

### Aktueller Marktkommentar

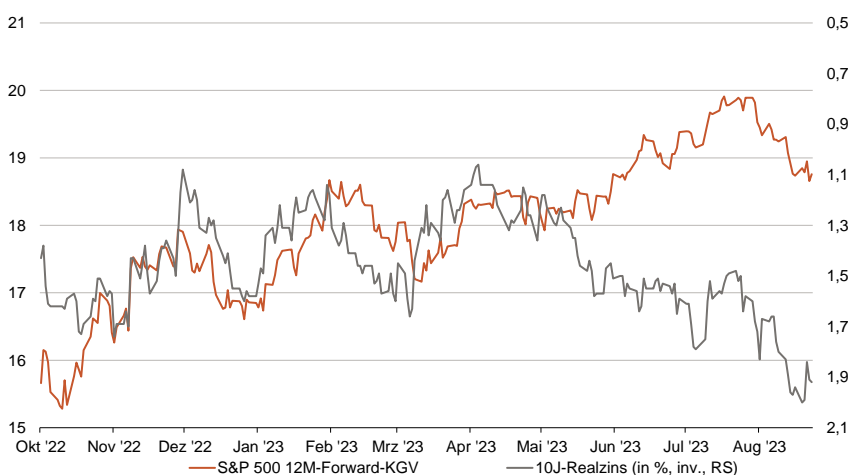
Der schnelle und starke Anstieg der US-Zinsen hat nun doch Spuren bei den Aktienmärkten hinterlassen. Anlagen mit einer langen Duration, wie beispielsweise Tech-Aktien, litten im August überproportional. Die starke Bewertungsausweitung, die wir dieses Jahr bei den Aktienindizes gesehen haben, lässt sich so nicht mehr fortsetzen – vor allem vor dem Hintergrund, dass die langfristigen Zinsen gestiegen sind und somit Anleihen an relativer Attraktivität hinzugewonnen haben. Da der Abverkauf bei Aktien bis dato geordnet ablief und die Volatilität kaum gestiegen ist, haben systematische Strategien Aktien bisher nur leicht reduziert. Sie haben jedoch ihre Short-Positionierung bei Anleihen weiter ausgebaut, was den Anstieg bei den Renditen noch mal verstärkt hat. Diese Positionierung scheint nun anfällig zu sein. Sollten also die Zinsen fallen, z.B. wegen Rezessionssorgen oder Disinflation, dürften die Systematiker diesen Trend noch mal deutlich verstärken – ähnlich wie im März dieses Jahres als die US-Regionalbankenkrise hochkochte.

### Kurzfristiger Ausblick

Nach der Jackson-Hole-Sitzung am letzten Freitag schauen die Märkte gespannt auf die Zentralbanksitzungen im September. Die EZB tagt bereits Mitte des Monats am 14. September, die US-Fed und Bank of England folgen am 20. und 21. September. Am 4. September sind die US-Börsen geschlossen (Labour Day).

Die kommenden Wochen sind alle Augen auf die August-Inflationsdaten, die US-Arbeitsmarktdaten und die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) gerichtet. Am Dienstag wird das US-Verbrauchervertrauen (Aug.) publiziert. Die vorläufigen Inflationsdaten für Deutschland (Aug.) sowie das Wirtschaftsvertrauen für die Eurozone (Aug.), die Veränderung der außerlandwirtschaftlichen Beschäftigung (ADP) und die Q2-BIP-Zahlen der USA werden am Mittwoch veröffentlicht. Die Inflationsdaten und PMIs (Aug.) für die Eurozone folgen zusammen mit den PMIs (Aug.) für China und dem Privateinkommen und -ausgaben (Jul.) für die USA am Donnerstag. Die US-Arbeitsmarktdaten (Aug.) werden am Freitag publiziert.

### Bewertungen von Aktien kriegen Realitätscheck



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

*Geldpolitik im September im Blick der Märkte.*

*Inflationsdaten, Einkaufsmanagerindizes und US-Arbeitsmarktdaten im Anlegerfokus.*

