

Aktueller Marktkommentar

Der August begann mit einem Mini-Schocker. Neben S&P stuft nun auch die Rating-Agentur Fitch die langfristige Kreditwürdigkeit der USA auf AA+ herab. Grund hierfür seien das steigende Haushaltsdefizit, die wachsende Staatsverschuldung und die ständigen Patt-Situationen in der politischen Führung bei Steuer- und Schuldenfragen. Die Kapitalmärkte reagierten auf die Nachricht mit erhöhter Volatilität, fallenden Aktienkursen und steigenden Anleiherenditen. Lediglich Energierohstoffe setzten ihre Rallye dank fundamentaler Knappheit unbeirrt fort.

Die US-Inflationsdaten für Juli kamen indessen wie erwartet rein und vermochten keine neuen Impulse zu geben. Anleger rechnen daher mit einer Zinspause für die September-Sitzung der Fed. Für Q1 nächstes Jahr wird die erste Zinssenkung gepreist. Angesichts auslaufender negativer Basiseffekte und den wieder gestiegenen Rohstoffpreisen dürfte die Inflation sich allerdings zusehends schwer tun weiter zu fallen, was die Wahrscheinlichkeit längerfristig hoher Zentralbankzinsen erhöht.

Kurzfristiger Ausblick

Die Q2-Berichtssaison neigt sich dem Ende entgegen – fast 90% der Unternehmen in den USA und Europa haben bereits berichtet. Nach den zwei großen Zentralbanksitzungen wird es in den nächsten Wochen geldpolitisch etwas ruhiger.

Am Dienstag werden die ZEW-Erwartungen für das deutsche Wirtschaftswachstum (Aug.), die Einzelhandelsumsätze (Jul.) für die USA und China, die chinesische Industrieproduktion (Jul.) und der Empire State Index (Aug.) veröffentlicht. Mittwoch folgen die BIP-Daten (Q2) und die Arbeitslosenzahlen (Q2) der Eurozone, sowie die Industrieproduktion der USA (Jul.) und Eurozone (Jun.). Am Donnerstag wird der Philadelphia Fed Index (Aug.) und Freitag die Verbraucherpreise (Jul.) der Eurozone veröffentlicht. In der Folgeweche wird der Erzeugerpreisindex (Jul.) und der IFO-Geschäftsklimaindex (Aug.) für Deutschland, sowie die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes (Aug.) für Deutschland, Frankreich, Großbritannien und die USA publiziert.

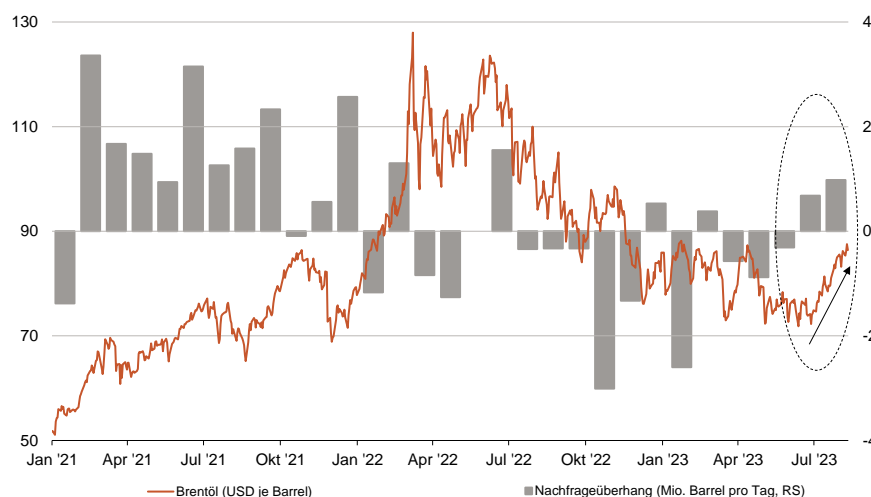
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Q2 Berichtssaison in den letzten Zügen

Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätze und Einkaufsmanagerindizes im Fokus

Mehr Nachfrage als Angebot - Knappheit beflügelt Rohölpreis



- Rohöl setzte mit verstärkten Zeichen eines Nachfrageüberhangs dem holprigen Jahresstart ein Ende. Das Angebots-Nachfragegefüge ist dabei doppelt knapp: Auf der Produktionsseite setzt die OPEC die freiwilligen Kürzungen fort, auf der Nachfrageseite stützen die Driving- und AirCon-Season im Westen und höhere Importe in China.
- Mit einer Performance von über 15% seit Beginn des dritten Quartals stellte sich Brentöl damit den erneut im Gleichlauf belasteten Aktien und Staatsanleihen als guter Ausgleich entgegen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2021 - 11.08.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.07.23 - 11.08.23)	YTD (30.12.22 - 11.08.23)	11.08.22	11.08.21	11.08.20	11.08.19	10.08.18
Brent	12,1	3,8	-6,1	96,7	60,2	-29,1	-14,4
Aktien Frontier Markets	6,2	11,0	-5,0	-3,4	37,4	-14,7	7,2
USD/EUR-Wechselkurs	-2,2	2,5	-5,7	13,7	0,0	-4,6	1,9
Aktien Industrienationen	1,2	13,0	1,8	4,1	34,0	7,1	3,5
Globale Wandelanleihen	1,2	7,3	-3,8	-5,4	35,9	20,8	6,5
Gold	0,4	2,6	0,8	16,2	-8,4	21,9	25,9
Euro-Übernachteinlage	0,3	1,8	2,1	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4
EUR Unternehmensanleihen	0,2	2,8	-3,4	-10,2	2,9	-0,3	5,7
EUR Staatsanleihen	0,1	1,7	-5,4	-6,7	0,7	0,6	4,6
Aktien Emerging Markets	-0,2	4,0	-4,5	-8,6	21,4	8,5	-3,7
REITs	-1,2	-2,6	-21,4	7,5	27,8	-14,9	15,6
Industriemetalle	-14,2	-1,6	-15,5	17,3	40,2	-2,0	-3,8

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

- Risiko-Anlagen wie Aktien und defensive Anlagen wie Staatsanleihen fielen zuletzt mit der Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA im Tandem. Aktien mussten so große Teile der Gewinne aus den Vorwochen wieder abgeben.
- Rohöl setzte hingegen seine Rallye seit Ende Juni aufgrund der knappen Fundamentalsituation auch über die letzten vier Wochen ununterbrochen fort. Der Energierohstoff entwickelte sich damit gegensätzlich zu Aktien und Anleihen und stellte so seine Diversifikationsvorteile unter Beweis.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.08.2018 - 11.08.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.07.23 - 11.08.23)	YTD (30.12.22 - 11.08.23)	11.08.22	11.08.21	11.08.20	11.08.19	10.08.18
Stoxx Europa Defensiv	3,1	8,0	6,4	7,0	17,2	2,0	3,3
MSCI EM Osteuropa	2,2	28,1	27,2	-80,7	28,9	-8,8	19,8
MSCI USA Small Caps	1,9	8,3	-4,3	3,9	46,6	-1,1	-3,3
S&P 500	1,8	14,9	1,8	9,2	35,7	10,9	6,9
MSCI Großbritannien	1,3	6,1	2,2	10,7	28,9	-11,1	-4,9
Stoxx Europa 50	0,5	11,3	11,8	2,9	24,5	0,8	2,0
MSCI Japan	0,4	9,9	5,0	-4,5	22,2	2,5	-2,9
Stoxx Europa Small 200	-0,4	7,0	-2,4	-16,9	38,0	7,0	-4,1
MSCI EM Asien	-0,6	3,0	-5,3	-9,9	18,6	19,8	-7,5
Stoxx Europa Zyklisch	-0,8	11,9	9,1	-10,2	37,7	5,0	-8,0
Euro Stoxx 50	-1,7	16,5	18,0	-8,3	28,5	2,0	0,0
DAX	-1,7	13,7	15,6	-13,5	22,2	10,7	-5,9

