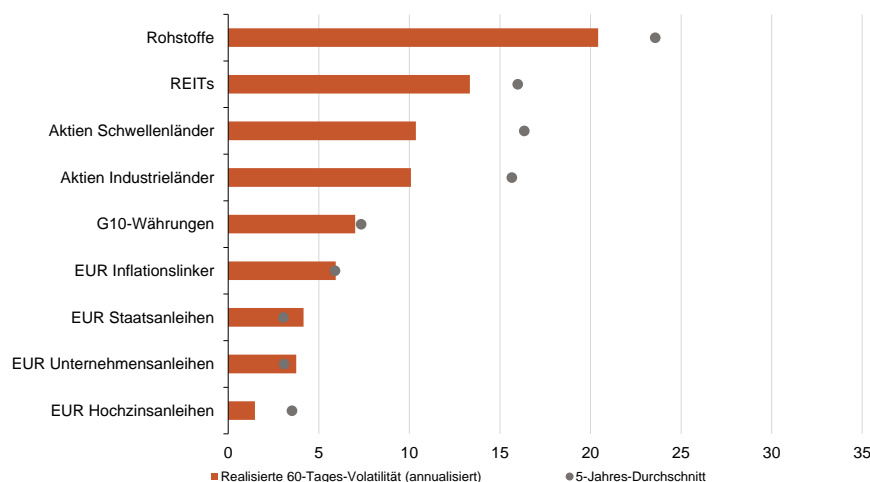
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Unter den US-Privatanlegern überwiegen nun schon die vierte Woche in Folge die Bullen die Bären.
- Der Pessimismus der letzten anderthalb Jahre scheint der Vergangenheit anzugehören, obwohl die Folgen der restriktiven Geldpolitik weiter ungewiss bleiben.

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 - 29.06.2023

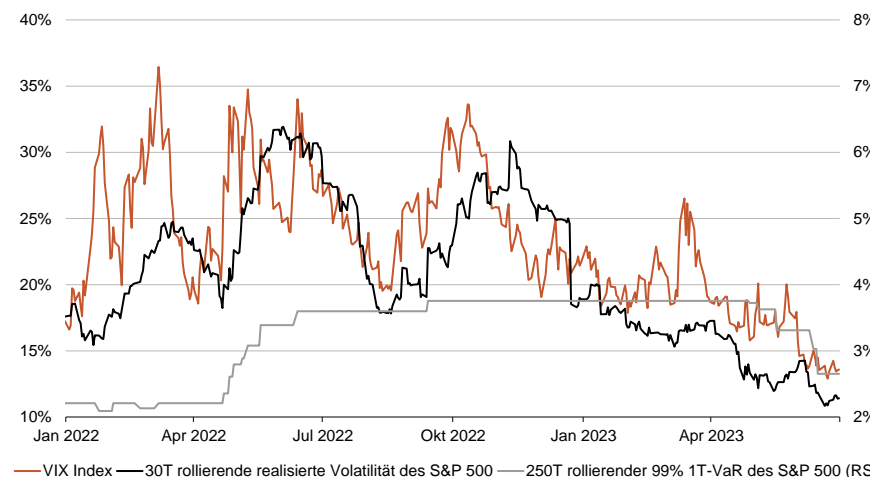
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten Volatilitäten bleiben vor allem bei Risikoanlagen deutlich unter dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre.
- Lediglich bei Staats- und Unternehmensanleihen ist die Volatilität noch leicht überdurchschnittlich.
- Die geringe Volatilität bei Aktien auf Indexebene ist unter anderem durch die niedrige realisierte Korrelation innerhalb von Aktien zu erklären.

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: 30.06.2018 - 30.06.2023

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

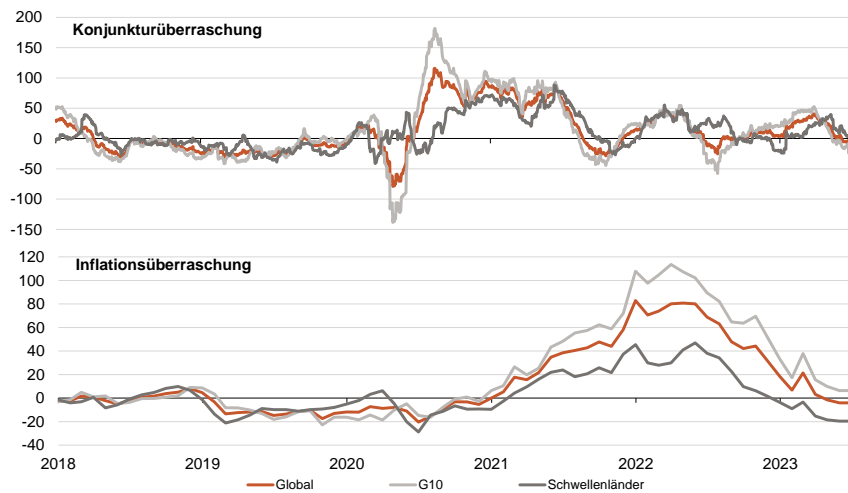


- Neben der realisierten bleibt auch die implizite Volatilität auffällig niedrig. Der VIX schwankte zuletzt um die Marke von 14.
- Von hieraus dürfte es die Volatilität zusehends schwieriger haben weiter zu fallen, sodass der Rückenwind für Aktien seitens risikobasierter Strategien nachlassen dürfte.