- Normalerweise ist eine negative Korrelation zwischen der Bewertung von Aktien und dem Realzins zu erkennen. Je höher der Zins, desto stärker werden zukünftige Gewinne abdiskontiert.
- Ab Mai dieses Jahres brach dieser Zusammenhang und die Bewertungen und damit auch die Aktienkurse stiegen trotz immer höherer Realzinsen.
- Seit August sind die Aktienmärkte wieder in der Realität angekommen und haben begonnen diese überzogene Bewertungsprämie in Form fallender Kurse wieder auszupreisen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.10.2022 - 25.08.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (28.07.23 - 25.08.23)	YTD (30.12.22 - 25.08.23)	25.08.22	25.08.21	25.08.20	25.08.19	24.08.18
			25.08.23	25.08.22	25.08.21	25.08.20	25.08.19
Brent	2,6	2,8	-10,6	104,1	56,5	-28,5	-14,7
USD/EUR-Wechselkurs	-0,8	2,0	-7,6	18,0	0,5	-5,8	4,3
Euro-Übernachteinlage	0,3	1,9	2,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4
Aktien Frontier Markets	0,2	8,9	-9,9	-0,3	34,3	-13,1	11,7
EUR Staatsanleihen	0,0	1,9	-3,4	-8,2	0,8	-0,4	5,5
EUR Unternehmensanleihen	-0,2	2,9	-1,0	-12,1	2,7	-0,7	6,4
Gold	-0,3	4,1	0,6	15,9	-6,6	18,9	32,1
Industriemetalle	-12,5	-2,0	-13,9	18,3	37,3	-0,7	-0,6
Globale Wandelanleihen	-2,3	5,7	-9,6	-4,8	26,9	24,1	1,1
REITs	-2,5	-3,7	-23,3	9,0	27,1	-15,4	17,4
Aktien Industrienationen	-2,6	12,3	-1,3	6,2	31,4	11,0	3,1
Aktien Emerging Markets	-4,7	2,7	-8,3	-4,4	17,2	10,5	-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.

- Rohöl war der klare relative Gewinner über die letzten vier Wochen, dank fallender US-Lagerbestände und dank eines starken US-Dollars.
- Die meisten anderen Anlageklassen gaben nach, insbesondere REITs und Aktien. Die steigenden US-Realzinsen lasteten aber auch auf Gold und Anleihen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 24.08.2018 - 25.08.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (28.07.23 - 25.08.23)	YTD (30.12.22 - 25.08.23)	25.08.22	25.08.21	25.08.20	25.08.19	24.08.18
			25.08.23	25.08.22	25.08.21	25.08.20	25.08.19
Stoxx Europa Defensiv	-0,5	7,3	4,1	7,4	18,6	1,1	4,8
S&P 500	-1,7	15,1	-1,5	11,9	33,1	16,3	5,5
Stoxx Europa 50	-2,6	9,9	10,0	3,9	23,9	0,3	3,4
MSCI Japan	-3,5	8,5	0,9	-1,2	19,1	3,9	0,1
MSCI USA Small Caps	-3,8	6,2	-9,2	7,6	46,9	1,0	-6,1
MSCI Großbritannien	-3,9	4,2	-0,4	13,3	29,2	-13,3	-2,3
MSCI EM Asien	-5,0	1,5	-9,2	-5,5	13,6	20,7	-3,2
DAX	-5,1	12,3	17,8	-16,3	21,4	12,5	-6,3
Euro Stoxx 50	-5,1	14,2	18,3	-9,8	27,9	2,0	0,0
MSCI EM Osteuropa	-5,1	23,1	31,9	-82,2	33,8	-11,2	19,7
Stoxx Europa Zyklisch	-5,7	9,0	9,9	-12,9	38,1	5,3	-8,1
Stoxx Europa Small 200	-6,0	4,0	-0,2	-21,1	39,0	6,1	-3,6

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.

- Aktien gaben über die letzten vier Wochen in der Breite nach, wobei defensive Werte in Europa und der S&P 500-Index (dank der USD-Aufwertung) die geringsten Verluste verzeichneten.
- Am stärksten traf es die zyklischen Werte und die Small Caps in Europa, der deutsche DAX-Index litt unter negativen Revisionen der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate nach unten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 24.08.2018 - 25.08.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (28.07.23 - 25.08.23)	YTD (30.12.22 - 25.08.23)	25.08.22	25.08.21	25.08.20	25.08.19	24.08.18
			25.08.23	25.08.22	25.08.21	25.08.20	25.08.19
US-Staatsanleihen	-1,0	1,2	-10,5	5,9	-1,9	0,9	15,2
Chinesische Staatsanleihen	0,9	4,1	4,0	5,0	5,1	3,0	7,0
EM-Staatsanleihen (hart)	0,5	2,8	-4,3	-4,8	4,4	-2,7	17,8
EUR Hochzinsanleihen	0,0	5,4	4,7	-11,2	8,8	0,0	5,1
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,2	2,8	-1,2	-12,7	2,7	-0,8	6,7
EUR Finanzanleihen	-0,2	3,0	-0,8	-11,2	2,7	-0,5	6,0
Deutsche Staatsanleihen	-0,3	0,9	-7,4	-11,9	-0,1	-2,0	7,9
EM-Staatsanleihen (lokal)	-0,4	6,7	2,3	-3,0	4,1	-6,2	16,2
Italienische Staatsanleihen	-0,5	4,4	-1,8	-14,1	3,9	3,6	15,0
USD Hochzinsanleihen	-0,5	6,1	3,9	-8,2	10,0	4,0	6,1
Britische Staatsanleihen	-0,9	1,2	-14,2	-18,1	3,3	5,2	10,0
USD Unternehmensanleihen	-1,5	2,0	-1,0	-13,3	2,0	7,9	12,7