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

- Die Aktienmärkte entwickelten sich über die letzten vier Wochen zunächst bei anhaltendem Konjunkturoptimismus erfreulich. Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA durch die Ratingagentur Fitch führte dann die Wende ein. Die Aktienkurse fielen und die Volatilität stieg. Nach der starken Outperformance zyklischer Aktien, gewannen über die letzten Tage defensive Titel wieder die Oberhand.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.08.2018 - 11.08.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (14.07.23 - 11.08.23)	YTD (30.12.22 - 11.08.23)	11.08.22	11.08.21	11.08.20	11.08.19	10.08.18
EM-Staatsanleihen (hart)	2,1	2,1	-3,2	-5,8	2,5	-1,2	16,0
EM-Staatsanleihen (lokal)	0,9	5,8	2,4	-3,8	3,0	-5,4	13,5
US-Staatsanleihen	-2,6	0,8	-9,3	3,0	-2,6	3,6	11,2
EUR Hochzinsanleihen	0,6	5,6	3,2	-9,8	9,2	0,4	4,4
Chinesische Staatsanleihen	0,4	3,5	4,1	4,5	4,6	3,5	6,2
EUR Finanzanleihen	0,4	3,0	-3,0	-9,3	2,8	-0,2	5,4
EUR Nicht-Finanzanleihen	0,1	2,8	-3,7	-10,8	2,9	-0,4	6,0
USD Hochzinsanleihen	0,0	6,6	2,3	-5,9	9,5	4,6	5,9
Italienische Staatsanleihen	0,0	4,3	-4,8	-12,1	4,0	7,3	10,6
Deutsche Staatsanleihen	-0,6	0,5	-9,9	-10,0	-0,2	-0,9	7,1
Britische Staatsanleihen	-1,3	-2,5	-19,3	-15,6	3,7	9,9	5,1
USD Unternehmensanleihen	-1,4	2,1	-1,6	-12,4	1,0	10,3	11,4

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

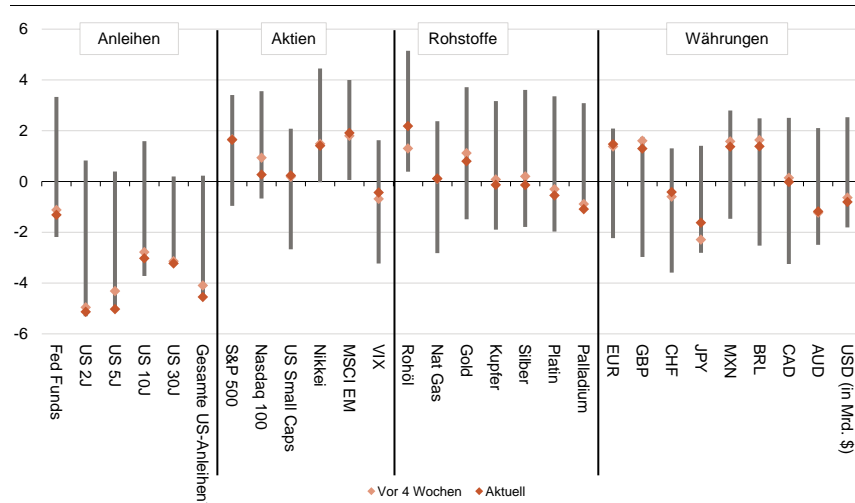
- Die Renditen sicherer Staatsanleihen legten über den vergangenen Vier-Wochen-Verlauf leicht zu. 10-jährige US-Staatsanleihen rentieren nun bei 4,08 %.
- Bezüglich der ausblickenden US-Zinspolitik ließen die jüngst wieder falckenhafteren Aussagen einiger Fed-Mitglieder die Märkte unbeeindruckt. Diese preisen weiterhin die erste Zinssenkung in H2 2024.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.08.2018 - 11.08.2023



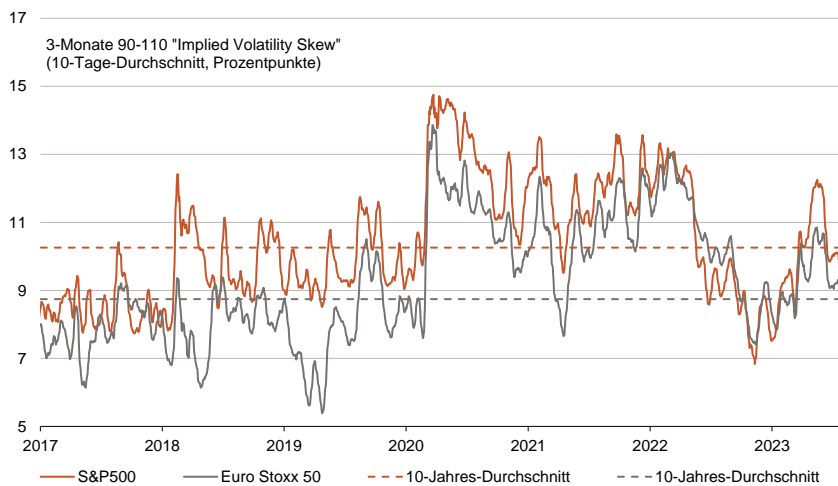
Spekulative Positionierung



- Nachdem die Bank of Japan ihre Steuerung der Zinsstrukturkurve gelockert hat, haben einige Anleger ihre Short-Positionen im Yen eingedeckt.
- Die starke Rallye von Rohöl seit Anfang Juli hat zu einem deutlichen Anstieg der Netto-Long-Positionierung geführt, wobei auch hier ein Großteil auf Short-Covering seitens Momentumstrategien zurückzuführen sein dürfte.

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: 08.08.2013 - 08.08.2023

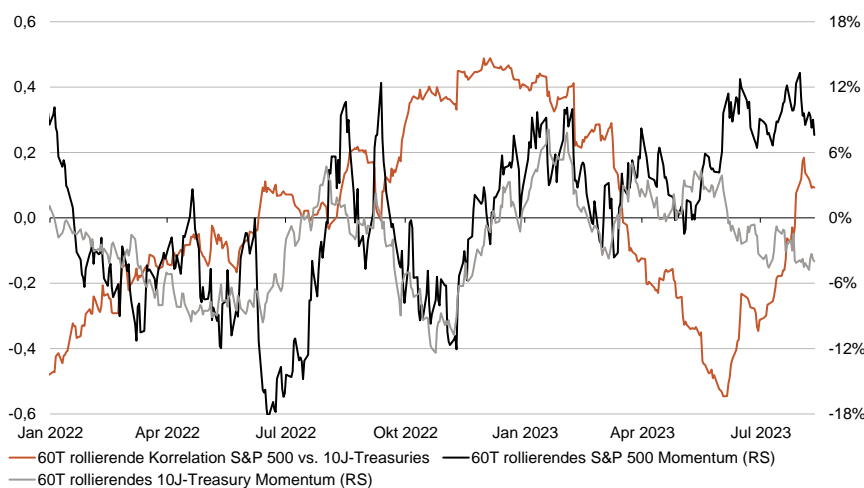
Put-Call-Skew



- Die Put-Call-Skew ist in den USA zuletzt wieder etwas angestiegen. In Europa stagnierte sie über die letzten zwei Wochen. Damit entspricht sie auf beiden Seiten des Atlantiks etwa dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre.
- Dies gilt nicht nur für die Skew über 3M, sondern auch für kürzere als auch längere Zeiträume. Entsprechend lässt sich aktuell keine extreme Anlegerpositionierung hieraus ableiten.

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: 11.08.2013 - 11.08.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

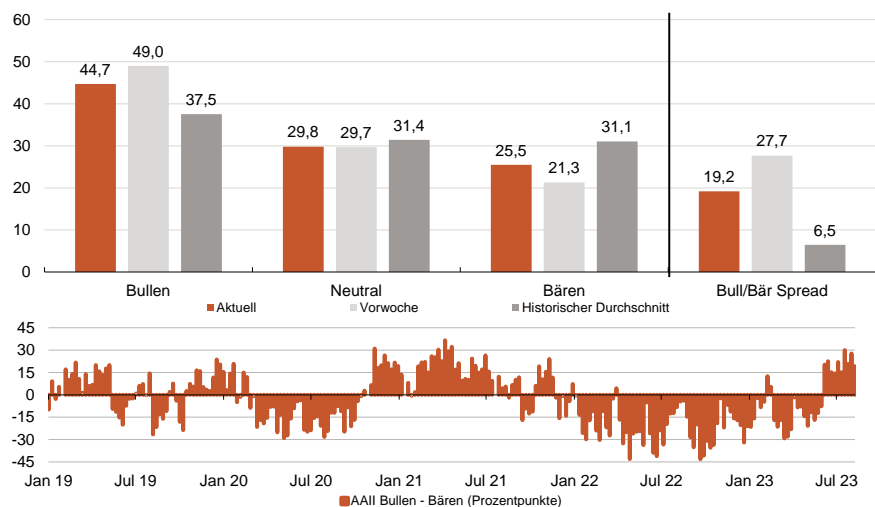


- Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bleibt positiv, sodass Risk-Parity-Strategien weiter Aktien abgebaut haben dürften.
- CTAs dürften wiederum immer noch hoch in Aktien alloziert sein, denn das 60T-Momentum von US-Aktien ist deutlich positiv. Über kürzere Zeiträume beginnt es allerdings langsam zu drehen.

