

Aktueller Marktkommentar

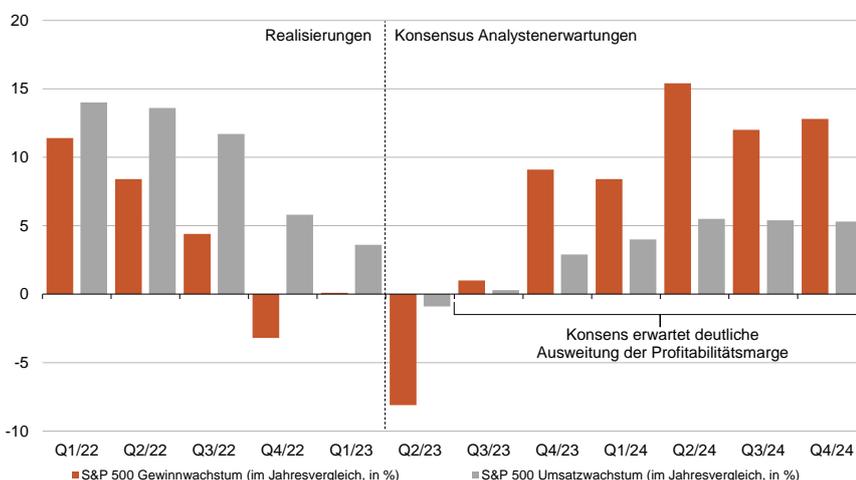
Nachdem in den vergangenen Monaten der Wachstumsausblick die Märkte dominierte, ist jüngst die Inflation zurück in den Fokus der Anleger gerückt. Zunächst herrschten noch Inflationssorgen infolge der starken ADP-Arbeitsmarktzahlen. Mit den jüngst geringer als erwarteten US-Inflationsdaten überwog dann aber schnell die Hoffnung, dass nach weiteren 25Bp der Fed nächste Woche der Zinserhöhungszyklus endlich sein Ende gefunden hat. Aktien als auch Anleihen legten daraufhin kräftig zu, die Volatilität und der US-Dollar fielen. In den kommenden Wochen dürfte die Berichtssaison in den Fokus rücken. Die Analysten haben zwar ihre Q2-Gewinnschätzungen deutlich heruntergeschraubt, die Erwartungen für das zweite Halbjahr und 2024 scheinen allerdings noch ambitioniert. Der Ausblick der Unternehmen dürfte also entscheidend sein. Bei hohen Bewertungen, ausgeprägter Anlegerpositionierung und nach starker YTD-Performance (z.B. Nasdaq-100 +43%) erachten wir eine defensivere Portfolioausrichtung daher für sinnvoll.

Kurzfristiger Ausblick

In den nächsten zwei Wochen berichten mehr als 50% der Unternehmen des S&P 500 und des STOXX Europe 600 nach Marktkapitalisierung. Zentralbankseitig wird es am 26. Juli bei der Sitzung der Fed und am 27. Juli bei der Sitzung der EZB interessant. Am 23. Juli finden zudem die Wahlen in Spanien statt.

Heute stehen neben dem Empire State Index (Jun.) das Q2-Wirtschaftswachstum, die Industrieproduktion (Jun.) und die Einzelhandelsumsätze (Jun.) für China an. Am Dienstag folgen die Einzelhandelsumsätze (Jun.) und die Industrieproduktion (Jun.) für die USA und am Mittwoch die Inflationsdaten (Jun.) für Großbritannien sowie die US-Wohnungsbaudaten (Jun.). Am Donnerstag werden die chinesischen Leitzinssätze, das französische Geschäftsklima (Jul.) sowie der Philadelphia Fed Index (Jul.) veröffentlicht und am Freitag die japanischen Inflationsdaten (Jun.). In der Folgewoche werden der ifo-Index (Jul.), die europäischen Inflationsdaten (Jul.) und die Einkaufsmanagerindizes (Jul.) für Europa und die USA publiziert.

Gewinnerwartungen ziehen ab Q4 deutlich an. Das scheint optimistisch.



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 und Zentralbanken geben den Ton an.

Inflation und Einkaufsmanagerindizes im Fokus

- Mit der Q2-Berichtssaison rücken Fundamentaldaten in den Fokus. Für den S&P 500 wird ein Gewinnrückgang um mehr als 5% erwartet. Niedrige Erwartungen, die robustere Wirtschaft in Q2 und der schwächere US-Dollar bergen Chancen auf positive Überraschungen.
- Für Q4 und danach sind die Analysten hingegen sehr optimistisch, was wir bei sich abschwächendem Wachstum, rückläufiger Inflation und steigenden Arbeitskosten für herausfordernd halten. Spannend dürfte daher der Ausblick sein, den die Unternehmen geben.

Quelle: Refinitiv I/B/E/S Global Aggregates, Zeitraum: 01.01.2022 - 31.12.2024



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (16.06.23 - 14.07.23)	■ YTD (30.12.22 - 14.07.23)	14.07.22	14.07.21	14.07.20	14.07.19	13.07.18
			14.07.23	14.07.22	14.07.21	14.07.20	14.07.19
Aktien Frontier Markets	2,3	4,5	-8,8	-0,9	30,3	-14,0	9,3
Brent	-7,4	2,0	-14,1	87,4	64,7	-37,3	-3,9
EUR Unternehmensanleihen	0,6	2,6	-1,2	-11,8	3,7	-0,3	4,6
Euro-Übernachteinlage	0,3	1,5	1,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4
REITs	-1,4	0,1	-15,1	1,5	26,8	-13,4	15,8
EUR Staatsanleihen	-0,2	1,5	-4,2	-7,4	0,6	0,9	3,4
Globale Wandelanleihen	-0,5	6,0	-0,4	-7,9	33,2	19,3	9,3
Aktien Industrienationen	-0,8	11,6	8,2	-0,9	31,7	3,2	9,5
Aktien Emerging Markets	-2,2	4,2	-2,6	-12,2	24,0	2,1	3,8
USD/EUR-Wechselkurs	-4,6	-2,7	-10,8	18,1	-3,7	-1,1	3,7
Gold	-2,6	2,2	2,0	10,6	-2,7	26,3	18,1
Industriemetalle	-12,7	-3,4	-2,0	6,6	35,1	-2,3	-0,7

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.

- Über die letzten vier Wochen hielt sich die Renditeentwicklung für die meisten Anlageklassen in Grenzen.
- Brent-Rohöl, einer der relativen Gewinner der letzten vier Wochen, verzeichnete jedoch zwischenzeitlich den stärksten Wochenanstieg seit knapp drei Monaten.
- Die zusätzlichen Produktionskürzungen durch Saudi-Arabien und Russland gaben dem Energierohstoff Rückenwind.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 13.07.2018 - 14.07.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (16.06.23 - 14.07.23)	■ YTD (30.12.22 - 14.07.23)	14.07.22	14.07.21	14.07.20	14.07.19	13.07.18
			14.07.23	14.07.22	14.07.21	14.07.20	14.07.19
MSCI EM Osteuropa	0,8	25,4	38,6	-82,2	31,2	-17,4	21,6
MSCI USA Small Caps	0,5	6,3	4,4	-3,4	50,3	-9,1	1,8
Euro Stoxx 50	0,2	18,5	32,9	-15,0	25,7	-3,0	4,1
Stoxx Europa Zyklisch	-0,4	12,8	23,8	-16,9	35,6	-4,7	-0,7
S&P 500	-0,5	12,8	7,5	4,1	33,9	6,9	13,7
Stoxx Europa Small 200	-0,6	7,3	8,4	-21,9	40,3	-3,2	0,5
DAX	-1,5	15,7	28,6	-20,7	24,3	3,0	-1,7
Stoxx Europa 50	-1,6	10,7	18,9	-1,4	20,4	-1,8	6,5
MSCI EM Asien	-2,4	3,7	-5,3	-12,0	22,5	12,4	0,2
Stoxx Europa Defensiv	-2,6	4,8	6,8	6,0	12,5	2,7	5,2
MSCI Großbritannien	-3,3	4,7	7,4	6,7	26,4	-17,2	0,9
MSCI Japan	-3,5	9,5	8,3	-8,0	20,9	1,9	1,6

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; MSCI Japan: MSCI Japan TR; Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; MSCI USA Small Caps: MSCI USA Small Caps TR; Stoxx Europa Zyklisch: Stoxx Europe Cyclical TR; Stoxx Europa Defensiv: Stoxx Europe Defensives TR; DAX: DAX TR; MSCI Großbritannien: MSCI UK TR; MSCI EM Asien: MSCI EM Asia TR; MSCI EM Osteuropa: MSCI EM Eastern Europe TR.