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 - 30.06.2023



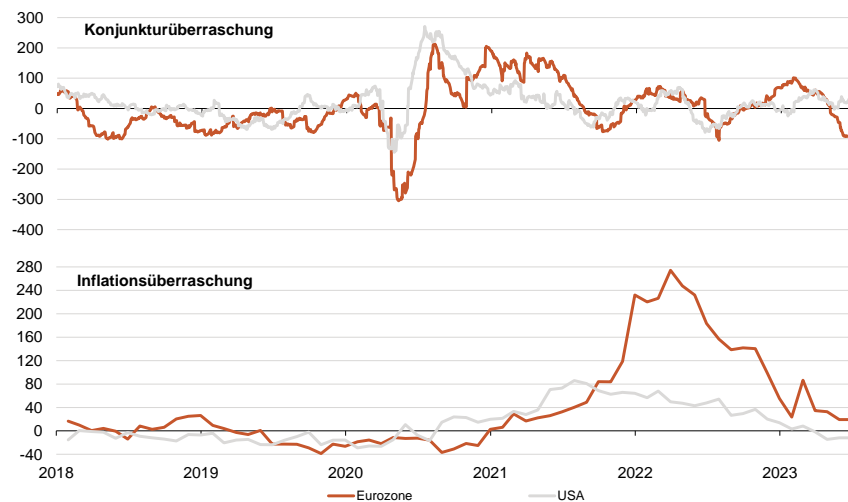
## Global



- Die Konjunkturdaten zeichnen zunehmend ein pessimistisches Wirtschaftsbild.
- Der Trend vermehrt negativer Konjunkturüberraschungen ist zudem regional einheitlich: Während die Daten auf globaler Ebene und bei Industrienationen die Bewegung im negativen Bereich über die letzten vier Wochen ausbauen, stehen Schwellenländer nun auch kurz vor der Schwelle. In China enttäuschten die Juni-PMI-Daten zu Dienstleistungen.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 30.06.2023

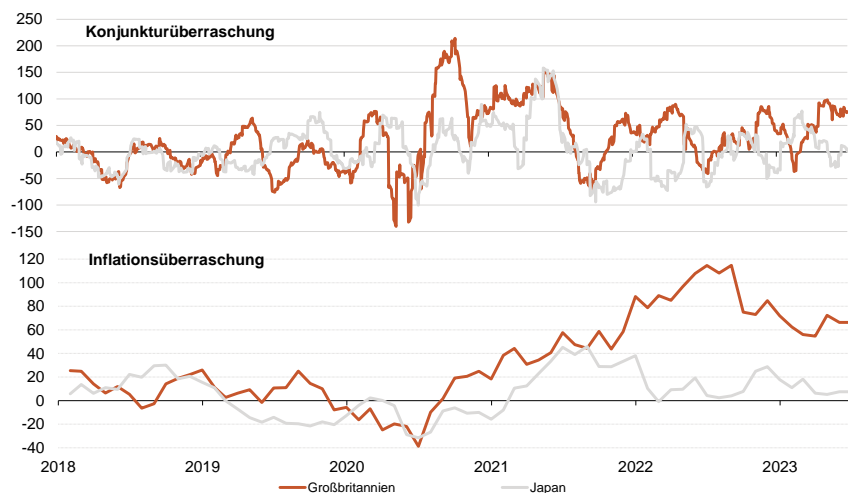
## Eurozone & USA



- Insbesondere in der Eurozone ging es abwärts. Die PMI-Daten für die Eurozone und Deutschland enttäuschten. In Deutschland nahm zudem die Arbeitslosigkeit stärker als erwartet zu.
- Die USA hält sich hingegen robust. Die jüngsten Daten zu Erstanträgen auf Arbeitslosenunterstützung, BIP-Zahlen für das erste Quartal 2023, der Stimmung Indikator der Universität Michigan, die Bestellungen langlebiger Güter und die Immobilienverkaufsdaten übertrafen die Erwartungen.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 30.06.2023

## Großbritannien & Japan

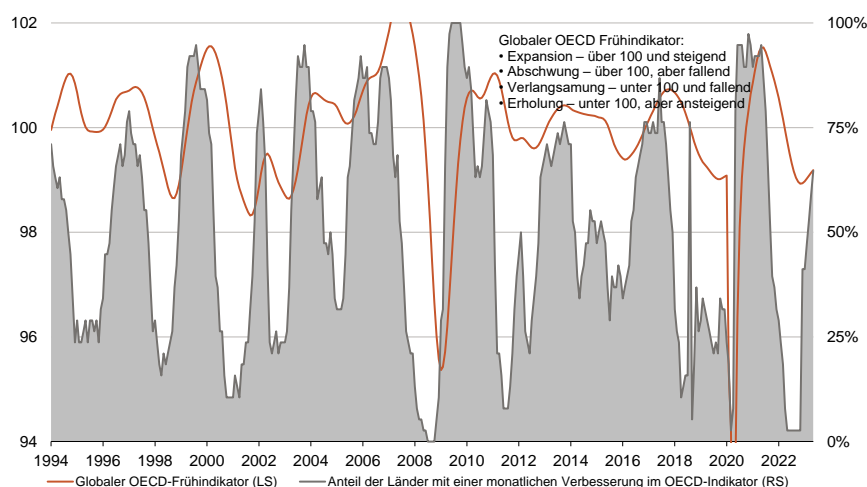


- In Japan stehen die vorläufigen Industrieproduktionsdaten unter den Erwartungen, die Einzelhandelsverkäufe schlugen jedoch die Erwartungen.
- In Großbritannien überraschten die Inflationsdaten erneut nach oben. Die PMI-Daten enttäuschten.

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 - 30.06.2023



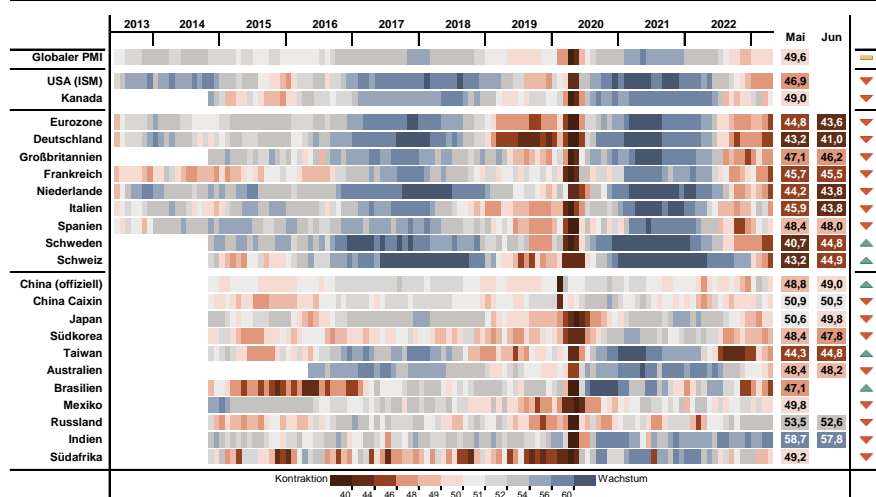
## OECD Frühindikator



- Der globale OECD-Frühindikator zeigt Ende Mai nun schon den sechsten Monat in Folge eine Verbesserung zum Vormonat. Mit einer Notierung unter 100, aber ansteigend, deutet der Indikator damit auf eine Erholung.
- Im Mai haben sich die OECD-Frühindikatoren in 65% der Länder verbessert. Neben Deutschland war dies auch der Fall in Japan und der USA.