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

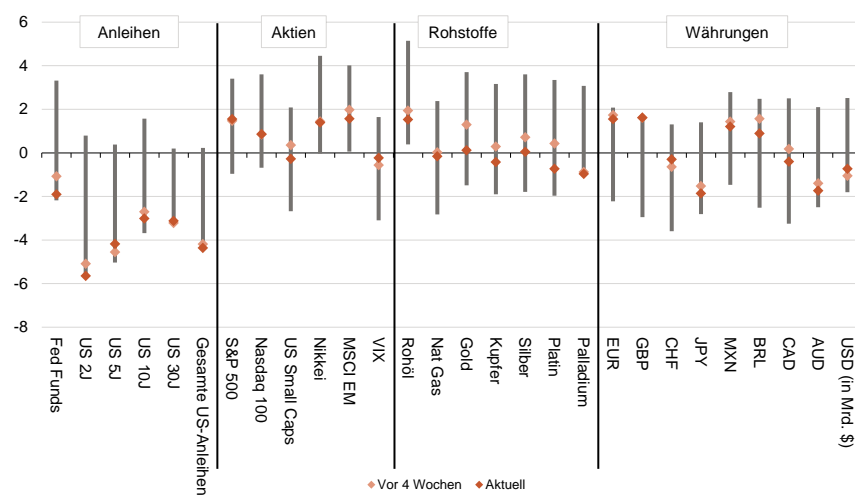
- Der Anleihemarkt zeigte ein gemischtes Bild über den letzten Monat, wobei US- und chinesischen Staatsanleihen die beste Performance in Euro aufwiesen.
- EM-Staatsanleihen in lokaler Währung litten unter dem starken US-Dollar, die positive Überraschung beim Lohnwachstum in England sorgte für höhere Renditen der britischen Staatsanleihen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 24.08.2018 - 25.08.2023



Spekulative Positionierung

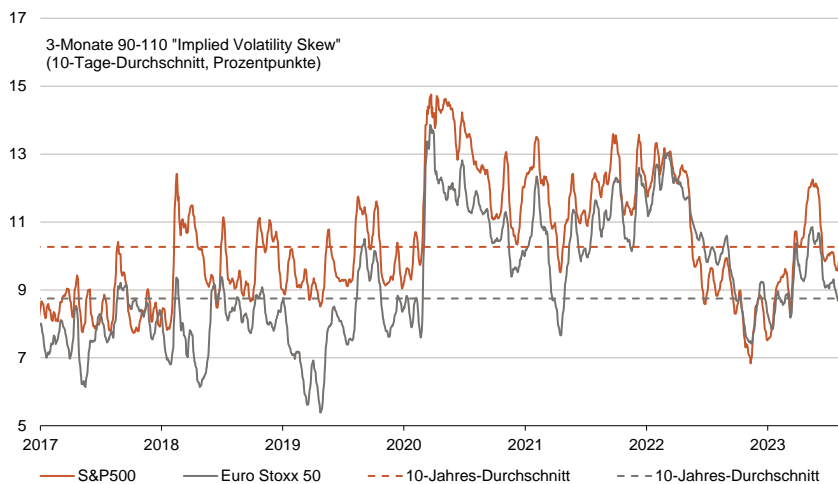


- Spekulative Anleger haben mit den schlechteren Konjunkturdaten zuletzt vor allem im Rohstoffbereich Exposure abgebaut. Bei den Metallen sind sie nun mit der Ausnahme von Silber und Gold short positioniert.
- Bei letzterem fiel die Positionierung aber ebenfalls aufgrund des starken Realzinsanstieges der letzten Wochen.

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: 22.08.2013 - 22.08.2023

Put-Call-Skew

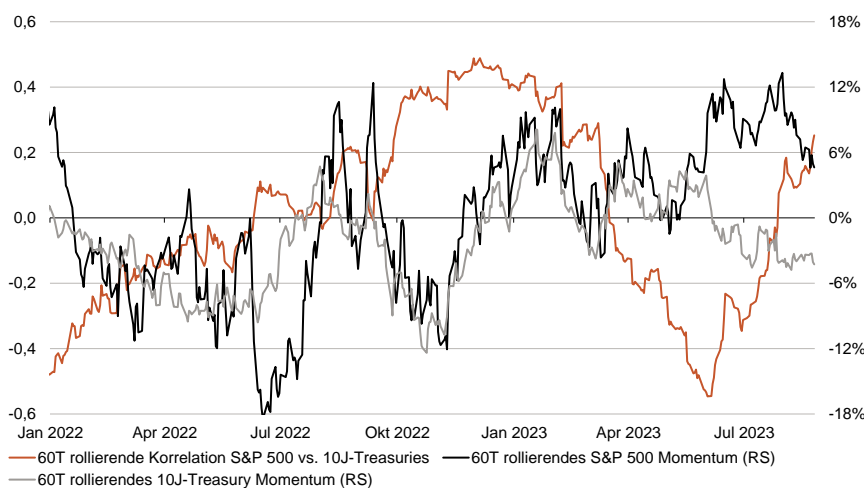


- Die Put-Call-Skew hat sich in den letzten zwei Wochen stabilisiert. Sowohl in den USA als auch in Europa liegt sie leicht über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre.
- Unter der Oberfläche lässt sich allerdings etwas weniger Nachfrage nach Absicherungen erkennen, denn die Put-Skew (90-100) hat sich zuletzt verflacht.