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 - 11.08.2023



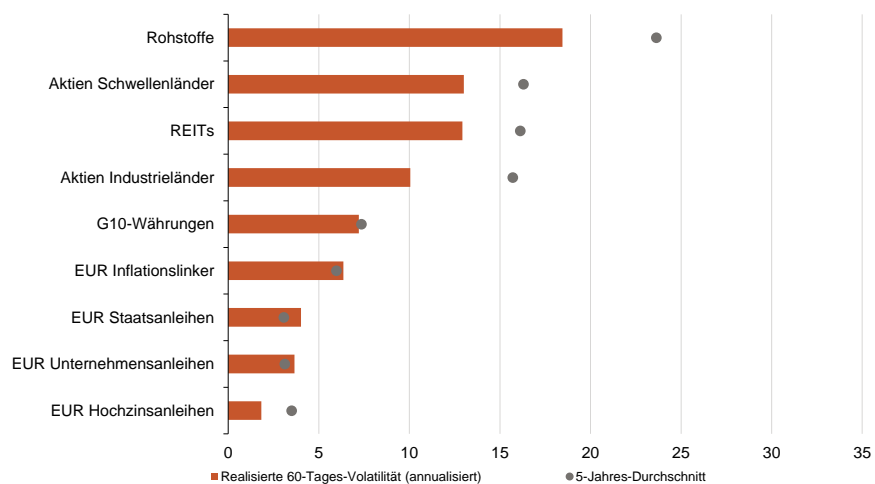
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung von US-Privatanlegern ist weiter ausgelassen. Das dürfte auch an den gestiegenen Realeinkommen dank rückläufiger Inflation bei gleichzeitig höheren Löhnen liegen.
- Mit 19 Pp liegt der Bull/Bär-Spread im 76. Perzentil seit 1987. Es herrscht also überdurchschnittlicher Optimismus aber noch keine grenzenlose Euphorie.

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 - 10.08.2023

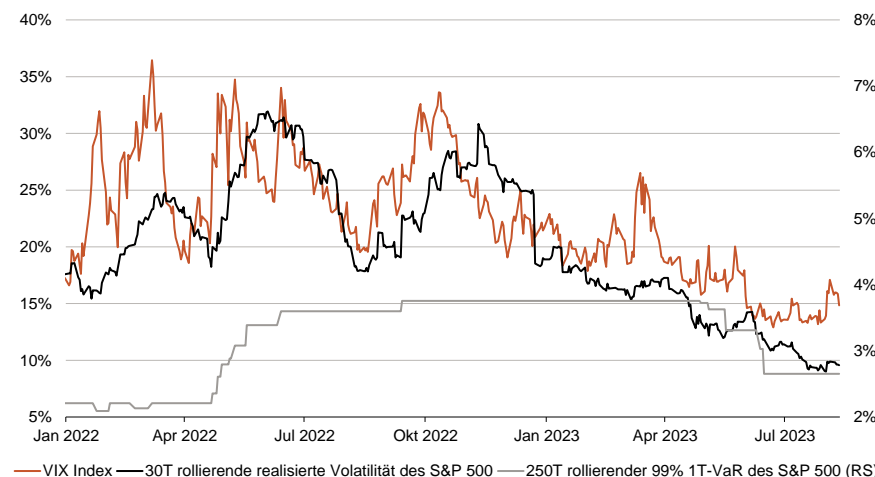
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierten Volatilitäten bleiben insbesondere in Risikoanlagen sehr niedrig, während sie bei sicheren Anlagen wie EUR Staatsanleihen sogar leicht überdurchschnittlich sind.
- Aufgrund der Stabilisierungsmaßnahmen der OPEC+ war vor allem bei Rohstoffen zuletzt ein deutlicher Rückgang der Volatilität zu beobachten.

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: 11.08.2018 - 11.08.2023

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

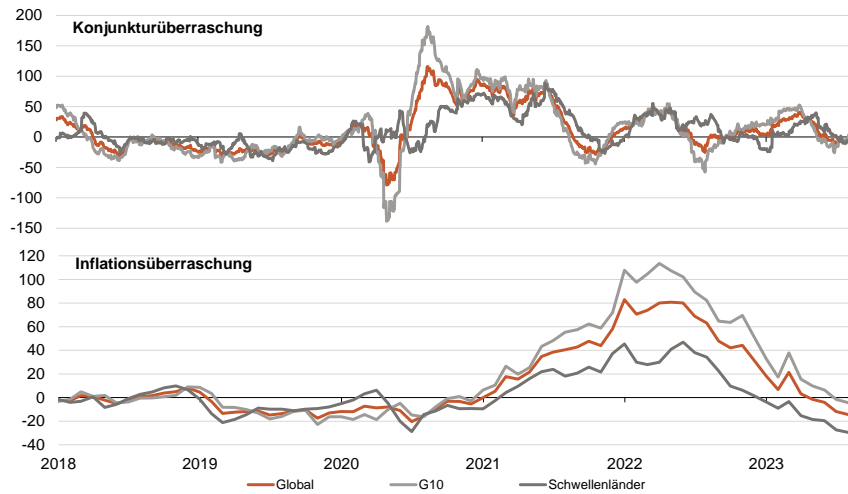


- Während die realisierte Volatilität der letzten 30 Tage weiter nahe der 10% Marke verharrt, ist der VIX jüngst angesprungen und notiert wieder über der 15. Grund hierfür war vor allem die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA seitens der Rating-Agentur Fitch.

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 - 11.08.2023



Global

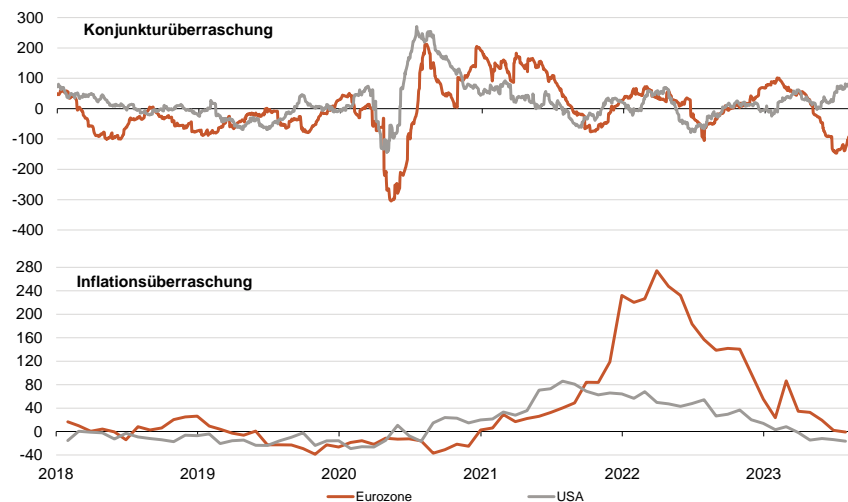


- Die globale Wirtschaft bleibt robuster als von den Märkten erwartet. Der Konjunkturüberraschungsindex der Industrie- und Schwellenländer drehte über die letzten zwei Wochen wieder ins Positive.
- Auch auf globaler Ebene überwiegen damit wieder die positiven Überraschungen. In China übertraf der offizielle Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes und die Handelsbilanz die Erwartungen. In Mexiko überraschten die vierteljährlichen BIP-Zahlen positiv.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 11.08.2023