- Die Aktienmärkte blieben über die letzten vier Wochen durchwachsen. US-Small Caps und osteuropäische Aktien lagen vorne. Auf Sektor- und Style-Ebene outperformten in Europa über die letzten vier Wochen zyklische Aktien ihre defensiven Pendanten.
- Regional gaben britische Aktien, asiatische Schwellenländer und japanische Aktien am deutlichsten nach. Nachdem japanische Aktien Anfang Juli ein 33-Jahres-Hoch erreicht hatten, setzte nun eine leichte Konsolidierung ein.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 13.07.2018 - 14.07.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (16.06.23 - 14.07.23)	■ YTD (30.12.22 - 14.07.23)	14.07.22	14.07.21	14.07.20	14.07.19	13.07.18
			14.07.23	14.07.22	14.07.21	14.07.20	14.07.19
USD Hochzinsanleihen	1,1	6,6	8,7	-11,9	14,4	0,1	7,2
EUR Finanzanleihen	0,8	2,6	-1,1	-11,0	3,6	-0,3	4,5
USD Unternehmensanleihen	0,6	3,6	1,5	-14,0	2,5	11,4	9,2
EUR Nicht-Finanzanleihen	0,4	2,7	-1,4	-12,3	3,7	-0,3	4,6
Chinesische Staatsanleihen	0,3	3,0	4,5	4,5	4,3	4,0	5,8
Deutsche Staatsanleihen	0,0	1,1	-8,2	-10,2	-1,3	1,8	4,2
EUR Hochzinsanleihen	0,0	4,9	7,9	-13,8	11,0	-1,8	4,9
Italienische Staatsanleihen	-0,5	4,3	-2,5	-13,4	5,0	4,9	8,8
Britische Staatsanleihen	-1,2	0,0	-17,3	-14,4	0,8	10,1	4,1
EM-Staatsanleihen (lokal)	-0,7	4,8	5,7	-7,5	0,8	-3,8	12,5
EM-Staatsanleihen (hart)	-1,0	0,0	-0,7	-9,5	2,9	-0,1	14,3
US-Staatsanleihen	-2,9	-3,4	-12,9	7,1	-6,5	10,2	10,3

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

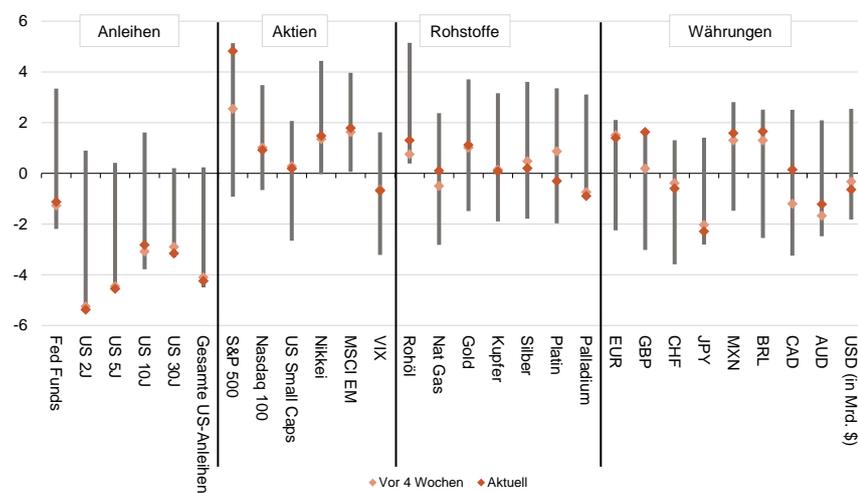
- Die Renditen sicherer Staatsanleihen stiegen über die letzten vier Wochen leicht an. Der robuste US-Arbeitsmarkt und die anhaltend hohe Kerninflation in Europa führte zu festeren Erwartungen an weitere Zinserhöhungen.
- Zuletzt sorgte der starke Inflationrückgang in den USA für einen Rückgang der Renditen insbesondere mit kurzer Laufzeit. Infolgedessen verflachte sich die US-Renditestrukturkurven leicht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 13.07.2018 - 14.07.2023



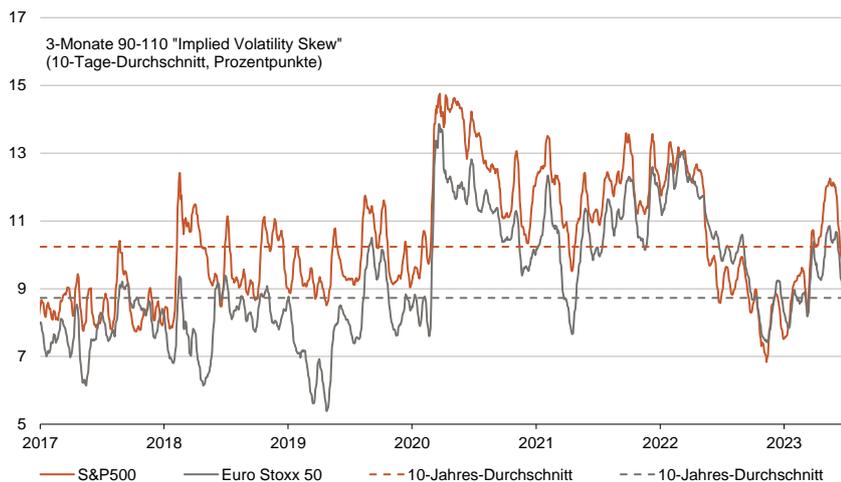
Spekulative Positionierung



- Im Vergleich zum Vormonat haben Anleger ihre Positionen in US-Aktien massiv erhöht. Die Fallhöhe bei schlechten Nachrichten ist damit gestiegen.
- Die ausgeprägte Long-Positionierung im Pfund wirkt ebenfalls anfällig, sollte die BoE nicht so beherzt die Zinsen erhöhen, wie viele Anleger es mittlerweile erwarten.

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: 11.07.2013 - 11.07.2023

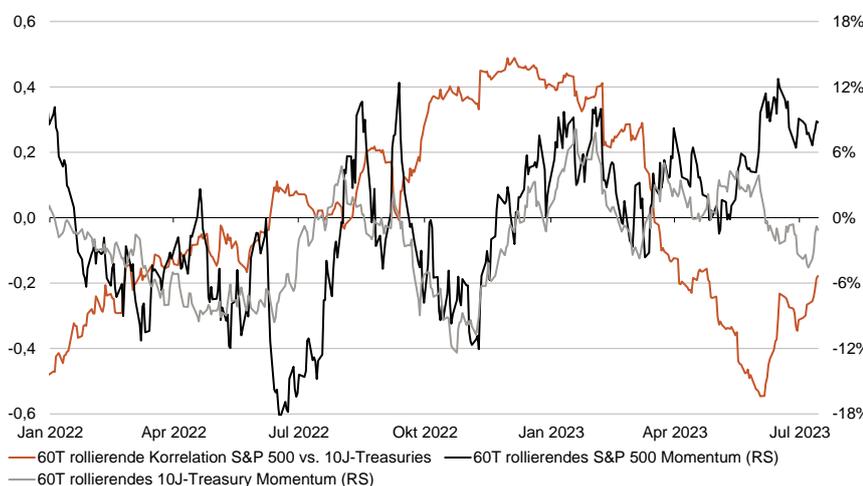
Put-Call-Skew



- Die Put-Call-Skew hat sich in den letzten Wochen sowohl für europäische als auch für US-Aktien stabilisiert und notiert nahe dem historischen Durchschnitt.
- Obwohl der S&P 500 auf dem höchsten Stand seit Anfang 2022 steht, ist die Skew heute deutlich flacher. Dies hängt aber vor allem auch mit dem heute niedrigeren Level der Volatilität zusammen.