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: 25.08.2013 - 25.08.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation



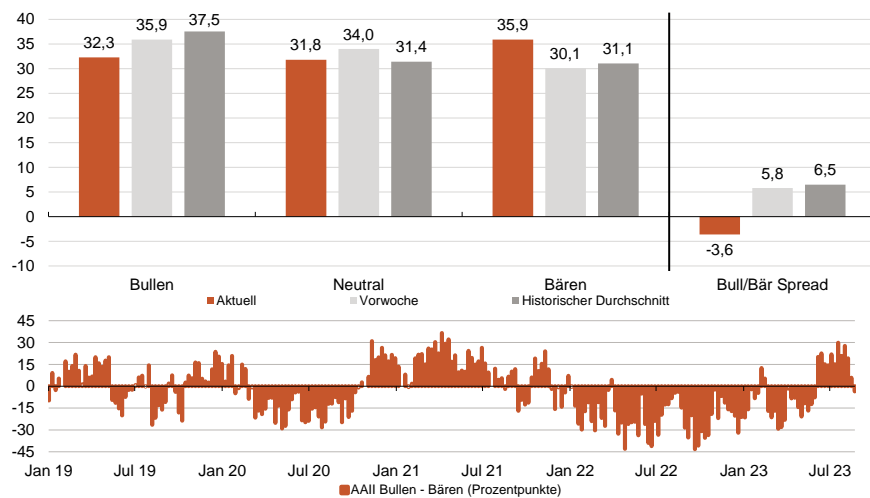
- Das Momentum des US-Aktienmarktes hat zuletzt spürbar nachgelassen. Auf Monatssicht ist das Momentum sogar schon negativ, sodass die ersten Trendfolgestrategien begonnen haben dürften Aktien zu verkaufen.
- Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bleibt anhaltender Diskussion um Leitzinsen und Inflation positiv.

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 - 25.08.2023



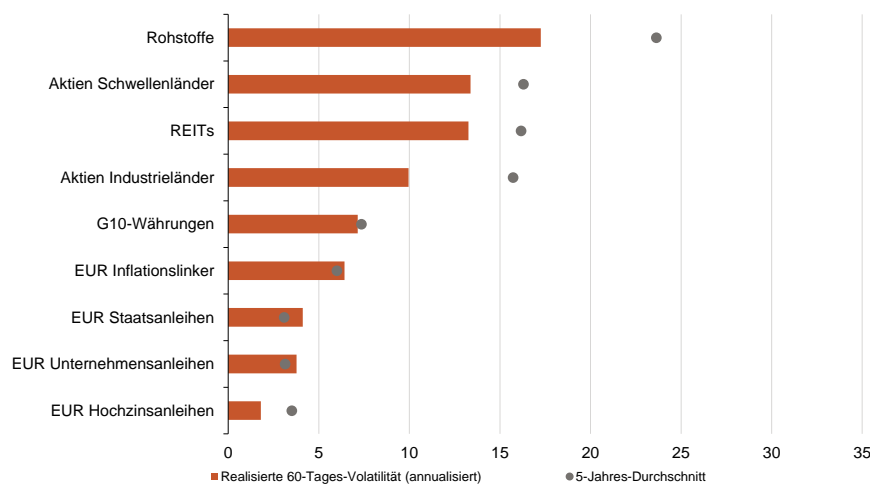
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Anlegerstimmung hat sich in der letzten Woche nochmal deutlich verschlechtert. Der Bull/Bär-Spread ist erstmals seit 12 Wochen mit -4 Pp sogar wieder negativ.
- Als antizyklisches Kaufsignal dient dieser Wert allerdings nicht. Dafür müsste die Stimmung deutlich schlechter sein.