Eurozone & USA

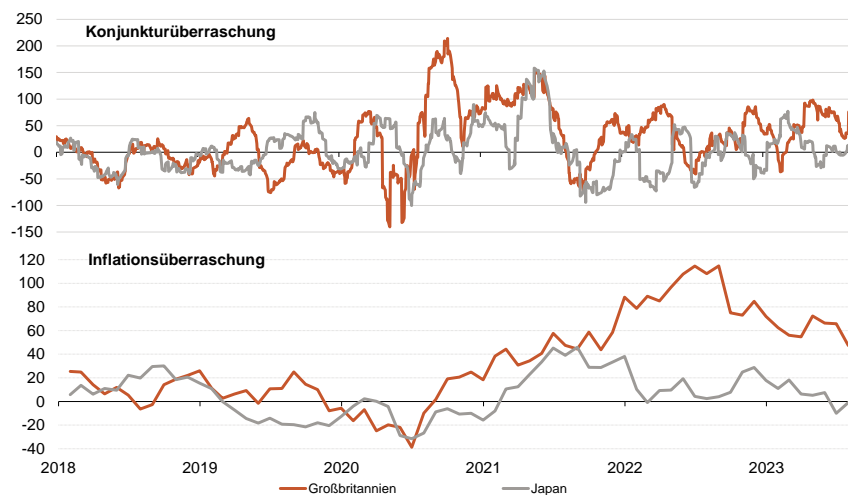


- In der Eurozone scheint sich das Konjunkturbild aufzuhellen. Die Dominanz der negativen Konjunkturüberraschungen nahm über die letzten Wochen merklich ab. In Deutschland notierten die Inflationsdaten wie erwartet, die Industrieproduktion fiel hingegen schwächer aus.
- In den USA hält sich die Wirtschaft weiterhin wacker. Hier erfüllten die Inflationsdaten für Juli die Erwartungen auf den Punkt, die Verbraucherpreise stiegen jedoch leicht.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 11.08.2023

Großbritannien & Japan



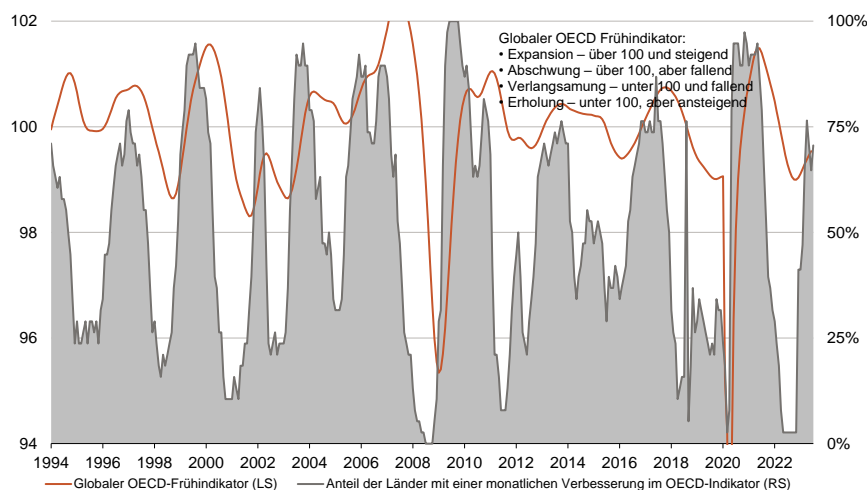
- In Großbritannien fiel die Industrieproduktion sowie die vierteljährlichen BIP-Zahlen stärker als erwartet aus. Zudem überraschten die vierteljährlichen Unternehmensinvestitionen deutlich positiver.
- In Japan übertrafen die Verbraucherpreise und die Handelsbilanz die Erwartungen.

Die Citigroup economic surprise indices 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 Zeiterfallfunktion, 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 - 11.08.2023



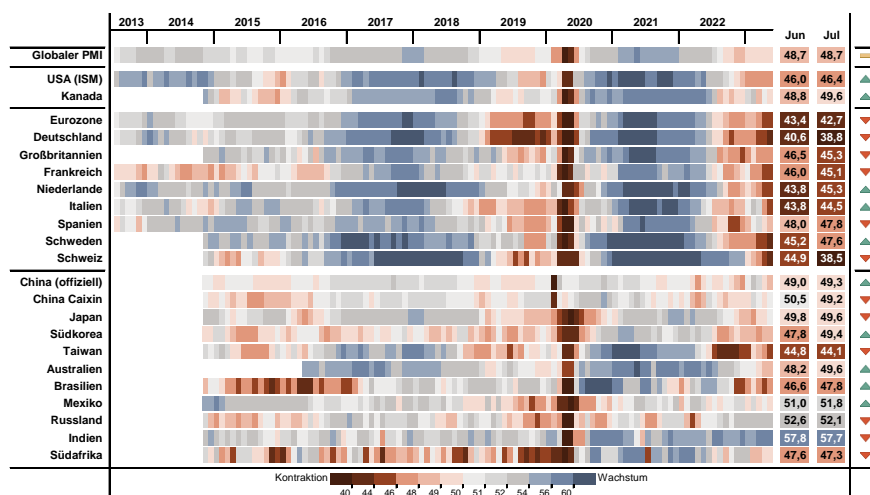
OECD Frühindikator



- Im Juni ist der OECD-Frühindikator auf über 99,5 gestiegen. Die globale Wirtschaftserholung setzt sich somit fort.
- Eine Verbesserung des OECD-Frühindikators gegenüber dem Vormonat sahen dabei über 75% der erfassten Länder.

Der OECD Frühindikator setzt sich aus einer Reihe ausgewählter Wirtschaftsindikatoren zusammen, deren Zusammensetzung ein robustes Signal für künftige Wendepunkte liefert. Ein Wendepunkt signalisiert in der Regel einen Wendepunkt im Konjunkturzyklus in 6-9 Monaten. Allerdings liegen die Vorlaufzeiten manchmal außerhalb dieses Bereichs und Wendepunkte werden nicht immer richtig erkannt.
 Quelle: OECD, Bloomberg, Zeitraum: 31.01.1994 - 31.07.2023

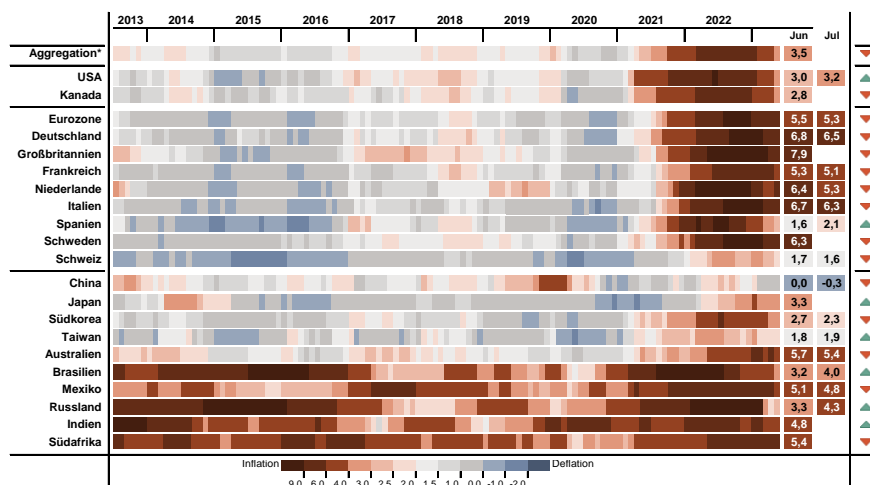
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Der globale PMI blieb mit 48,7 unverändert um Vormonat. Auf Länderebene verbesserten sich die USA, die Niederlande, Italien und China (offiziell). Vor allem aber die großen Volkswirtschaften der Eurozone sahen eine Verschlechterung. Deutschlands Aktivität ist dabei so niedrig wie zuletzt zur Pandemie 2020.