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: 14.07.2013 - 14.07.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

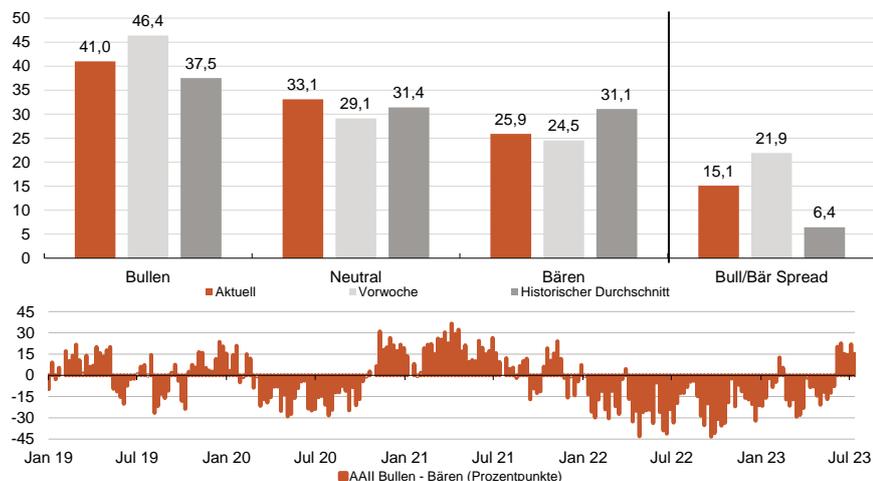


- Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen über die letzten 60 Tage nähert sich der Nulllinie an. Über kürzere Zeiträume ist sie sogar schon positiv.
- Das Momentum von US-Aktien bleibt positiv. Entsprechend dürften CTAs mittlerweile deutlich „long“ sein (siehe auch CFTC-Positionierung).

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 - 14.07.2023



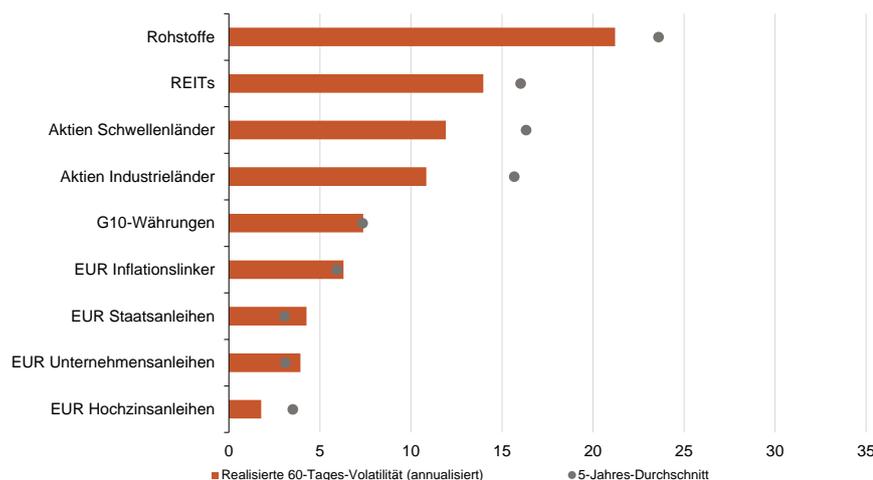
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung der US-Privatanleger ist etwas schlechter als in der Vorwoche, aber liegt mit einem Bull/Bär-Spread von 15 Pp immer noch deutlich über dem historischen Durchschnitt von 6 Pp.
- Die Stimmung ist nun schon die sechste Woche infolge positiv. Das haben wir zuletzt im November 2021 gesehen.

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 - 13.07.2023

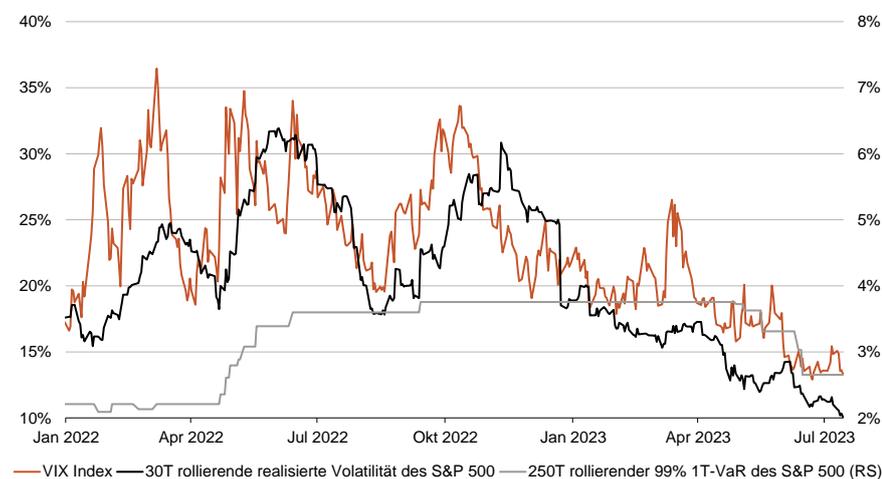
Realisierte Volatilitäten



- Da sich die Marktteilnehmer aktuell wieder vor allem auf die Inflation und die Zentralbanken fokussieren, bleibt die Zinsvolatilität überdurchschnittlich hoch, wie Staats- und Unternehmensanleihen zeigen.
- Die Aktienmärkte sind hingegen weiter vergleichsweise ruhig.

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: 14.07.2018 - 14.07.2023

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

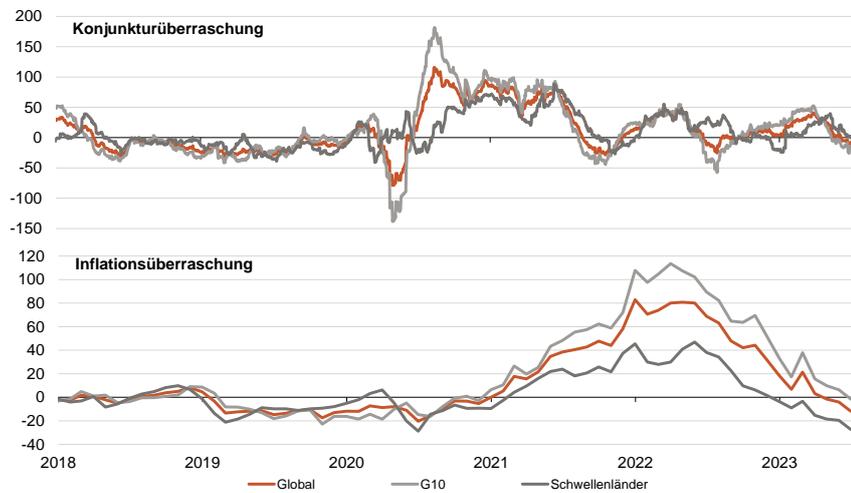


- Als ADP überraschend starke US-Arbeitsmarktdaten veröffentlichte, übertraf der VIX Anfang Juli kurzzeitig die Marke von 15, da Anleger restriktivere Zentralbanken fürchteten. Mit den darauffolgend schwächer als erwarteten offiziellen Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten sank die implizite Volatilität allerdings wieder Richtung Jahrestiefs.

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 - 14.07.2023



Global

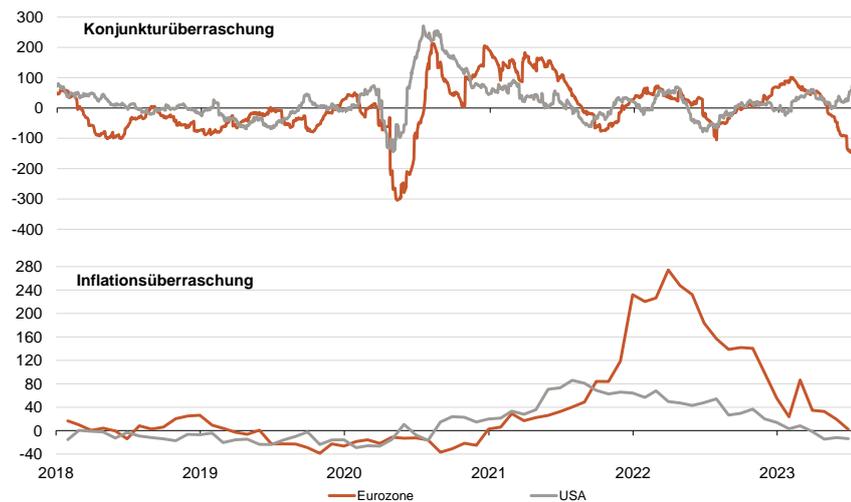


- Der Trend von überwiegend negativen Konjunkturüberraschungen scheint auf globaler Ebene abzunehmen.
- Die Konjunkturdaten in den Schwellenländern drehten sogar wieder ins Positive. In China überstiegen die Caixin-Einkaufsmanagerdaten für das verarbeitende Gewerbe die Erwartungen und deuten mit einem Wert von über 50 nun wieder auf eine progressive Industriekaktivität. Die Verbraucher- und Produzenten-Inflationsdaten überraschten hingegen nach unten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 14.07.2023