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

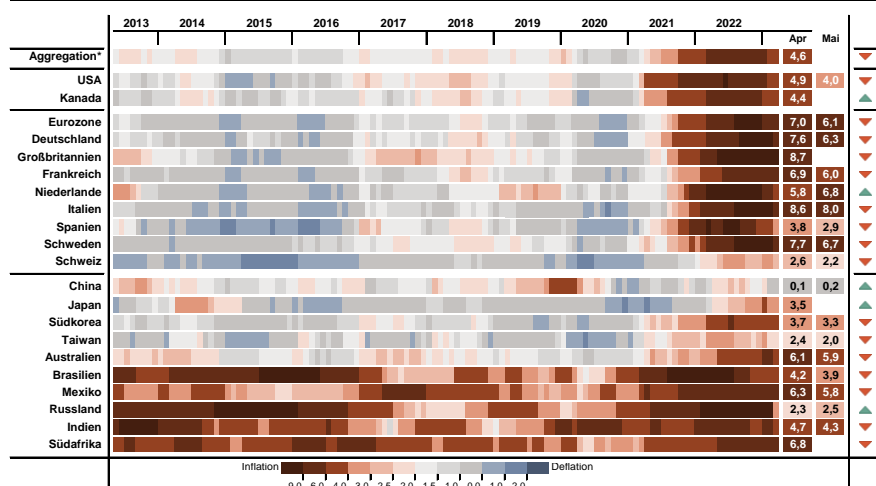
## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die Abkühlungszeichen in der Eurozone mehren sich. Der PMI ist für die Eurozone im Juni erneut gefallen und notiert mit 43,6 so niedrig wie zuletzt während der Corona-Krise 2020. Auch Japan ist nun unter die 50er-Schwelle gerutscht und zeigt damit eine rückläufige Aktivität der Industrie.

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: 30.06.2013 - 30.06.2023

## Gesamtinflation

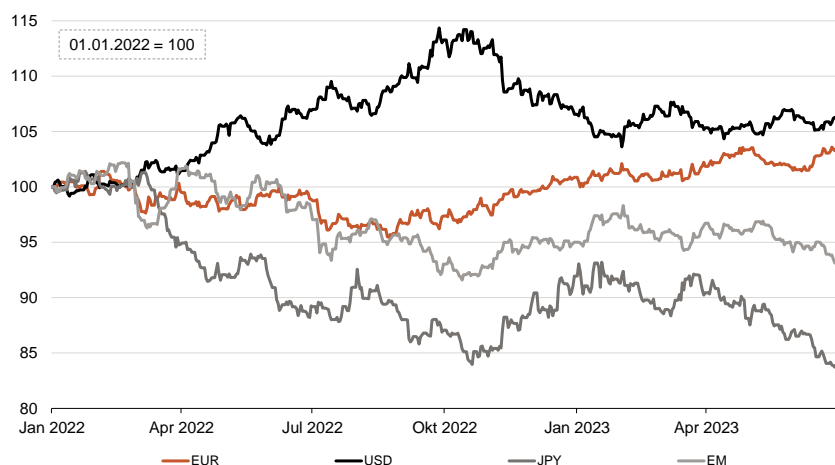


- Die Inflation ist im Aggregat weiter auf dem Rückzug. In der Eurozone ist diese im Mai auf 6,1% im Vergleich zum Vormonat gesunken. Auch in Deutschland sank die Teuerungsrate um über einen Prozentpunkt im Monatsvergleich.
- Treiber hinter der sinkenden Inflation waren fallende Energiekosten und langsamer steigende Lebensmittel und Services-Preise.

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: 30.06.2013 - 30.06.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

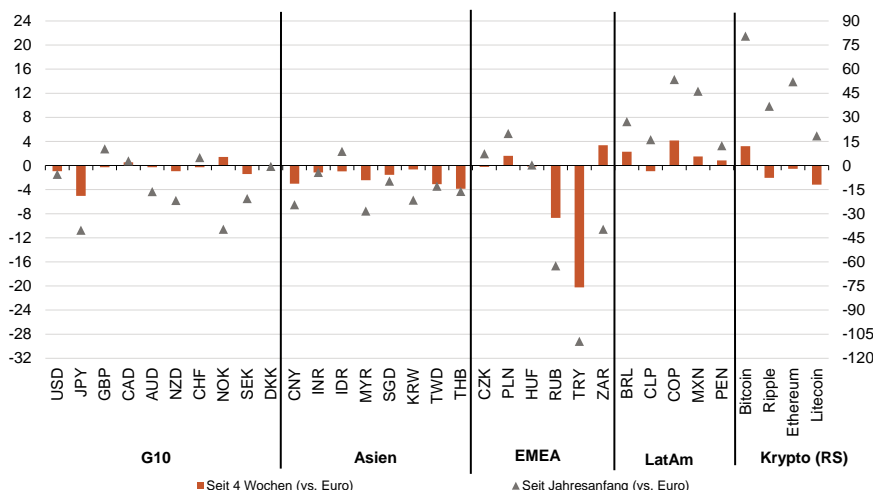


- An den Währungsmärkten kam es jüngst zu einer ungewöhnlichen Entwicklung. Sowohl der US-Dollar als auch der Euro legten auf handelsgewichteter Basis zu.
- Im Gegenzug verbuchten Schwellenländerwährungen und der japanische Yen Verluste.