Der PMI ist ein Gesamtindex, der einen allgemeinen Überblick über die konjunkturelle Lage in der Industrie ermöglicht. Der PMI leitet sich aus insgesamt elf Teilindizes ab, die die jeweilige Veränderung zum Vormonat wiedergeben. Ein Wert von 50 wird als neutral, ein Wert von über 50 Punkten als ein Indikator für eine steigende Aktivität 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 Auftragsengängen.
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 11.08.2013 - 11.08.2023

Gesamtinflation

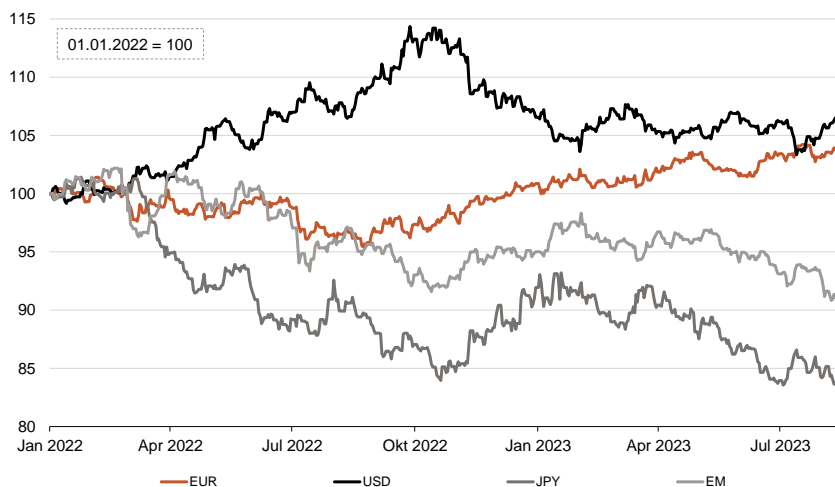


- Die US-Inflation stieg im Juli wieder an. In Deutschland notiert die Teuerungsrate im Juli bei 6,5% im Jahresvergleich.
- Hier treibt die Preisentwicklung von Nahrungsmitteln die Inflation weiter an. Außerdem erhöhten sich die Energiepreise wieder stärker als in den Vormonaten. Dies ist jedoch auf einen Basiseffekt durch den Wegfall der EEG-Umlage im Juli 2022 zurückzuführen.

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: 11.08.2013 - 11.08.2023



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

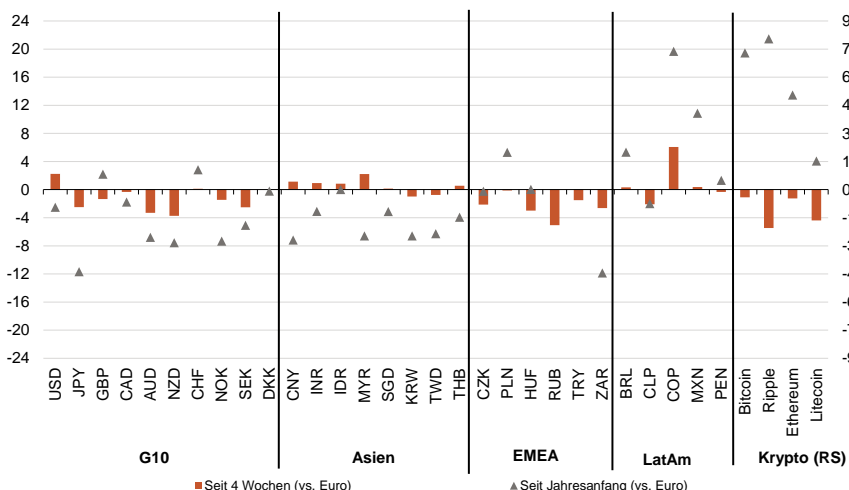


- Der US-Dollar ist wiedererstarkt und hat handelsgewichtet seine Verluste seit Jahresanfang ausgleichen können.
- Die Stärke des Dollars ging wiederum mit der Schwäche vor allem von Schwellenländerwährungen einher. Neben dem Rating-Downgrade der USA, litten sie auch unter sinkenden Zinsdifferenzialen, da einige EM-Zentralbanken schon mit Zinssenkungen beginnen.

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 - 11.08.2023

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

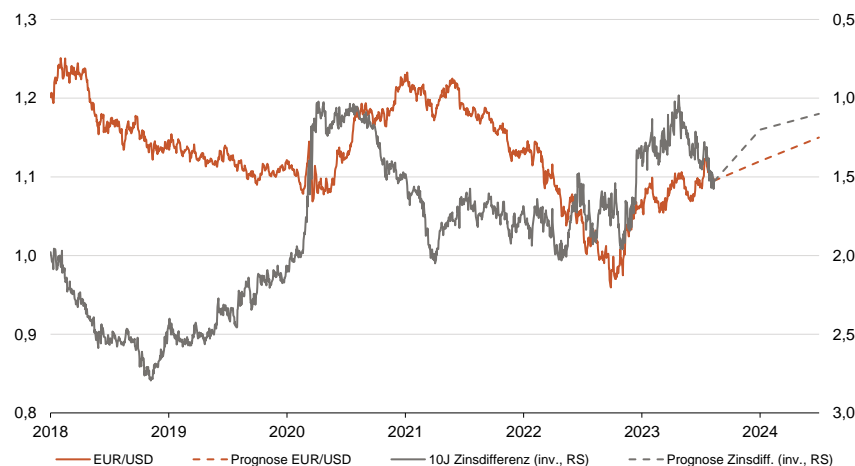


- Die meisten Währungen haben über den letzten Monat gegenüber dem Euro Verluste verbucht.
- Die brasilianische Zentralbank (BCB) hat im August begonnen die Zinsen zu senken. Mit der geldpolitischen Wende entwickelte sich der brasilianische Real zuletzt entsprechend schwächer.
- Die tschechische Krone kam zuletzt unter Druck, denn die tschechische Zentralbank (CNB) gab jüngst bekannt nicht mehr in den Währungskurs intervenieren zu wollen, sodass Unterstützungskäufe nun ausbleiben dürften.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 11.08.2023

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der EUR/USD-Wechselkurs hat in den letzten Wochen um die Marke von 1,10 geschwankt.
- Größere Impulse blieben aus, denn die Zentralbanken auf beiden Seiten des Atlantiks lieferten ihre Zinserhöhungen wie erwartet und auch die letzten Inflationszahlen waren ohne große Überraschungen.

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 (14.07.23 - 11.08.23)	YTD (30.12.22 - 11.08.23)	11.08.22	11.08.21	11.08.20	11.08.19	10.08.18
			11.08.23	11.08.22	11.08.21	11.08.20	11.08.19
Energie	4,0	7,2	10,4	45,4	25,7	-31,7	-10,6
Gesundheit	5,3	9,8	8,7	2,0	16,2	12,2	9,5
Finanzen	2,1	13,1	16,0	-1,8	37,0	-10,4	-10,6
Value	1,3	9,0	9,8	0,8	29,1	-8,5	-6,9
Basiskonsumgüter	-0,5	3,9	-2,5	4,5	15,9	-3,2	9,7
Industrie	-1,4	14,8	11,0	-10,6	38,0	7,9	-0,7
Growth	-1,6	12,2	5,1	-8,2	31,6	8,9	5,2
Grundstoffe	-2,0	1,9	1,4	-9,7	42,7	13,4	-6,7
Telekommunikation	-2,5	6,9	-6,7	-3,2	22,4	-12,5	-2,0
Versorger	-2,9	6,5	0,6	1,6	11,1	17,4	15,4
Zyklische Konsumgüter	-5,0	18,6	13,9	-13,3	51,5	-2,2	-0,8
Informationstechnologie	-7,7	18,7	6,7	-17,8	41,2	21,1	2,4

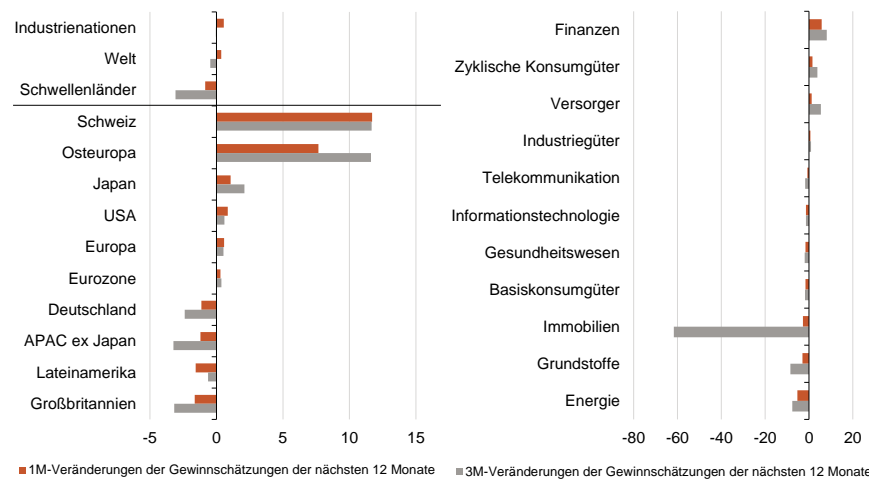
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Value-Aktien entwickelten sich in den letzten vier Wochen besser als Growth-Aktien. Typische Value-Sektoren wie Energie und Finanzen legten merklich zu.
- Der eher defensive Gesundheitssektor entwickelte sich ebenfalls deutlich positiv. Auf der Verliererseite standen Zyklische Konsumgüter- und IT-Aktien.