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 - 24.08.2023

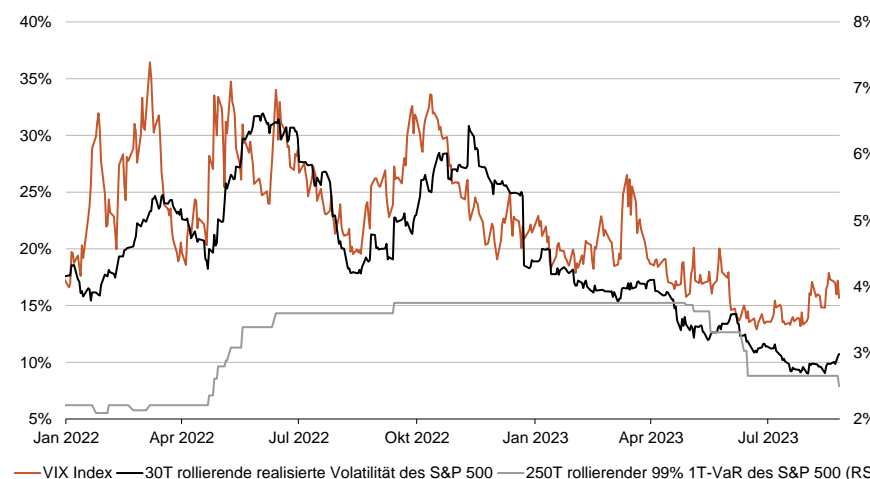
**Realisierte Volatilitäten**



- Bemerkenswert ist momentan die Differenz von fast 4 Vol-Punkten zwischen der realisierten Volatilität von Schwellenländer- und Industrieländeraktien.
- Zwar schwanken EM-Aktien historisch im Durchschnitt stärker als DM-Aktien, in den letzten 5 Jahren war dieser Unterschied aber nur marginal.

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: 25.08.2018 - 25.08.2023

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

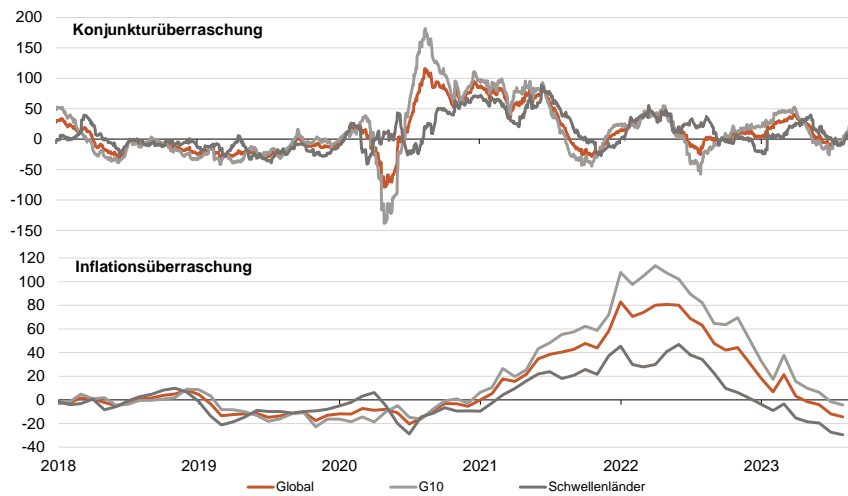


- Die realisierte Volatilität der letzten 30 Tage für den S&P 500 notiert weiter um die 10%. Der VIX hingegen ist über die letzten Wochen tendenziell gestiegen.
- Damit ist eine Schere zwischen tatsächlicher und erwarteter Volatilität aufgegangen. Typischerweise deutet dies auf etwas vorsichtigere Anleger.

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 - 25.08.2023



## Global

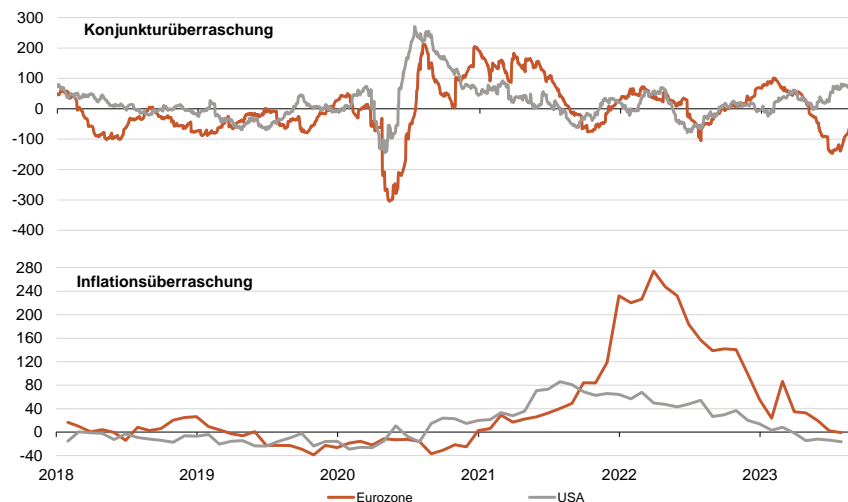


- Die Konjunkturdaten kamen in den letzten drei Monaten sowohl für die Industrienationen als auch die Schwellenländer im Aggregat im Einklang mit den Erwartungen rein.
- Die Inflationsüberraschungen in den Industrienationen und Schwellenländern setzten in den letzten 2 Wochen den Abkühlungstrend auf aggregierter Ebene hingegen fort.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 25.08.2023