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 - 30.06.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

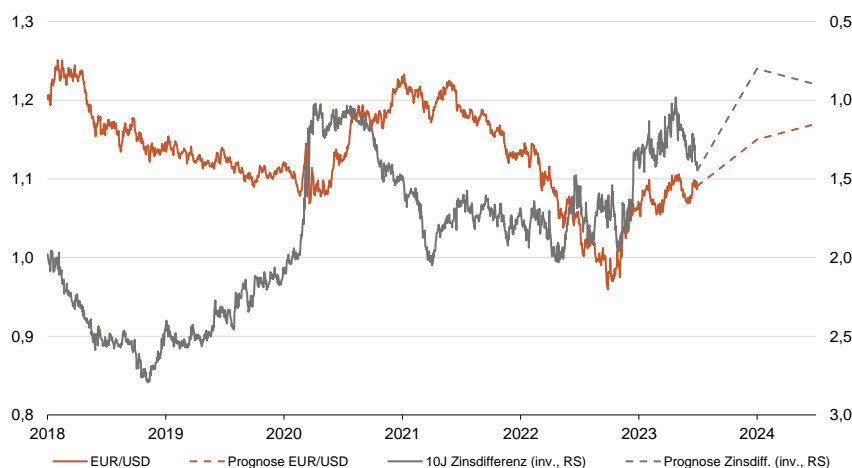


- Am schwächsten entwickelten sich asiatische Währungen über den letzten Monat. Vor allem der chinesische Yen verbuchte Verluste aufgrund der schwächeren als erwarteten Konjunktur und den gesunkenen Zinsen im Reich der Mitte.
- Bitcoin legte jüngst kräftig zu, nachdem der SEC abermals Anträge auf Bitcoin-ETFs vorgelegt wurden. Bis dato gibt es in den USA noch keinen Krypto-ETF.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 30.06.2023

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



- Der Aufwärtstrend der Vorwochen im EUR/USD kam zuletzt zum Erliegen. Das Währungspaar schwankte um die Marke von 1,09.
- Sowohl für die EZB als auch für die Fed haben die Anleger ihre Leitzinserwartungen in den letzten Wochen nach oben geschraubt. Klare Impulse in die eine oder andere Richtung blieben damit aus.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 30.06.2024



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (02.06.23 - 30.06.23)	■ YTD (30.12.22 - 30.06.23)	30.06.22	30.06.21	30.06.20	30.06.19	29.06.18
			30.06.23	30.06.22	30.06.21	30.06.20	30.06.19
Zyklische Konsumgüter	2,8	23,7	36,1	-22,6	54,6	-9,4	3,5
Versorger	1,5	11,6	15,3	-2,5	10,5	12,7	15,4
Finanzen	0,7	10,5	22,0	-3,5	33,3	-18,9	-3,0
Value	0,5	7,9	14,3	-0,6	27,1	-15,4	-0,1
Industrie	0,2	17,1	29,5	-17,1	40,9	-4,4	5,9
Telekommunikation	0,1	9,1	-4,4	-1,4	18,4	-13,4	1,7
Informationstechnologie	0,0	26,3	32,7	-23,5	35,2	12,1	7,0
Basiskonsumgüter	-0,1	5,4	5,2	-0,7	14,4	-1,4	12,0
Growth	-0,2	14,4	19,2	-12,8	28,6	4,1	8,9
Energie	-0,5	-2,1	10,6	38,6	23,7	-38,5	-1,9
Grundstoffe	-0,9	1,6	9,0	-10,0	41,7	-3,7	1,0
Gesundheit	-1,7	7,4	6,0	7,1	8,4	16,9	14,3

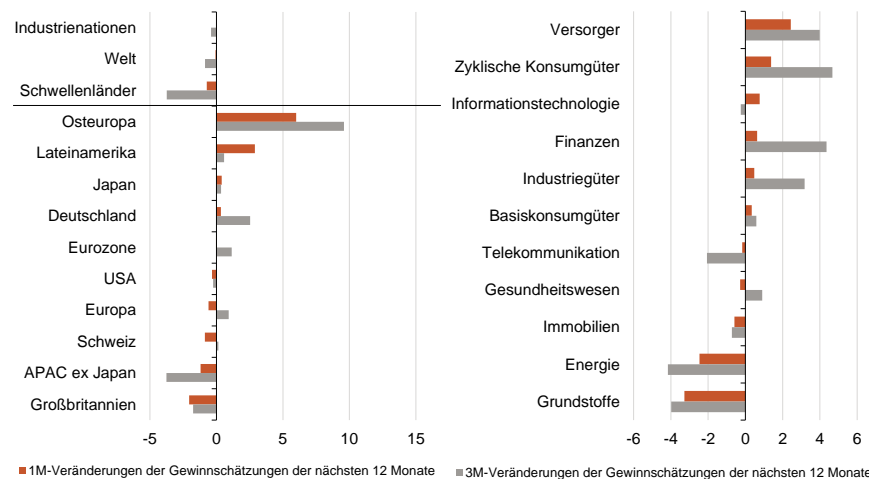
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Zyklische Konsumgüter legten erneut deutlich zu. Der Markt scheint sich an das „higher for longer“-Narrativ gewöhnt zu haben. Auch Finanztitel und Versorger konnten in den letzten Wochen zulegen.
- Die Verlierer waren die defensiven Gesundheitswerte.
- Value-Werte entwickelten sich besser als Wachstums-Titel.