Eurozone & USA

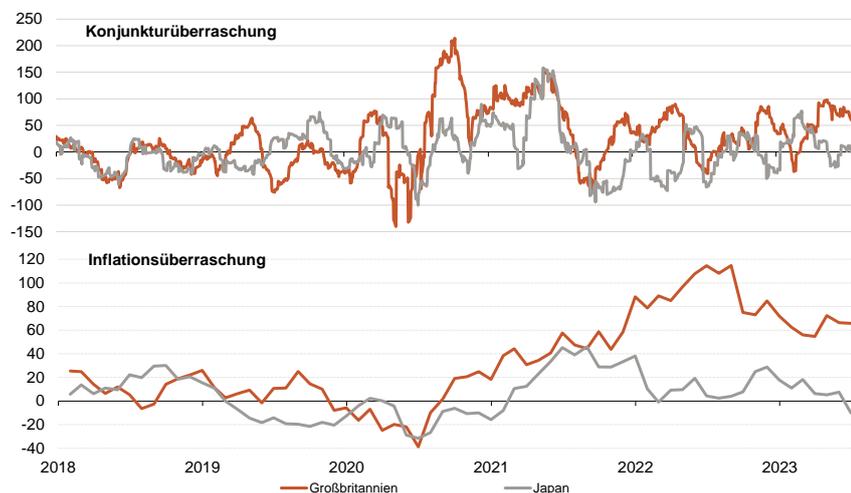


- Die Konjunkturdaten in den USA halten sich weiter überraschend robust. Die Beschäftigungsdaten außerhalb der Landwirtschaft blieben schwächer als erwartet, während die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung für Mitte Juli leicht unter den Erwartungen lagen. Die Inflation im Monatsvergleich blieb kühler als erwartet. Der Stimmungsindikator der Universität Michigan lag zudem deutlich über den Erwartungen auf dem höchsten Niveau seit September.
- Anders das Bild in der Eurozone: Hier wurden die Daten jüngst weiter schlechter. Zuletzt enttäuschten die PMI-Einkaufsmanagerdaten.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 14.07.2023

Großbritannien & Japan



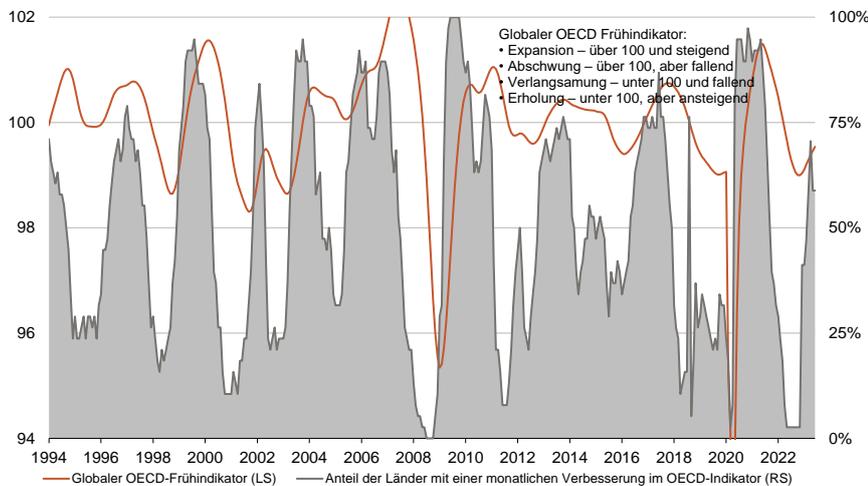
- In Großbritannien lag die Industrieproduktion unter den Erwartungen, während die Einkaufsmanagerdaten positiv überraschten.
- In Japan blieben die Kernmaschinenbestellungen deutlich unter den Erwartungen zurück.

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 - 14.07.2023



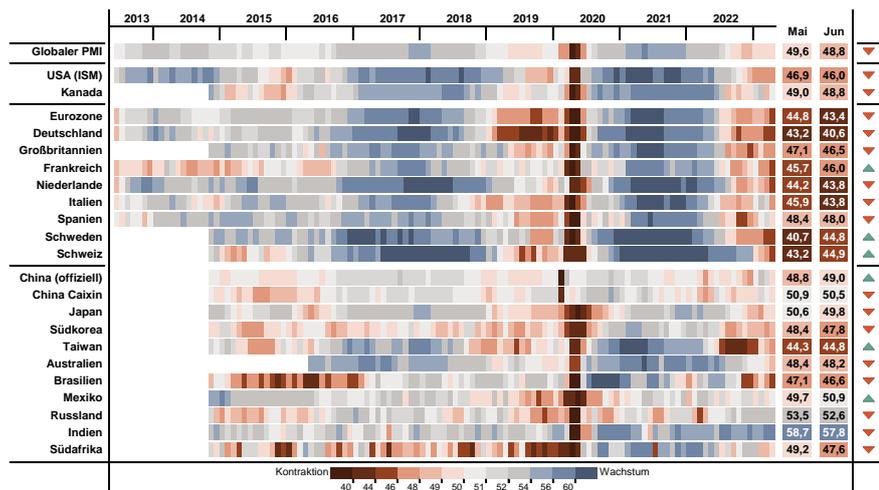
OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator zeigt nun schon den siebten Monat in Folge eine steigende Tendenz – bleibt jedoch noch unter 100. Damit befindet sich die Weltwirtschaft weiter in der Erholung.
- Die Anzahl der Länder, die eine monatliche Verbesserung im Indikator sahen, blieb unverändert auf 59%.

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

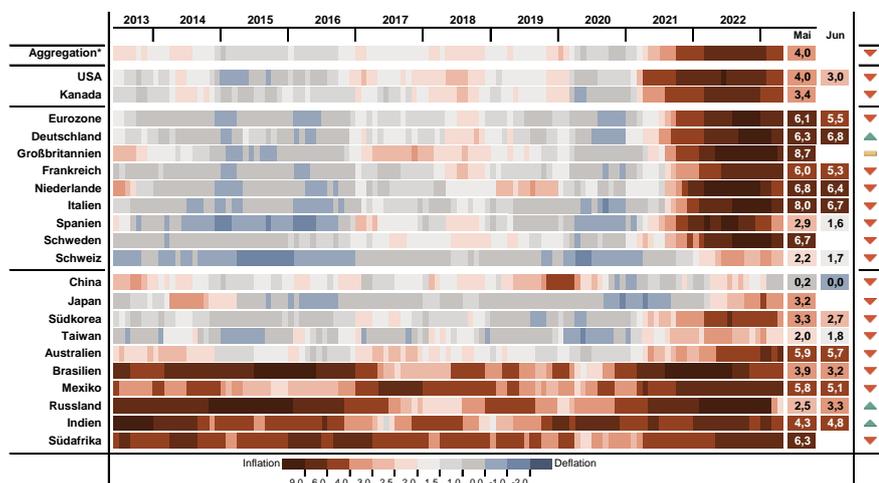
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die PMIs fallen im Juni erneut. Mit 46 Punkten ist der Einkaufsmanagerindex für die USA so negativ wie zuletzt während der Corona-Pandemie. Das Bild spiegelt sich auch auf globaler Ebene und in der Eurozone. Die Schwellenländer-Indizes sind hingegen gemischt. Die offiziellen China- und Taiwan-Daten verbesserten sich sogar zum Vormonat.

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: 14.07.2013 - 14.07.2023

Gesamtinflation

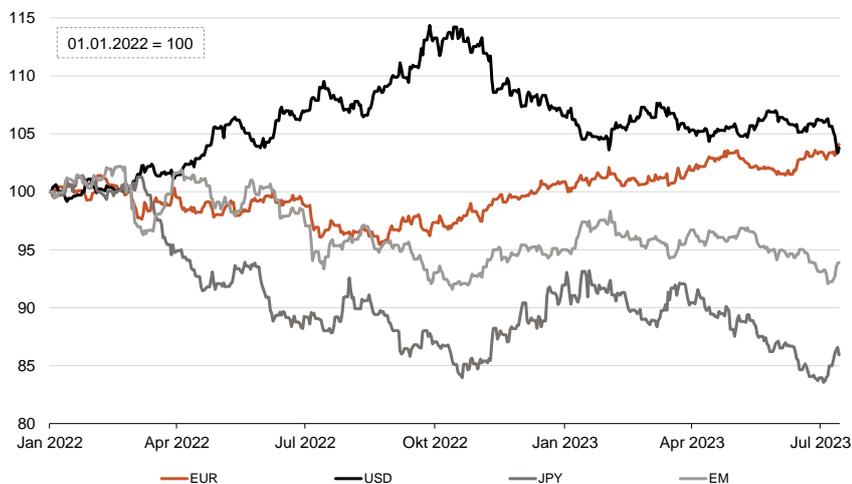


- Die Inflation in den USA ist im Juni auf 3% und damit auf das Niveau von Anfang 2021 gesunken. Ein Rückgang der Gebrauchtwagenpreise und Krankversicherungskosten sowie weniger stark steigende Unterkunftskosten waren die dominanten Treiber hinter dem Rückgang der Kerninflation im Monatsvergleich. In der Eurozone ist die Teuerungsrate im Monatsvergleich ebenfalls gesunken.