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: 10.08.2018 - 11.08.2023

Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

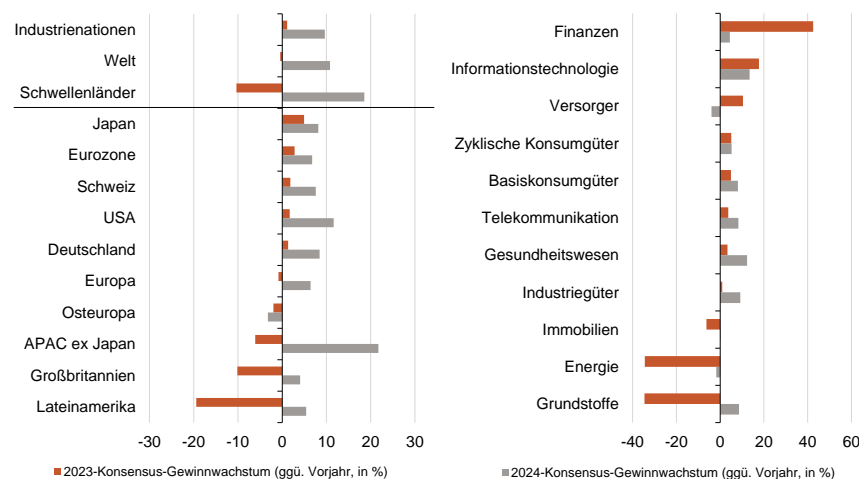


- Die positive Marktstimmung schlägt sich auch auf die Gewinnrevisions nieder. In den letzten vier Wochen haben die Analysten im Schnitt die Gewinnerwartungen für Industrieunternehmensaktien leicht erhöht.
- Schwellenländeraktien erfuhren im Zuge der anhaltenden Konjunktürenttäuschungen aus China negative Gewinnrevisions.
- Der europäische Finanzsektor erfuhr auf Sektorebene die positivsten Gewinnrevisions.

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: 11.08.2023

Gewinnwachstum



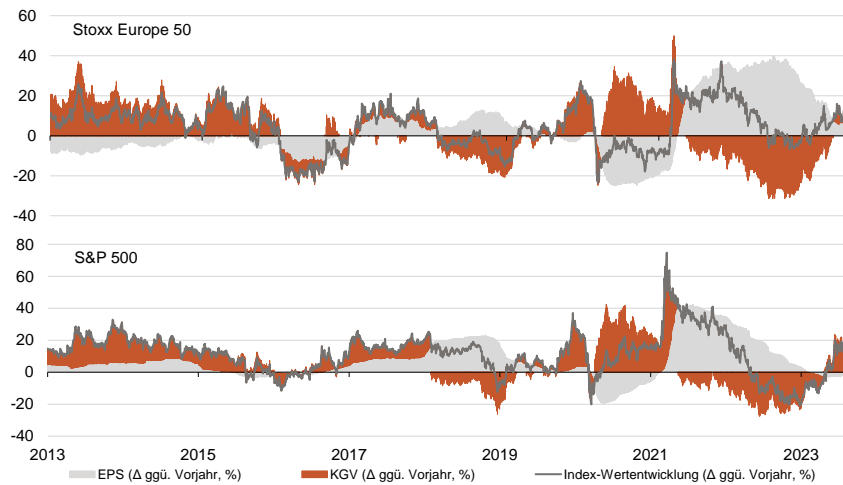
- Während das Gewinnwachstum 2023 mau ausfallen dürfte, erwartet der Analysten-Konsens für 2024 für die verschiedenen Regionen fast durchweg positives Gewinnwachstum.
- Eine Ausnahme bildet Osteuropa. Hier wird ein leicht negatives Gewinnwachstum erwartet.

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: 11.08.2023



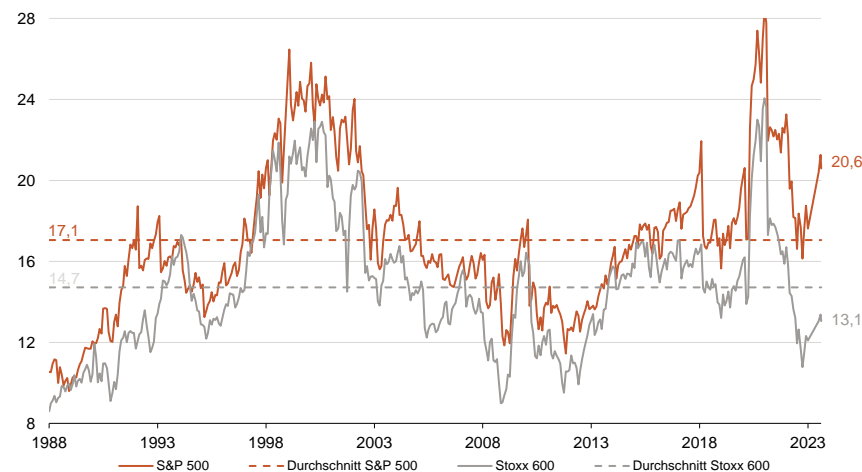
Kontributionsanalyse



- Der STOXX Europe 50 und der S&P 500 weisen beide über die letzten 12 Monate eine deutlich positive Entwicklung auf. Treiber der positiven Entwicklung war eine Bewertungsausweitung. Die Gewinne haben sich im gleichen Zeitraum kaum verändert.

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 - 11.08.2023

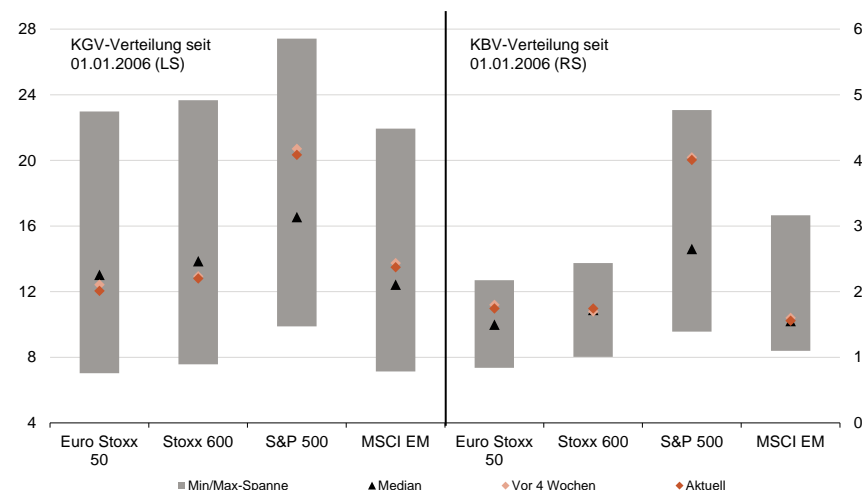
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Das KGV des S&P 500 erreichte im Juli mit mehr als 21x ein neues Jahreshoch. Mit dem jüngsten Marktrücksetzer ist das KGV jedoch wieder unter die 21er-Marke gefallen. Der S&P 500 bleibt jedoch historisch teuer.
- Der STOXX 600 verzeichnet ein KGV von rund 13x, was leicht unter dem historischen Durchschnitt liegt.

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 - 11.08.2023

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

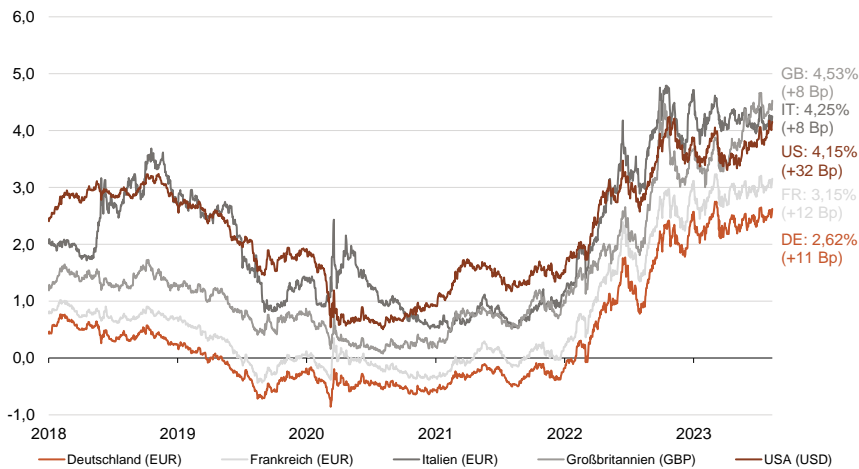


- In den letzten vier Wochen veränderten sich die Bewertungskennzahlen nur geringfügig. Alle gezeigten Indizes sind basierend auf dem KGV leicht günstiger geworden.
- Das KBV des STOXX 600 zeigt ein leicht anderes Bild. Der Index ist hier nach leicht teurer geworden.