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: 29.06.2018 - 30.06.2023

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

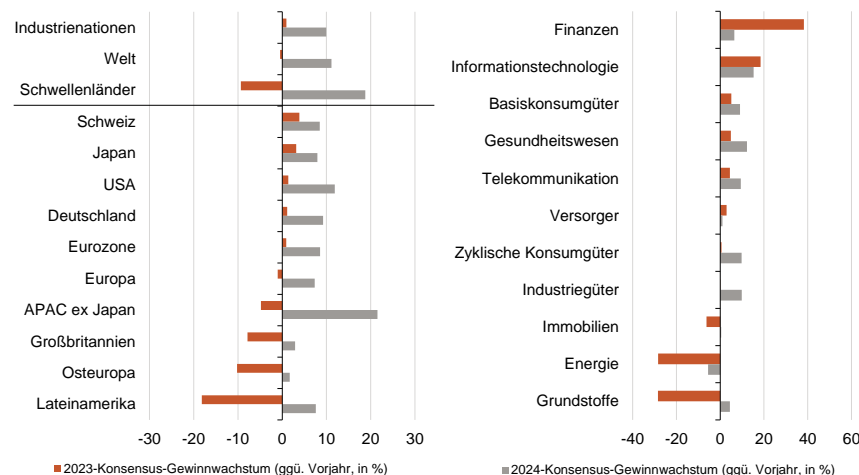


- Osteuropäische und lateinamerikanische Aktien erfuhren in den letzten vier Wochen deutlich positive Gewinnrevisionsen. Negative Gewinnrevisionsen waren hingegen vor allem bei APAC ex Japan und Großbritannien zu beobachten.
- Bei den europäischen Sektoren haben die Analysten die Gewinnerwartungen insbesondere bei Versorger und Zyklische Konsumgüter angehoben. Energie- und Grundstoffaktien erfuhren hingegen negative Gewinnrevisionsen.

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: 30.06.2023

## Gewinnwachstum



- Trotz zuletzt positiver Gewinnrevisionsen erwartet der Konsens weiterhin ein deutlich negatives Gewinnwachstum bei Osteuropa und Lateinamerika 2023. 2024 dürfte hingegen besser werden.
- Positives Gewinnwachstum 2023 dürften insbesondere die Schweiz, Japan und die USA erzielen.
- Bei den europäischen Sektoren erwarten die Analysten bei Finanztiteln das größte Gewinnwachstum 2023.

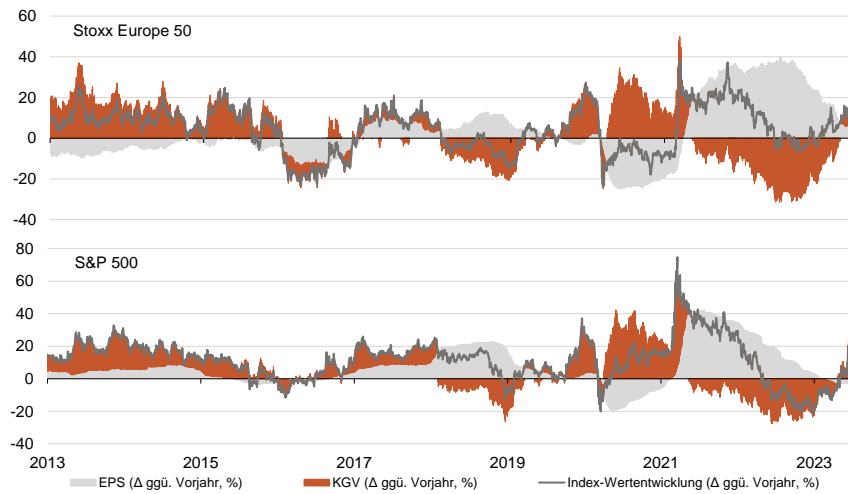
Vom Konsens erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik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

Quelle: FactSet, Stand: 30.06.2023





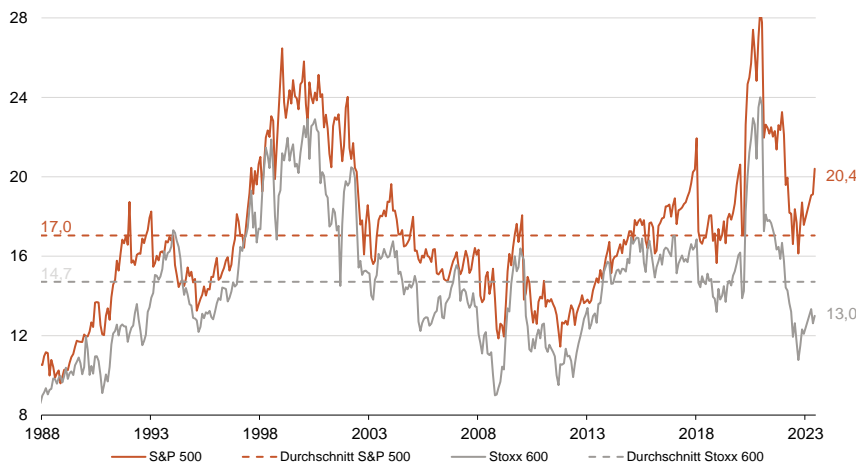
## Kontributionsanalyse



- Der Stoxx Europe 50 und der S&P 500 legten in den letzten 12 Monate zweifellos zu.
- Treiber der positiven Entwicklung war bei beiden Indizes eine Bewertungsausweitung.
- Die Gewinnentwicklung belastet beim S&P 500 hingegen leicht.

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 - 30.06.2023

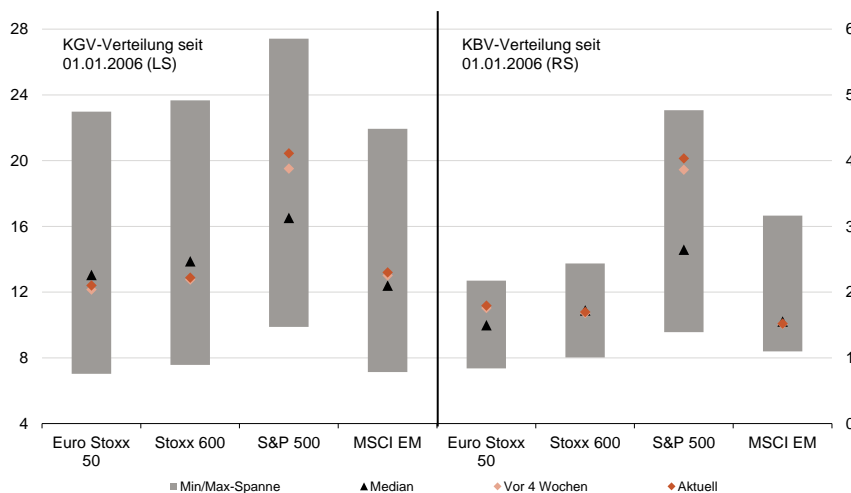
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Bewertung des S&P 500 und des Stoxx 600 hat sich zuletzt weiter voneinander entfernt. Der S&P 500 erfuhr eine Bewertungsausweitung auf 20,4x, während das KGV des Stoxx 600 auf 13x gefallen ist.