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: 14.07.2013 - 14.07.2023



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

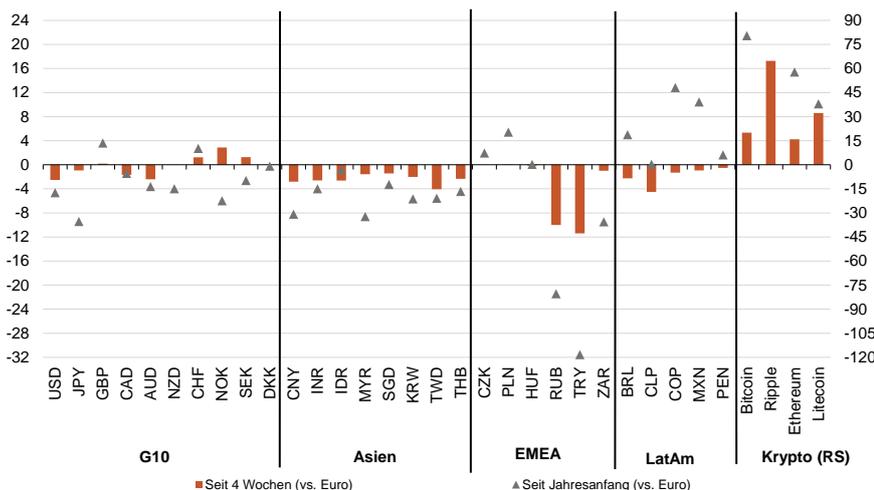


- Der US-Dollar verlor zuletzt merklich und notiert aktuell handelsgewichtet auf dem Tief von Anfang Februar. Mit jüngst etwas schwächeren Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten preisten Anleger Zinserhöhungen für nach dem Juli-Meeting des FOMC vollständig aus.
- Im Gegenzug werteten Schwellenländerwährungen, aber vor allem der japanische Yen auf, der nicht zuletzt wegen der hohen Short-Positionierung anfällig für einen positiven Ausbruch war.

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 - 14.07.2023

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

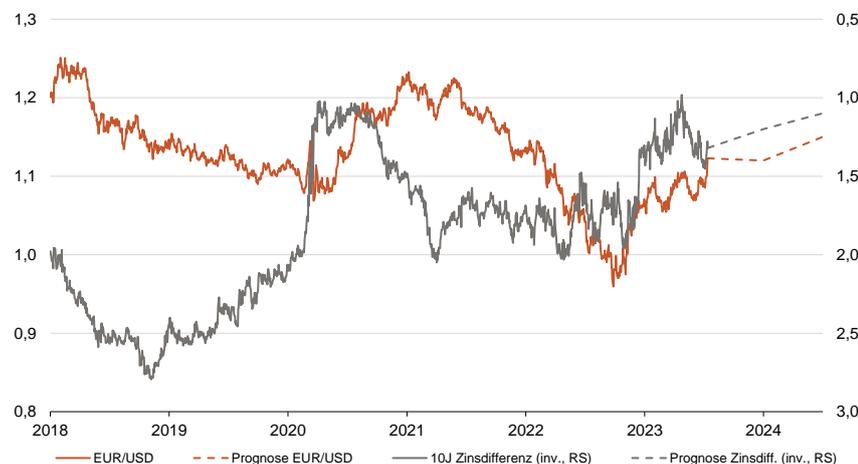


- Die meisten hier dargestellten Währungen haben gegenüber dem Euro aufgrund der falkenhaften EZB im letzten Monat nachgegeben.
- Eine der wenigen Währungen, die sich gegenüber dem Euro behaupten konnte, war die norwegische Krone. Die Norges Bank zeigte sich im Juni überraschend entschlossen. Sie erhöhte den Leitzins um 50 Bp und stellte noch zwei weitere Zinsschritte in Aussicht.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 14.07.2023

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Für den EUR/USD-Wechselkurs ging es in den letzten zwei Wochen steil nach oben. Erstmals seit Februar 2022 durchbrach er die Marke von 1,12.
- Erst der etwas schwächer als erwartete US-Arbeitsmarktbericht und dann die niedriger als erwarteten US-Verbraucherpreise ließen Anleger auf eine weniger restriktive Fed hoffen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 30.06.2024



Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (16.06.23 - 14.07.23)	YTD (30.12.22 - 14.07.23)	14.07.22	14.07.21	14.07.20	14.07.19	13.07.18
Informationstechnologie	1,3	28,7	37,1	-27,8	36,0	16,2	4,9
Zyklische Konsumgüter	0,4	24,8	35,2	-21,9	51,8	-8,3	2,6
Telekommunikation	0,3	9,6	-4,7	-1,3	18,7	-13,5	0,8
Finanzen	0,3	10,8	26,6	-6,7	28,6	-17,9	-0,9
Grundstoffe	-0,8	3,9	15,4	-15,4	39,7	2,6	-0,3
Basiskonsumgüter	-1,0	4,5	1,5	0,6	15,4	-2,6	11,7
Value	-1,1	7,6	16,6	-3,7	26,0	-14,6	-0,1
Growth	-1,2	14,1	16,3	-13,0	28,8	6,3	7,1
Industrie	-1,9	16,5	25,3	-17,0	41,4	-1,3	3,4
Versorger	-2,0	9,8	12,1	-4,1	10,9	13,4	13,6
Energie	-3,0	-4,6	18,3	30,0	20,7	-38,3	-1,7
Gesundheit	-4,6	4,3	1,0	7,0	10,4	19,4	8,7

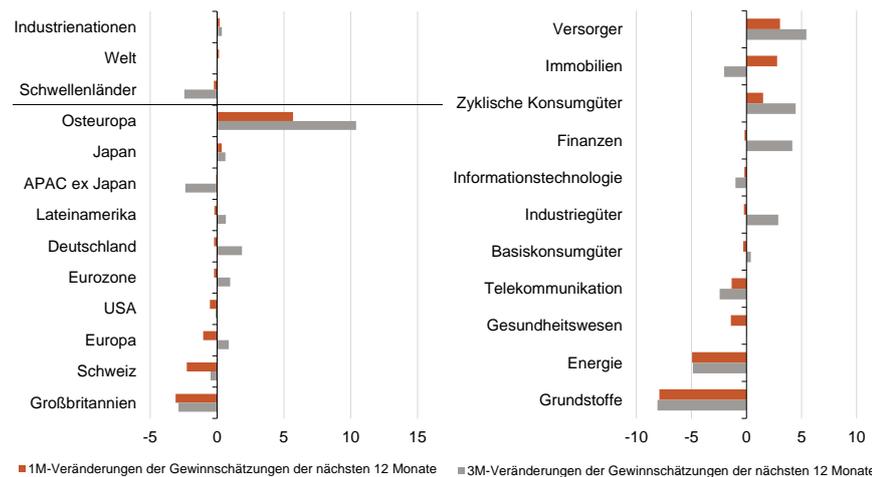
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: 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 legten nur wenige europäische Sektoren zu. Informationstechnologie und zyklische Konsumgüter-Aktien gehörten jedoch dazu.
- Deutlich an Wert verloren hingegen Gesundheitstitel.
- Value- und Growth-Titel insgesamt entwickelten sich recht ähnlich.