## Eurozone & USA

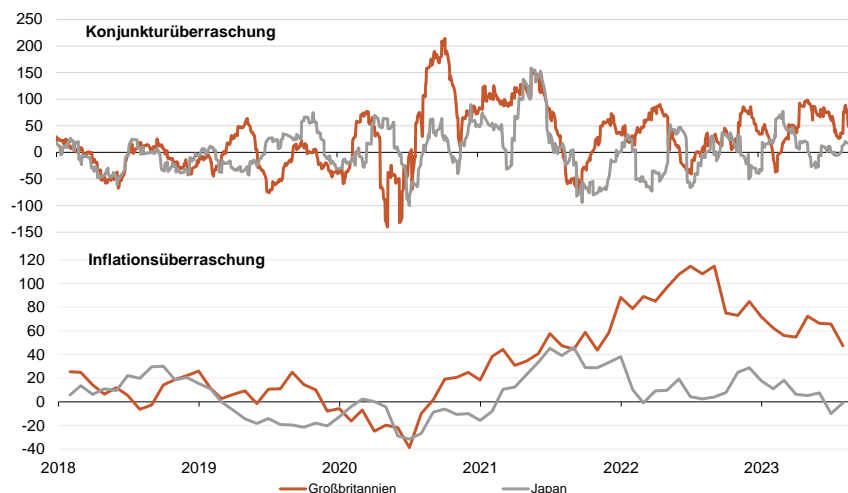


- Die vorläufigen PMI-Lesungen für Deutschland und den Euroraum übertrafen die Erwartungen, dagegen enttäuschten leicht die Daten aus Frankreich. Der deutsche Ifo-Index kam ebenfalls unter den Erwartungen raus.
- Im Gegensatz zu der Eurozone kamen auf der anderen Seite des Atlantiks die vorläufigen PMI-Daten unter den Erwartungswerten raus. Außerdem fielen die Auftragseingänge für langlebige Güter sowie der Empire State Manufacturing Index kühler als erwartet aus.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 25.08.2023

## Großbritannien & Japan



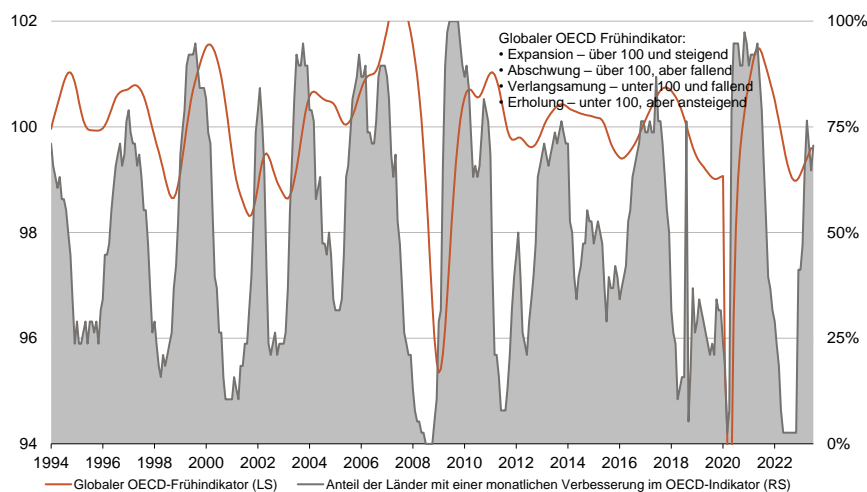
- Die vorläufigen BIP-Zahlen für das zweite Quartal überraschten in Japan positiv, die Fabrikaktivitäten verzeichneten im August einen leichten Anstieg gegenüber dem Vormonat.
- In Großbritannien belasteten die enttäuschenden PMI-Werte das Konjunktur-bild.

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 übertrafen 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 - 25.08.2023