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 - 30.06.2023

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

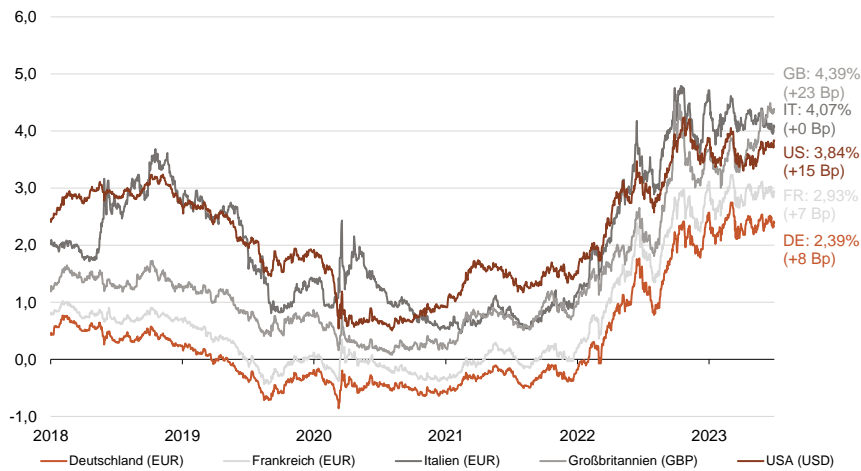


- In den letzten vier Wochen sind alle gezeigten Indizes bewertungsseitig teurer geworden. Am deutlichsten ist die Bewertungsausweitung am KGV des S&P 500 zu erkennen.
- Auf Basis des KBV ist ebenfalls vor allem der S&P 500 teurer geworden.

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 - 30.06.2023



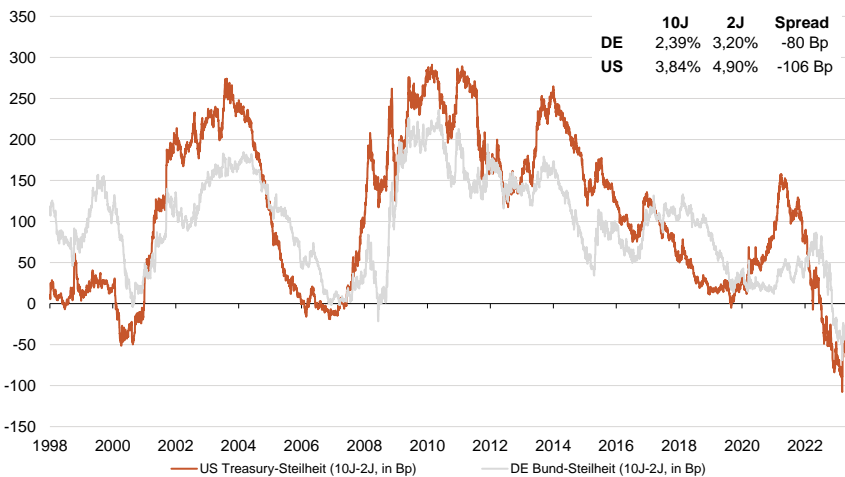
## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Die zuletzt wieder nach oben überraschende Inflation, stabile Konjunkturdaten und weiterhin restriktiv klingende Zentralbanken ließen die Renditen bei sicheren Staatsanleihen in den letzten vier Wochen erneut anziehen.
- Die deutlichsten Renditeerhöhung erfuhr mit über 15 Basispunkte (Bp) britische und US-Staatsanleihen.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 30.06.2023

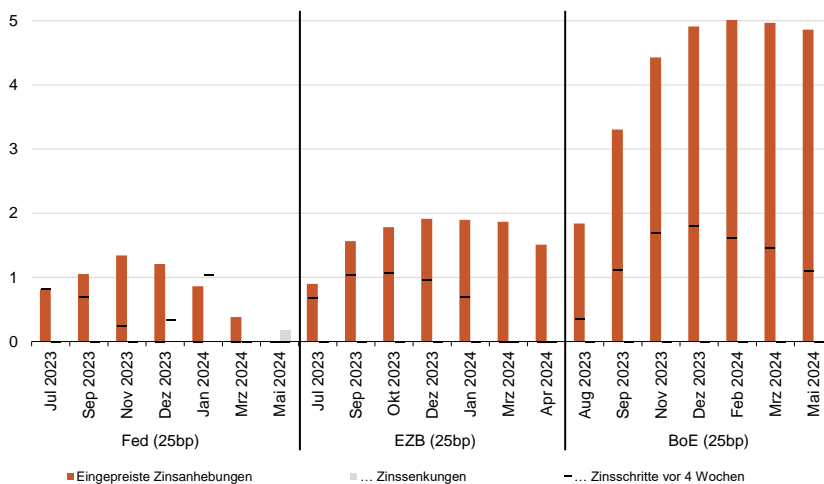
## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Zuletzt wieder bessere Arbeitsmarktdaten und hartnäckige Inflationszahlen ließen die US- und deutsche Renditestrukturkurve weiter invertieren. Die US-Renditestrukturkurve hat zuletzt die Marke von -100Bp gerissen und hat somit das Level von vor der SVB-Krise erreicht.