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: 13.07.2018 - 14.07.2023

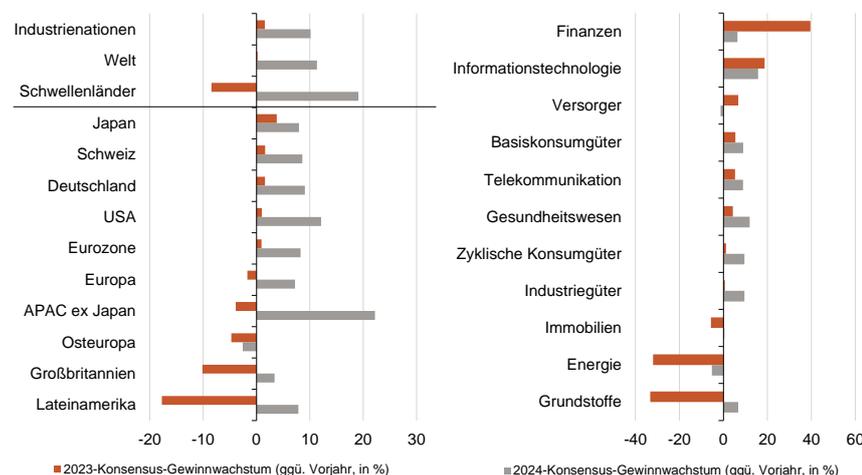
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Der Gewinnausblick für die nächsten 12 Monate hat sich global nicht wesentlich verändert.
- Bei den Schwellenländern haben die Analysten den Gewinnausblick hingegen erneut reduziert. Verantwortlich für den negativeren Ausblick waren APAC ex Japan und Lateinamerika. Positiv beitragen konnten Osteuropa und Lateinamerika.

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: 14.07.2023

Gewinnwachstum

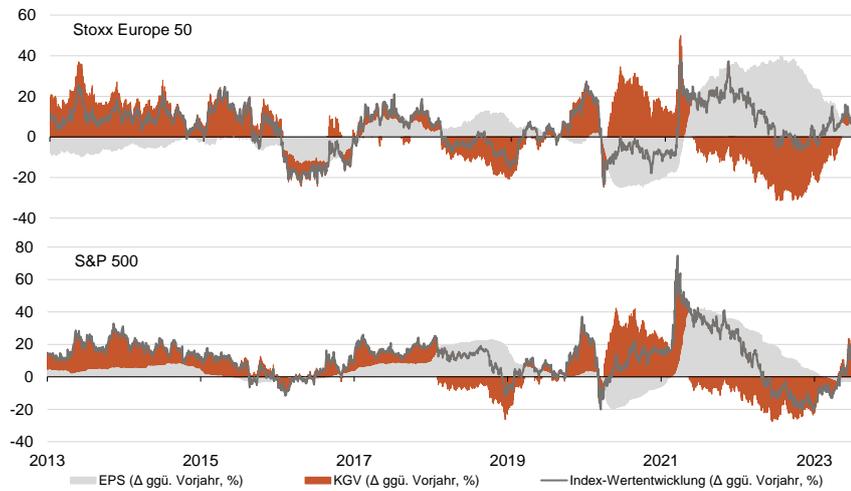


- 2023 dürfte das Gewinnwachstum laut Analysten global mau ausfallen. Für die Industrienationen wird ein Null-Wachstum erwartet. Bei den Schwellenländern dürften die Gewinne hingegen um knapp 10% fallen.
- Regional erwarten die Analysten für Japan das positivste und für Lateinamerika das negativste Gewinnwachstum 2023.

Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 14.07.2023



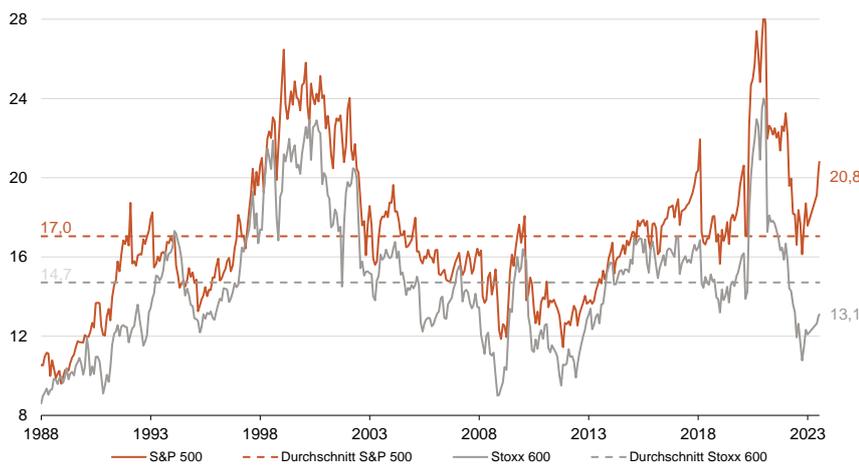
Kontributionsanalyse



- Die Gewinnentwicklung des Stoxx Europa 50 ist im Jahresvergleich wie bereits beim S&P 500 in den negativen Bereich gedreht.
- Somit ist die positive Entwicklung des Stoxx Europa 50 und des S&P 500 ausschließlich von der Bewertungsausweitung getragen.

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 - 14.07.2023

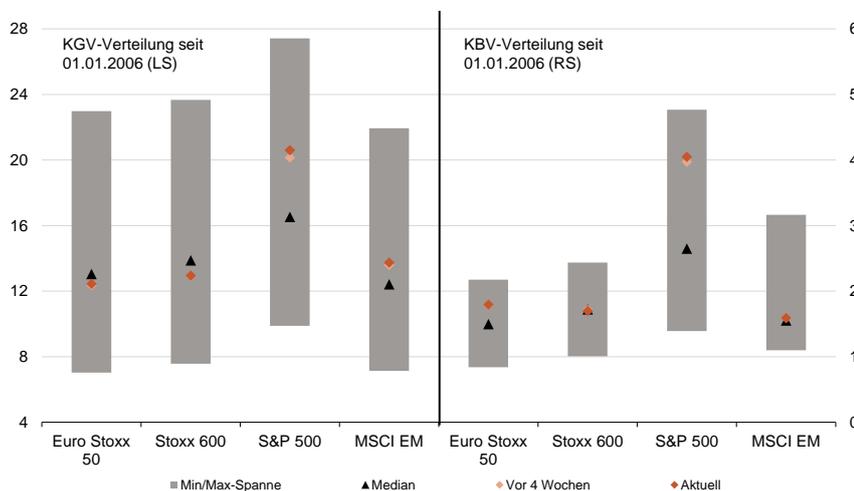
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Das Abkühlen der US-Inflation und somit fallende Zinsen trieben die Aktienmärkte weiter nach oben. Die Bewertungen des Stoxx 600 und S&P 500 sind zuletzt deutlich gestiegen.

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 - 14.07.2023

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

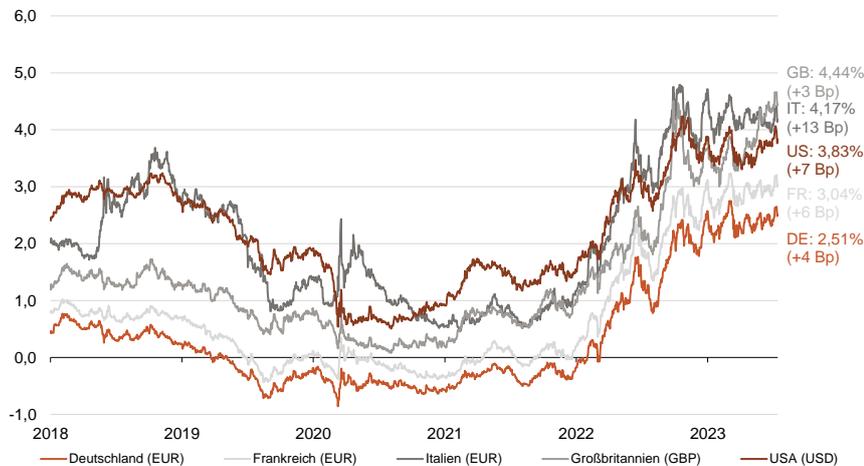


- Das KGV und das KBV des S&P 500 sind in den letzten zwei Wochen erneut gestiegen. US-Aktien sind auf Indexebene somit erneut teurer geworden.
- Schwellenländer- und europäische Aktien haben sich hingegen kaum verteuert und handeln nahe der historisch durchschnittlichen Bewertung.