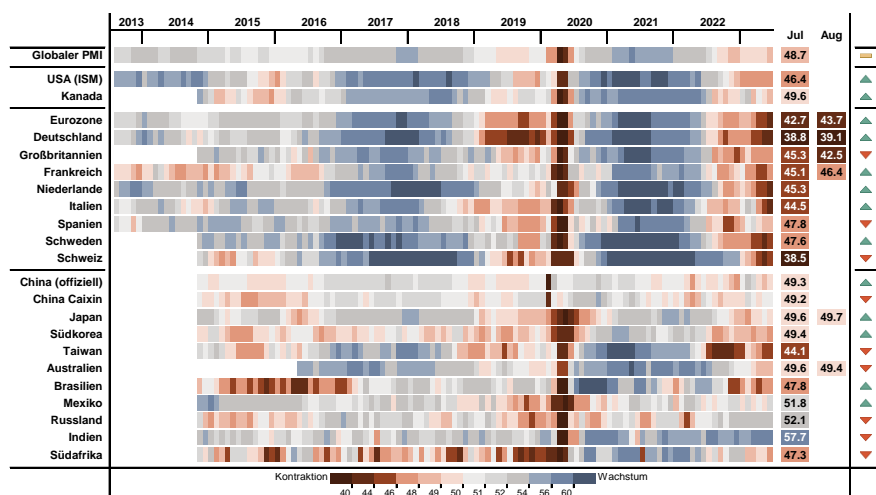
## OECD Frühindikator



- Die Verbesserung des OECD-Frühindikators setzte sich im Juli mit einem 14-Monats-Hoch von 99,7 weiter fort.
- Über 70% der Länder erreichten im Juli einen besseren Wert gegenüber dem Vormonat, was die Breite der Erholung andeutet.

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

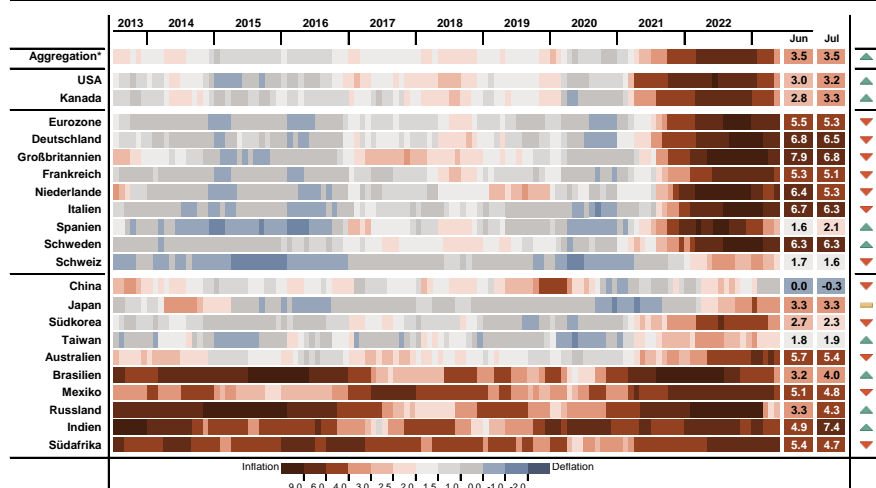
## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die Einkaufsmanagerdaten für die Eurozone verzeichneten im August einen leichten Anstieg der Industrieaktivität, mit einem einheitlichen Bild in Deutschland und Frankreich. Im Gegensatz notierte Großbritannien den niedrigsten PMI-Stand seit Frühling 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 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: 25.08.2013 - 25.08.2023

## Gesamtinflation

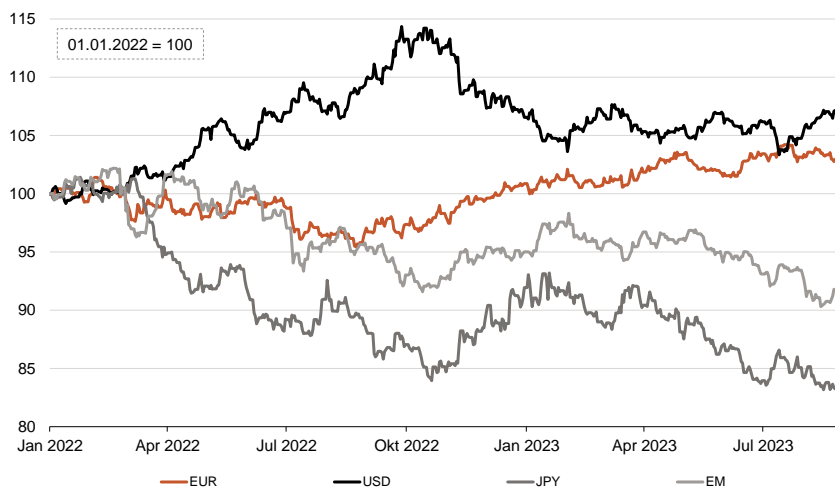


- Die Inflationsdaten in Großbritannien verzeichneten im Juli einen Rückgang der Teuerungsrate gegenüber dem Vorjahr auf ein 17-Monats-Tief, maßgeblich getrieben durch Nahrungsmittel und Wohnungs- und Haushaltsdienstleistungen.
- In den Schwellenländern rutschte China in die Disinflation mit einer Juli-Notierung von -0.3% im Jahresvergleich.