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 - 11.08.2023



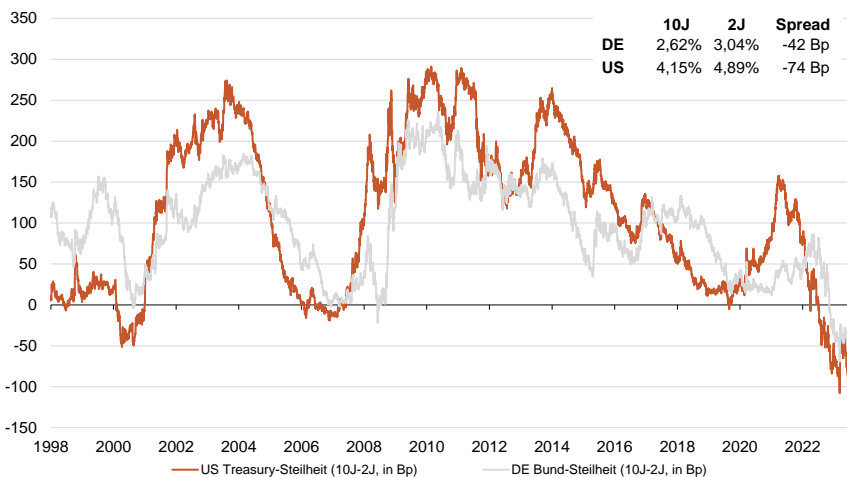
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- In den vergangenen vier Wochen legten die Renditen sicherer Staatsanleihen leicht zu. Britische Gilts und italienische BTPs notierten jedoch unverändert.
- Insbesondere US-Staatsanleihen mit Laufzeiten von mehr als 5 Jahren konnten eine signifikante parallele Verschiebung der Zinskurve verzeichnen. Grund war mit unter die Neuemission einer 30-jährigen Anleihe mit einem Nominal von 23 Mrd. USD, die zur höchsten Rendite seit 2011 auktioniert wurde.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 11.08.2023

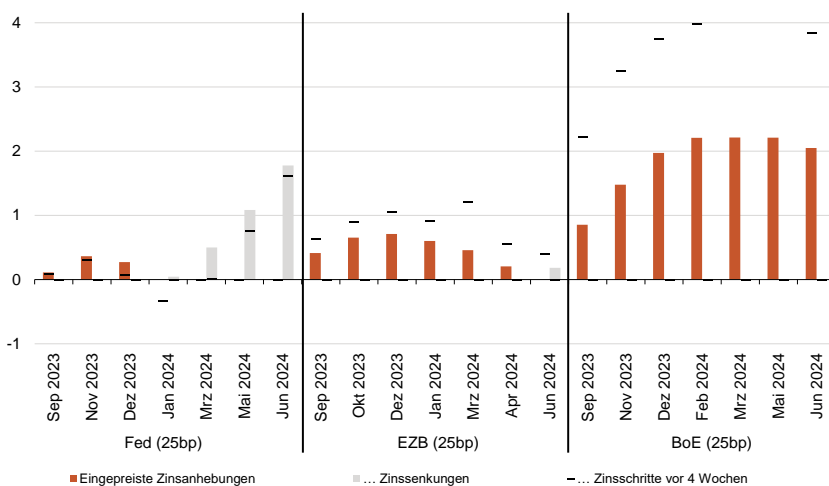
Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Die US-Renditestrukturkurve konnte trotz leicht ansteigender Renditen 2-jähriger Treasuries eine Versteilerung der Renditestrukturkurve vorweisen. Die Inversion liegt nun bei ca. 70Bp.
- Getrieben von sinkenden Zinsen am kurzen Laufzeitenende ging die Inversion von Bundesanleihen auf ca. 40Bp zurück.

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 - 11.08.2023

Implizite Leitzinsveränderungen

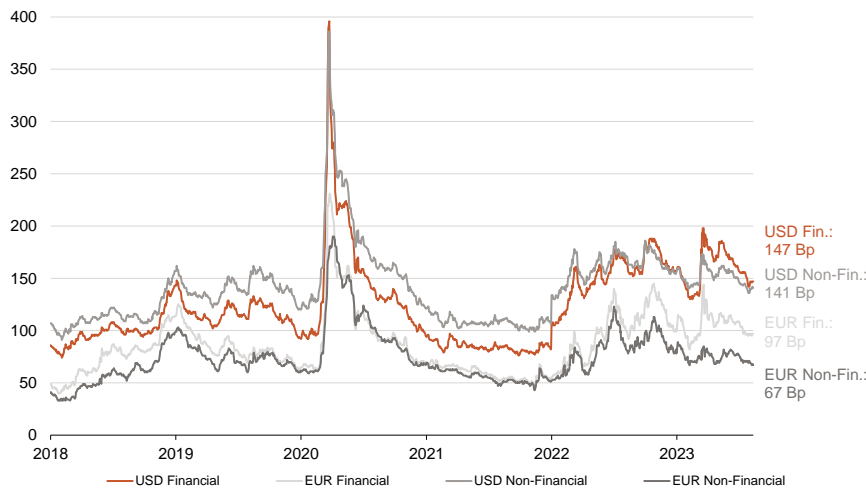


- Es wird nach wie vor maximal ein weiterer Zinsschritt der EZB eingepreist, ehe ab dem zweiten Quartal 2024 erste Zinssenkungen folgen könnten.
- Trotz neuer falkenhaften Aussagen diverser Mitglieder der US-Fed preist der Markt bis zu 3 Zinssenkungen im nächsten Jahr ein. Die BoE hob den Leitzins um 25Bp an. Erwartet werden 2 weitere Anhebungen bevor aufgrund rückläufiger Inflationzahlen Zinsen gesenkt werden könnten.

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: 11.07.2023 - 11.08.2023



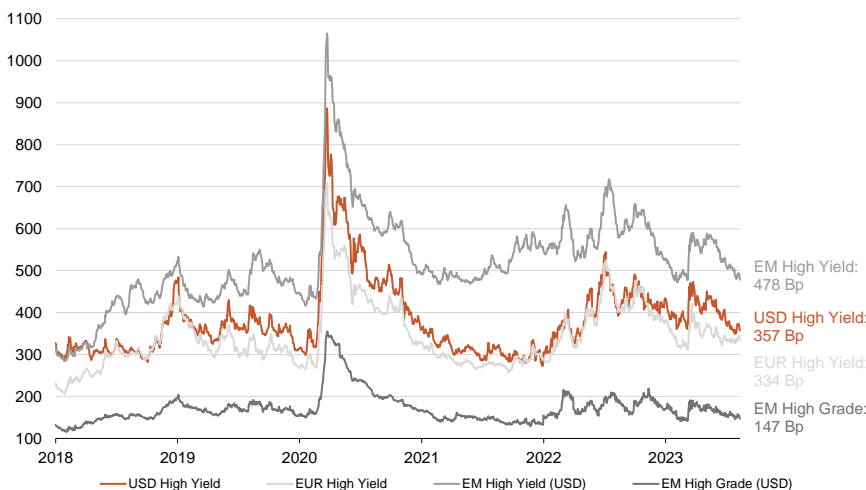
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Nach zuletzt starker Performance konnten IG Finanzanleihen in EUR in den vergangenen vier Wochen keine Rückgang der Risikoaufschläge verzeichnen, während diese sich im USD-Segment um knapp 8Bp einengten.
- IG nicht-Finanzanleihen konnten sowohl in EUR als auch in USD eine Einengung von ca. 3Bp vorweisen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 11.08.2023

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Hochzinsanleihen handelten in den zurückliegenden vier Wochen uneinheitlich. Risikoaufschläge in EUR weiteten sich um 6Bp aus während die anhaltende Risikofreude Anleger in USD für eine Einengung von 4Bp sorgte.
- Schwellenländeranleihen im IG und im HY konnten einen Rückgang der Risikoaufschläge von jeweils 7Bp und 27Bp verzeichnen.