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 - 14.07.2023



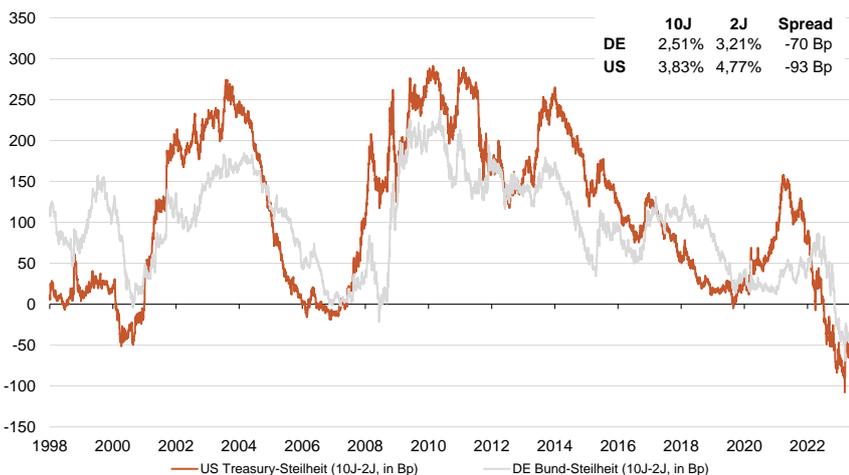
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Die Renditen sicherer Staatsanleihen stiegen in den zurückliegenden vier Wochen leicht. Die anhaltend hohe Kerninflation in Europa und der weiterhin starke US-Arbeitsmarkt bewegte die Rentenmärkte auf absehbare Zeit höhere Zinsen einzupreisen.
- Lediglich deutsche und französische Staatsanleihen schlossen nahe unverändert, wo schwache Daten aus dem verarbeitenden Gewerbe auf dem Wirtschaftsausblick lasten.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 14.07.2023

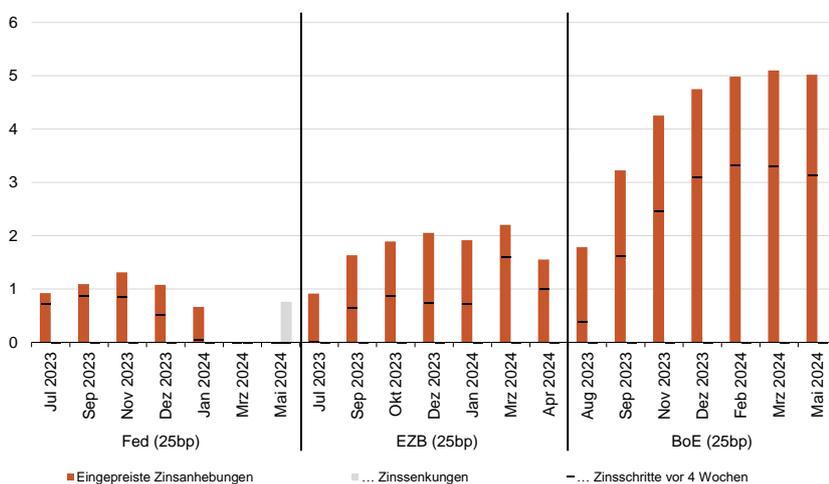
Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Die US-Renditestrukturkurve verzeichnete zum Monatsbeginn eine Inversion von mehr als 100Bp, ehe diese durch eine Rallye am kurzen Laufzeitenende wieder auf 84Bp zurückging.
- Mit -82Bp erreichten Bundesanleihen zwischenzeitlich die stärkste Inversion seit der Wiedervereinigung, ehe sich die Renditestrukturkurve wieder leicht verflachte.

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 - 14.07.2023

Implizite Leitzinsveränderungen

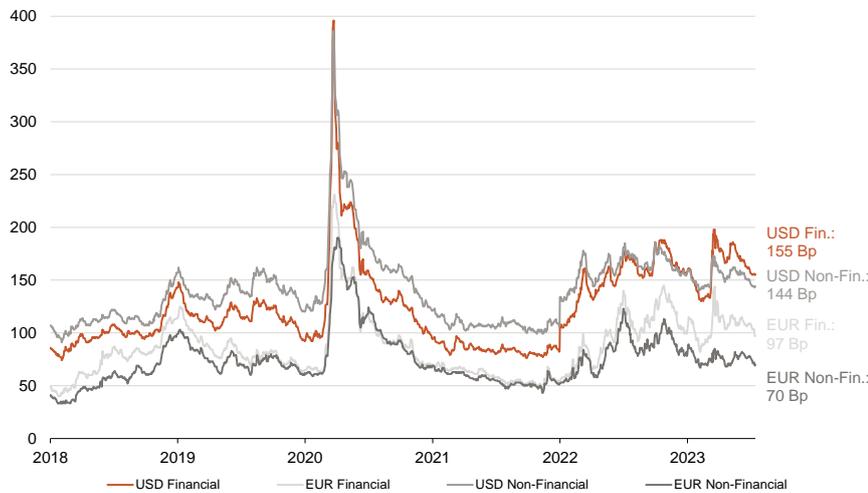


- Von der EZB werden nach wie vor zwei weitere Zinsschritte à 25Bp erwartet. Erste Zinssenkungen sind erst ab dem zweiten Quartal 2024 eingepreist.
- Im Vereinigten Königreich wird ein Spitzensatz von leicht über 6% im März 2024 eingepreist. In den USA wird ein letzter Zinsschritt wohl den Höhepunkt des Zinsanhebungszyklus einläuten, ehe die Fed nächstes Jahr die Zinsen senken könnte.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Änderung (Anzahl der Schritte) des Leitzinses zu ermitteln.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 16.06.2023 - 14.07.2023



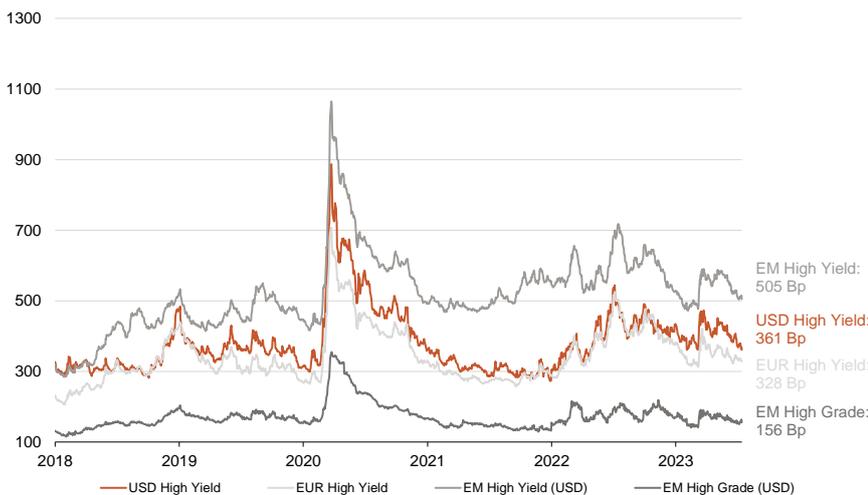
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge von EUR IG Unternehmensanleihen konnten in den zurückliegenden zwei Wochen weitere Spreadeinengungen verzeichnen. Dabei profitierten sowohl Finanz- als auch Nicht-Finanzanleihen vom positiven Risikosentiment mit einem Rückgang der Risikoaufschläge von jeweils 10Bp und 7Bp.
- IG Unternehmensanleihen in USD verzeichneten eine ähnlich starke Spreadeinengungen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 14.07.2023

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Auch Hochzinsanleihen profitierten maßgeblich von der Risikofreude des Marktes. Auf Index-Ebene konnten USD-Hochzinsanleihen eine Spreadeinengung von 25Bp verzeichnen, während EUR denominated Anleihen eine Ausweitung von 5Bp verzeichneten.
- Hochzinsanleihen aus Schwellenländern verzeichneten auch einen Rückgang der 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: 01.01.2018 - 14.07.2023