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 - 30.06.2023

## Implizite Leitzinsveränderungen

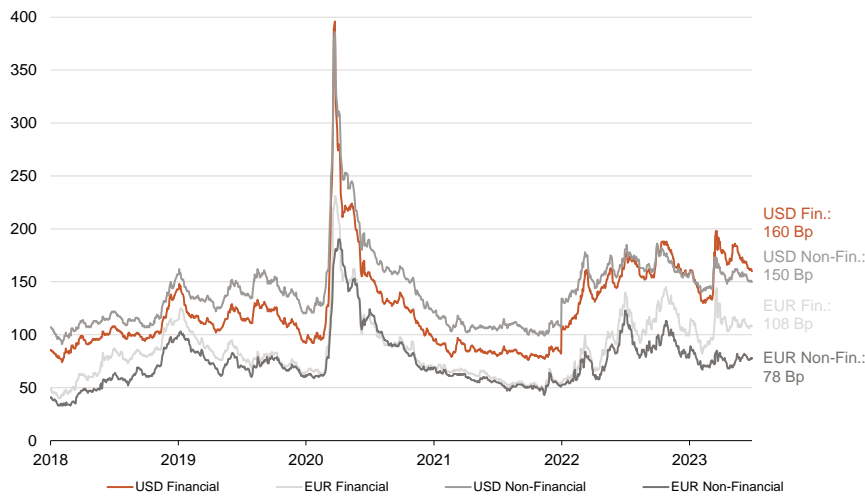


- Der Markt erwartet nach jüngst starken US-Konjunkturdaten eine weitere Zinserhöhung durch die Fed bis spätestens September 2023. Danach dürfte dann zumindest laut Markt Schluss sein.
- In Europa dürften die Zinssteigerungen nach den zuletzt hartnäckigen Inflationszahlen hingegen deutlicher ausfallen. Bei der EZB werden rund 50Bp und bei der BoE rund 125Bp bis zum Jahresende erwartet.

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: 02.06.2023 - 30.06.2023



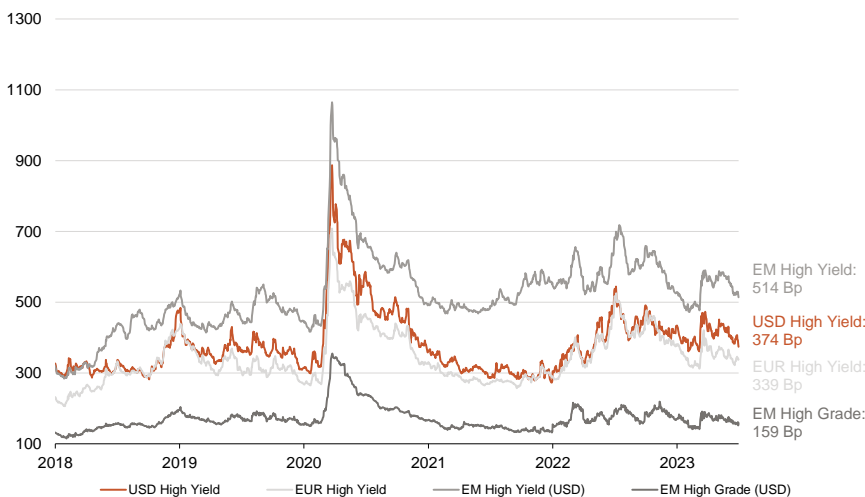
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei USD-IG-Unternehmensanleihen sind in den letzten zwei Wochen leicht gefallen. USD-Finanzanleihen erfuhren einen Spreadrückgang von 6Bp und USD-Nichtfinanzanleihen von 4Bp.
- EUR-IG-Unternehmensanleihen erfuhren hingegen kaum eine Veränderung der Risikoaufschläge.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 30.06.2023

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Bei Hochzinsanleihen entwickelten die Risikoaufschläge in den letzten zwei Wochen leicht nach unten.
- Im Durchschnitt sind die Spread in dem Risk-On-Umfeld um rund 10 Bp gefallen.

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 - 30.06.2023

## Anleihe-segmente in der Übersicht

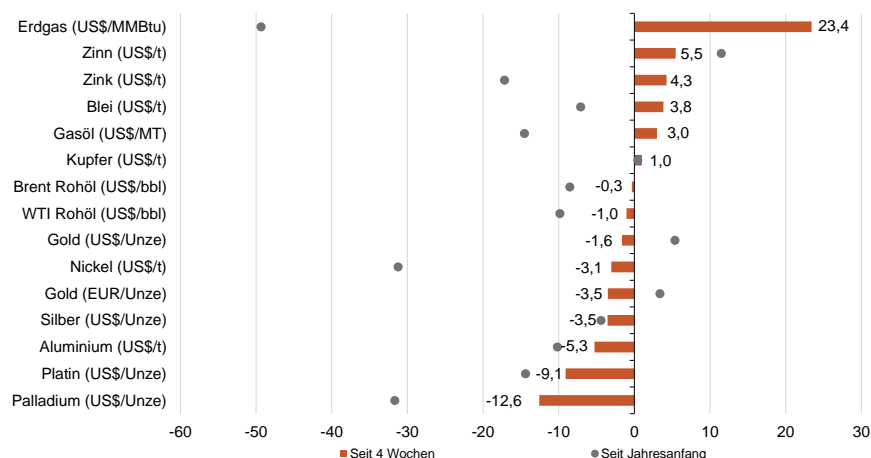
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	30/06/22 30/06/23	30/06/21 30/06/22	30/06/20 30/06/21	30/06/19 30/06/20	30/06/18 30/06/19
<b>EUR Government</b>	3,22	0,12	7,3	-	-	-	0,2	2,1	-4,9	-12,6	-0,1	2,7	6,5
Germany	2,64	0,15	7,4	-	-	-	-0,2	1,2	-6,0	-11,1	-2,0	1,1	5,1
<b>EUR Corporate</b>	4,42	0,16	4,6	89	-1	69	-0,1	2,0	0,0	-12,7	3,5	-0,4	4,7
Financial	4,71	0,18	3,9	109	0	81	0,0	1,7	-0,1	-10,6	3,1	0,0	4,5
Non-Financial	4,23	0,14	5,0	77	-1	62	-0,1	2,2	0,1	-13,9	3,8	-0,6	4,9
<b>EUR High Yield</b>	7,53	0,10	3,2	339	-10	51	0,6	4,4	8,8	-14,8	11,5	-1,9	5,6
<b>US Treasury</b>	4,36	0,23	6,5	-	-	-	-0,4	1,6	-2,5	-8,9	-3,4	10,8	7,3
<b>USD Corporate</b>	5,59	0,10	6,9	150	-10	68	0,5	3,2	1,4	-13,8	3,6	9,3	10,5
Financial	5,90	0,13	5,1	157	-13	83	0,3	2,7	1,3	-11,5	3,3	8,7	9,9
Non-Financial	5,45	0,09	7,8	147	-8	61	0,7	3,5	1,5	-14,8	3,8	9,6	10,8
<b>USD High Yield</b>	8,60	-0,20	4,1	374	-45	47	1,5	5,4	8,9	-12,7	15,6	-1,1	7,6
<b>EM High Grade</b>	5,81	0,13	5,3	159	-11	30	0,3	2,9	2,0	-13,2	4,2	5,0	9,0
<b>EM High Yield</b>	10,46	-0,49	3,9	514	-57	42	2,1	2,5	8,0	-23,7	12,9	1,8	10,8