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 - 11.08.2023

Anleihe-segmente in der Übersicht

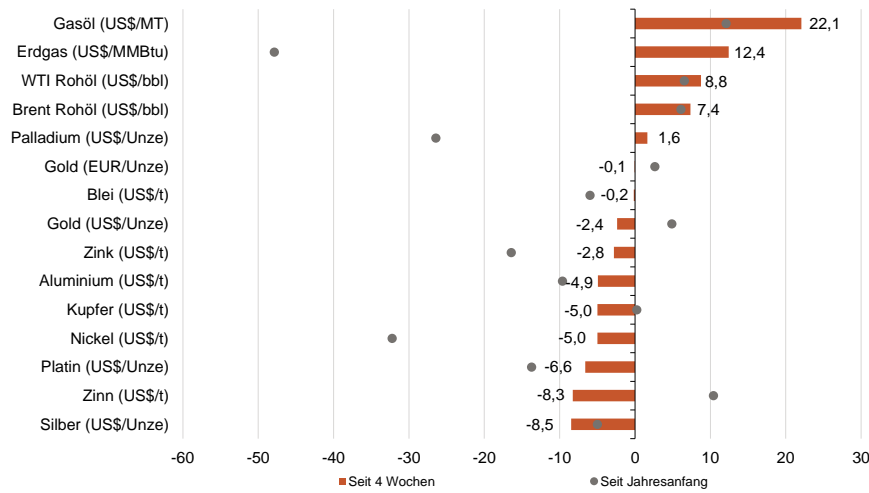
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	11/08/22 11/08/23	11/08/21 11/08/22	11/08/20 11/08/21	11/08/19 11/08/20	11/08/18 11/08/19
EUR Government	3,31	-0,13	7,1	-	-	-	0,8	1,2	-8,6	-11,6	0,8	1,8	9,0
Germany	2,74	-0,09	7,1	-	-	-	0,5	0,1	-10,0	-10,0	-0,2	-1,0	7,1
EUR Corporate	4,34	-0,19	4,5	79	-4	55	1,1	2,7	-3,4	-10,1	2,9	-0,3	5,7
Financial	4,60	-0,19	3,8	97	-5	66	1,1	2,6	-2,7	-8,2	2,4	0,1	5,2
Non-Financial	4,17	-0,18	4,9	67	-5	40	1,1	2,7	-3,8	-11,1	3,2	-0,5	5,9
EUR High Yield	7,45	-0,19	3,1	334	0	49	1,3	5,5	3,2	-9,8	9,2	0,4	4,4
US Treasury	4,57	0,10	6,2	-	-	-	-0,8	0,0	-4,1	-9,4	-3,1	9,1	9,2
USD Corporate	5,76	0,07	6,7	143	-4	61	-0,4	2,1	-1,6	-12,4	1,0	10,3	11,4
Financial	5,97	-0,01	5,0	147	-8	74	0,3	2,6	-0,3	-10,5	1,4	9,4	10,4
Non-Financial	5,65	0,11	7,5	141	-3	54	-0,7	1,9	-2,2	-13,2	0,8	10,6	11,8
USD High Yield	8,53	-0,15	4,0	357	-16	38	1,2	6,6	2,3	-5,9	9,5	4,6	5,9
EM High Grade	5,86	-0,02	5,2	147	-8	14	0,3	2,8	0,7	-12,6	1,8	6,2	10,1
EM High Yield	10,14	-0,39	3,9	478	-32	29	1,1	3,2	5,4	-20,6	7,3	5,6	11,1

- Im zurückliegenden Monat konnten alle Rentensegmente positive Performance vorweisen. Schwächstes Segment waren US Treasuries, die aufgrund steigender Zinsen verhältnismäßig litten.
- Risikobehaftete Anleihe-segmente wie Hochzinsanleihen in USD oder aus Schwellenländern notierten erfreulicher.

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: 11.08.2018 - 11.08.2023



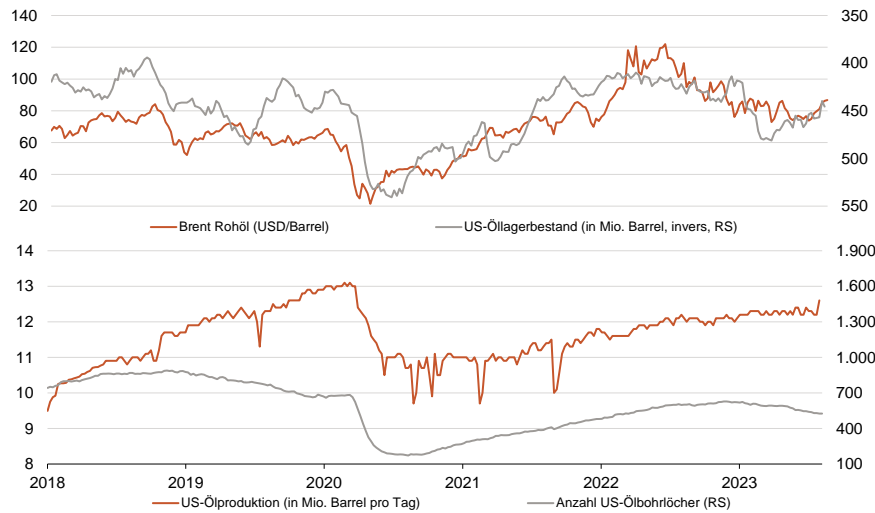
Performance Rohstoffe



- Nach dem holprigen Jahresstart standen die letzten vier Wochen wieder im Zeichen der Energierohstoffe. Insbesondere Gasöl, Erdgas und Rohöl legten zu.
- Industriemetalle gaben nach der Stabilisierung im Juli bei schwächeren Wirtschaftsdaten aus China wieder nach.
- Treiber hinter der erneuten Schwäche waren Konjunktursorgen nach der Veröffentlichung schwächerer Handelsdaten und einem deutlichen Rückgang der Kreditvergaben privater Haushalte.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 11.08.2023

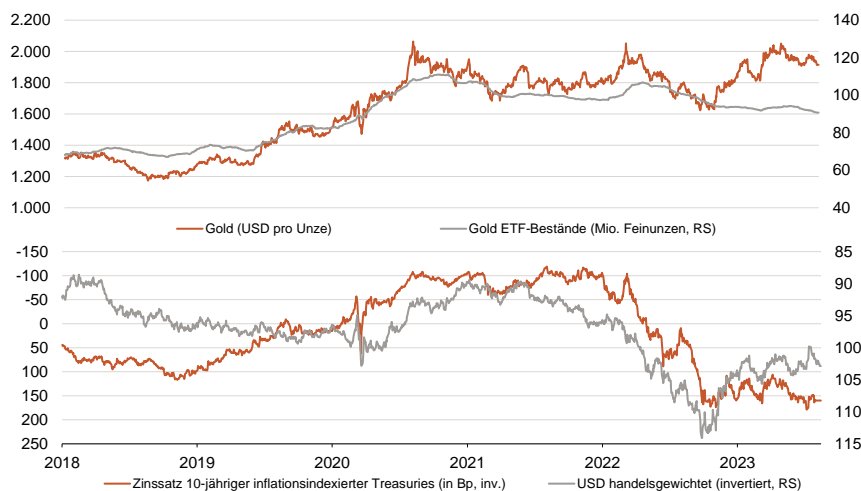
Rohöl



- Rohöl setzte mit verstärkten Zeichen einer Unterversorgung des Ölmarktes (siehe Grafik Frontseite) die Rallye seit Ende Juni fort.
- Mehr Unterstützung kam dabei auch seitens der spekulativen Anleger. Diese sind so hoch positioniert wie zuletzt im April diesen Jahres. Der deutliche Anstieg der Netto-Long-Positionierung dürfte jedoch mehrheitlich auf Short-Covering seitens Momentumstrategien zurückzuführen sein. Hier gibt es daher noch Raum nach oben.

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 - 11.08.2023

Gold



- Gold erfuhr über den Juli neben dem stärkerem US-Dollar vor allem seitens der höheren Realzinsen Gegenwind.
- Nachfrageseitig wird der Anstieg der Gold-Reserven von BRIC-Zentralbanken aufgrund der Dedollarisierung immer mehr zum strukturellen Treiber. Gold stellt mittlerweile knapp 45% der Gesamtreserven von BRIC-Zentralbanken dar.

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 - 11.08.2023

**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: 14. August 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