Anleihe-segmente in der Übersicht

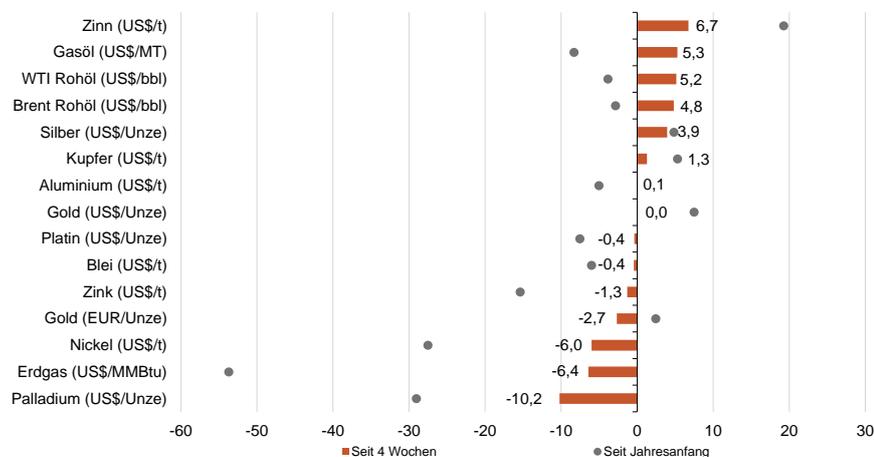
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	14/07/22 14/07/23	14/07/21 14/07/22	14/07/20 14/07/21	14/07/19 14/07/20	14/07/18 14/07/19
EUR Government	3,27	0,09	7,2	-	-	-	0,0	1,6	-6,4	-12,4	0,5	3,1	6,1
Germany	2,69	0,06	7,3	-	-	-	0,0	0,6	-8,2	-10,2	-1,2	1,8	4,2
EUR Corporate	4,35	0,02	4,5	81	-9	58	0,4	2,5	-1,3	-11,6	3,7	-0,2	4,5
Financial	4,61	0,02	3,8	97	-11	65	0,5	2,3	-0,9	-9,7	3,1	0,0	4,3
Non-Financial	4,18	0,02	5,0	70	-9	48	0,3	2,5	-1,5	-12,7	4,0	-0,4	4,6
EUR High Yield	7,41	0,11	3,1	328	-2	45	-0,1	4,9	7,9	-13,8	11,0	-1,8	4,9
US Treasury	4,31	0,02	6,4	-	-	-	0,2	1,8	-2,3	-9,5	-3,4	12,0	6,4
USD Corporate	5,52	-0,08	6,9	147	-11	66	1,0	3,6	1,5	-14,0	2,5	11,4	9,2
Financial	5,82	-0,07	5,1	155	-11	81	0,9	3,1	1,7	-11,8	2,7	10,0	9,0
Non-Financial	5,38	-0,08	7,7	144	-10	58	1,0	3,8	1,3	-14,9	2,4	12,0	9,4
USD High Yield	8,37	-0,22	4,0	361	-26	41	1,4	6,6	8,7	-11,9	14,4	0,1	7,2
EM High Grade	5,73	0,03	5,3	156	-2	27	0,5	3,3	3,1	-13,9	3,8	5,5	8,5
EM High Yield	10,26	-0,30	3,9	505	-21	39	1,1	3,4	12,3	-26,1	12,1	1,9	11,1

- Steigende Zinsen lasteten auf den Anleihekursen im vergangenen Monat. Sichere Staatsanleihen, die nicht von engeren Spreads profitieren konnten, waren hiervon am stärksten betroffen.
- EM-Hochzinsanleihen konnten durch deutliche Spreadeinengungen mit 1,1% eine positive Performance notieren. Nur USD-Hochzinsanleihen konnten mit 1,4% stärker abschneiden.

ICE BofA Indizes in folgender Abfolge: Euro Government; German Government; Euro Corporate; Euro Financial; Euro Non-Financial; Euro High Yield; US Treasury; US Corporate; US Financial; US Non-Financial; US High Yield; High Grade Emerging Markets Corporate Plus; High Yield Emerging Markets Corporate Plus. EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 14.01.2018 - 14.07.2023



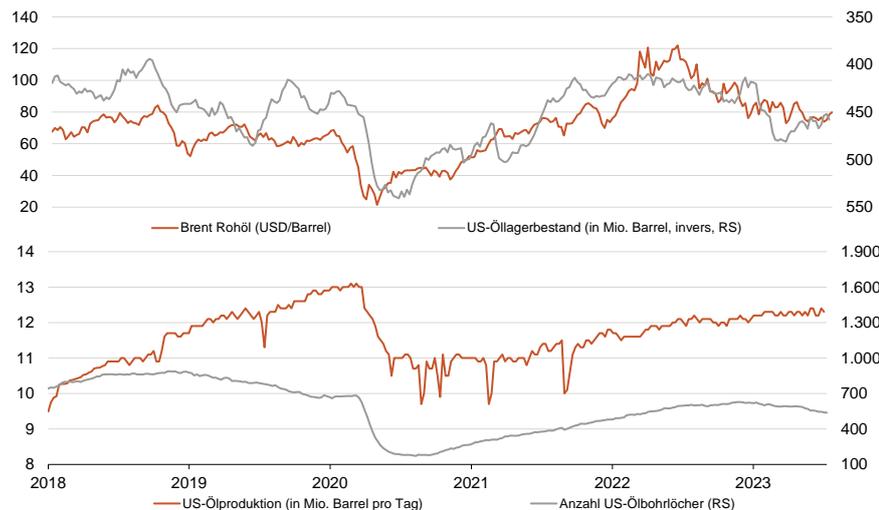
Performance Rohstoffe



- In den vergangenen vier Wochen verzeichneten Rohstoffe, mit der Ausnahme einiger Edelmetalle, einen Anstieg. Neben Öl und Gas behielten Zinn und Kupfer ihren Aufwärtstrend bei.
- Nicht nur durch die weiterhin schwierige Lage in Chile bleibt das Kupferangebot angespannt. Peru, der zweitgrößte Produzent, hat weiterhin mit dem Risiko politischer Unruhen und Ausschreitungen zu kämpfen, welche die Kupferförderung beeinträchtigen. Zuletzt sah sich die Regierung gezwungen einen wichtigen Seehafen militärisch zu bewachen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 14.07.2023

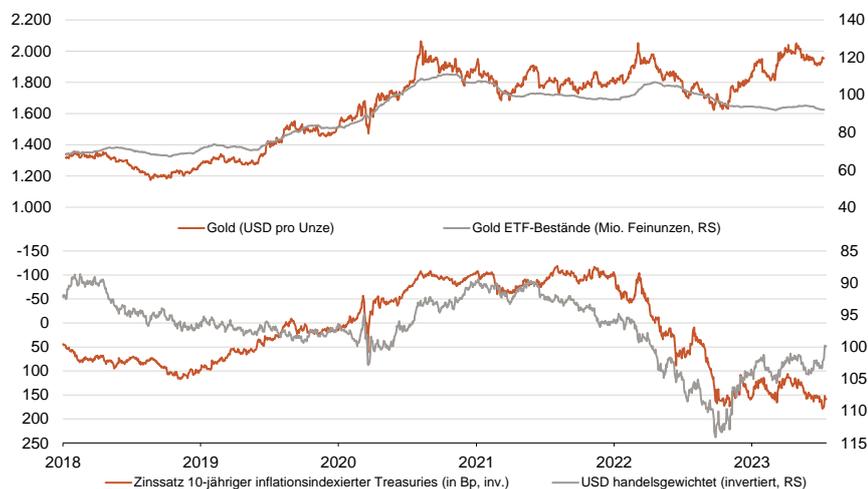
Rohöl



- Nach der volatilen Abwärtsbewegung der letzten Monate kam es mit den neuen Produktionskürzungen der OPEC zur Trendumkehr. Russland wird die Produktion ab August um 500.000 Barrel pro Tag senken. Saudi-Arabien wird seine Kürzung um 1,4 Millionen Barrel bis in den August verlängern.
- Brent notiert damit wieder auf dem höchsten Stand seit Anfang Mai. Nachdem die Netto-Long-Positionen bei Brent Anfang Juli auf ein 10-Jahres-Tief gefallen waren, kam es auch hier nun wieder zu einem leichten Aufbau.

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 - 14.07.2023

Gold



- Gold fiel Ende Juni mit den Erwartungen an weitere Zinserhöhungen zunächst wieder unter die Marke von 1.900 USD je Unze. Mit der kühler als erwarteten US-Inflation, welche Optimismus auf ein baldiges Ende des Zinserhöhungszyklus beflügelte, kletterte das Edelmetall dann wieder an der 1.950-Marke.

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 - 14.07.2023

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

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

AUTOREN



Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation
+49 69 91 30 90-501 | ulrich.urbahn@berenberg.de



Karsten Schneider, CFA | Analyst Multi Asset Strategy & Research

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



Ludwig Kemper, CFA | Analyst Multi Asset Strategy & Research

Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit
+49 69 91 30 90-224 | ludwig.kemper@berenberg.de



Philina Kuhzarani | Analyst Multi Asset Strategy & Research

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

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>.

Datum: 17. Juli 2023

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**
Fokus
Investment Committee
Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

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