- Hochzinsanleihen konnten sich entwicklungs-technisch erneut als bestes Anleihe-segment behaupten. Dabei entwickelten sich in den letzten vier Wochen USD-Hochzinsanleihen mit 1,5% besser als EUR-Hochzinsanleihen mit 0,6%.
- Noch besser entwickelten sich EM-Hochzinsanleihen mit 2,1%.

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: 30.06.2018 - 30.06.2023



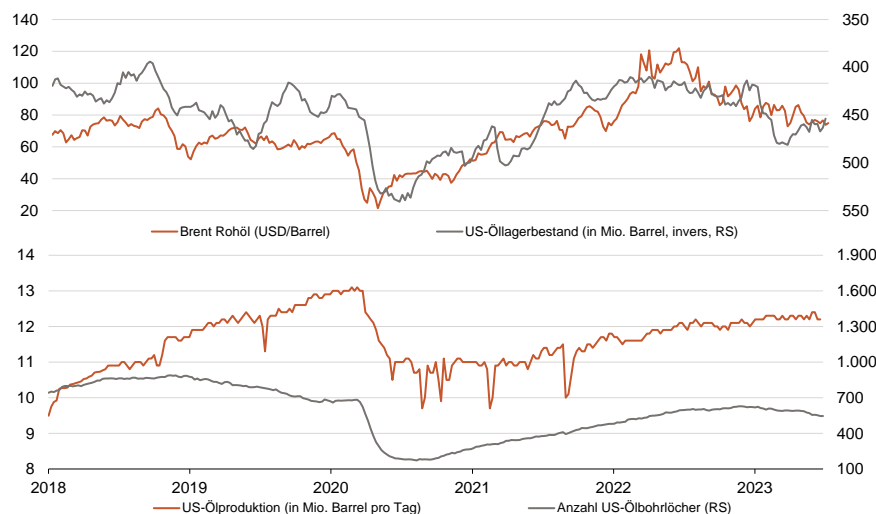
Performance Rohstoffe



- Die Rohstoff-Performance über die letzten vier Wochen war weiterhin recht heterogen. Während Edelmetalle eher die Nachzügler bildeten, gehörten Industriemetalle wie Zinn und Zink zu den Gewinnern.
- Die Angebotssituation für Kupfer bleibt weiter angespannt, da eine Erholung der Kupferproduktion in Chile, dem größten Produzenten mit ca. 30% an der globalen Produktion, weiterhin nicht erkennbar ist. Zuletzt haben die Regenfälle El Niño eine wichtige Miene zum Stillstand gebracht.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 30.06.2023

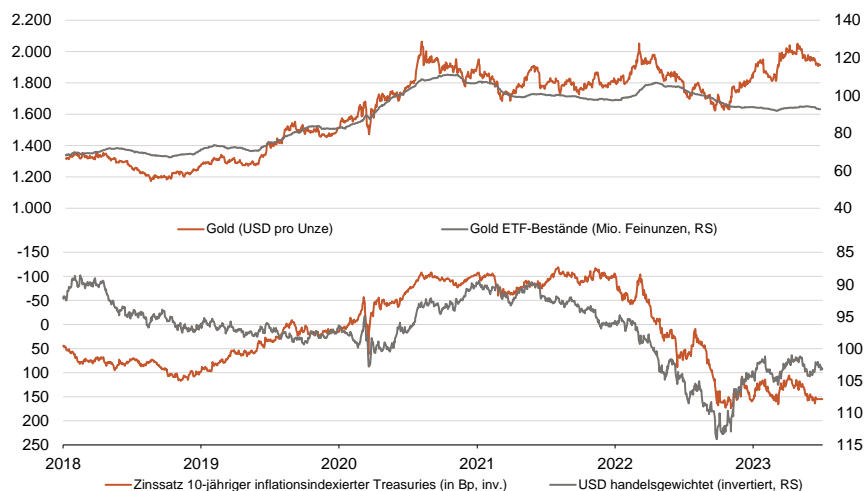
Rohöl



- Rohöls volatile „Grinding Lower“-Bewegung setzte sich über die letzten vier Wochen fort. Die anhaltende Preischwäche bleibt dabei von den Fundamentaldaten entkoppelt: in Asien deuten steigende Benzinimporte auf eine weniger schwache Ölnachfrage als zunächst vermuten lässt, gleichzeitig nahmen auch die US-Lagerbestände ab. Öl blieb davon jedoch unbeeindruckt – die Rezessionsorgen im Westen und die stotternde Erholung in China bleiben derzeit noch ein zu starker Gegenwind.

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 - 30.06.2023

Gold



- Von dem zunächst angespannt wirkenden Wagner-Putin-Konflikt in Russland profitierte Gold nur kurz und korrigierte dann schnell. Die robuster als erwartet eingetroffenen US-Arbeitsmarktdaten und Erwartungen weiterer Zinserhöhungen belasteten das Edelmetall zusätzlich und drückten es auf ein Dreimonatstief.

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 - 30.06.2023

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

## AUTOREN



**Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research**  
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation  
+49 69 91 30 90-501 | [ulrich.urbahn@berenberg.de](mailto:ulrich.urbahn@berenberg.de)



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

Datum: 03. Juli 2023

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

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

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