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: 25.08.2013 - 25.08.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

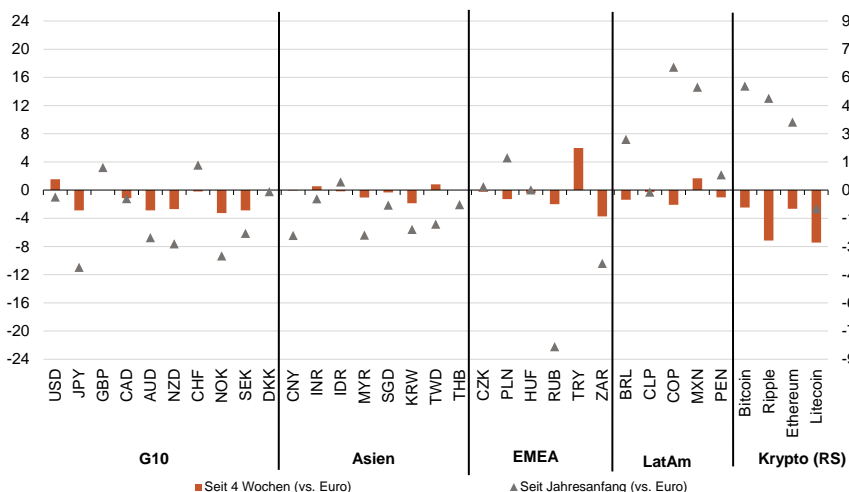


- Der US-Dollar setzte seinen Aufwertungs-trend auf handelsgewichteter Basis in den letzten Wochen fort, dank steigender US-Zinsen.
- Die Schwellenländerwährungen brachen den Trend der letzten 6 Wochen und verbuchten Gewinne.
- Der japanische Yen setzte seinen Abwärtstrend hingegen fort.

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 - 25.08.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

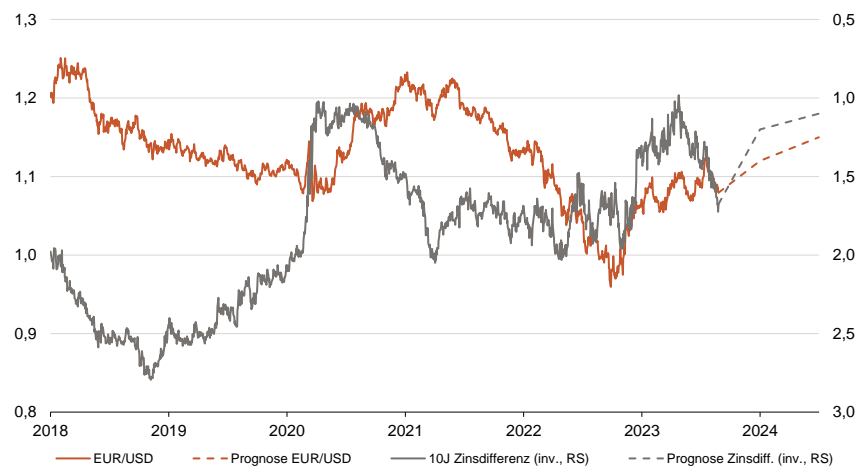


- Der Euro wertete gegenüber den meisten hier dargestellten Währungen in den letzten vier Wochen auf. Der Dollar und der mexikanische Peso waren die wenigen Ausnahmen, die gegenüber der Währung der Eurozone zulegten.
- Die türkische Lira verzeichnete im vergangenen Monat ebenfalls Gewinne gegenüber dem Euro, dank einer kräftigen Zinsanhebung der türkischen Zentralbank.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 25.08.2023

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs fiel in den letzten Wochen unter die Marke von 1,08 und handelt damit auf dem Niveau des Frühsommers.
- Maßgeblich für den starken US-Dollar ist die gestiegene Zinsdifferenz zwischen US-Treasuries und Bundesanleihen, die jüngst den höchsten Stand seit Ende 2022 erreichte.

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 (28.07.23 - 25.08.23)		25.08.22	25.08.21	25.08.20	25.08.19	24.08.18
	■ YTD (30.12.22 - 25.08.23)		25.08.23	25.08.22	25.08.21	25.08.20	25.08.19
Energie	3,0	3,2	3,3	58,5	28,7	-34,6	-11,8
Gesundheit	1,7	9,5	7,0	1,6	17,4	11,1	12,0
Basiskonsumgüter	-2,8	4,3	-3,0	6,3	13,4	-3,6	12,5
Versorger	-3,0	7,3	0,7	0,3	14,7	13,9	17,8
Value	-3,3	7,7	9,6	0,6	29,7	-9,4	-5,9
Growth	-4,2	10,3	4,8	-9,2	29,9	9,6	5,3
Finanzen	-4,8	10,0	17,0	-4,5	38,2	-11,0	-10,2
Telekommunikation	-5,2	5,9	-5,7	-6,6	25,0	-13,5	0,5
Industrie	-5,6	12,1	12,7	-13,8	37,8	7,8	-0,7
Informationstechnologie	-6,4	17,0	9,4	-22,9	42,6	24,9	-1,9
Grundstoffe	-6,6	-0,2	0,2	-8,3	40,2	14,0	-7,2
Zyklische Konsumgüter	-7,6	14,9	13,9	-12,0	43,3	-0,1	-0,8

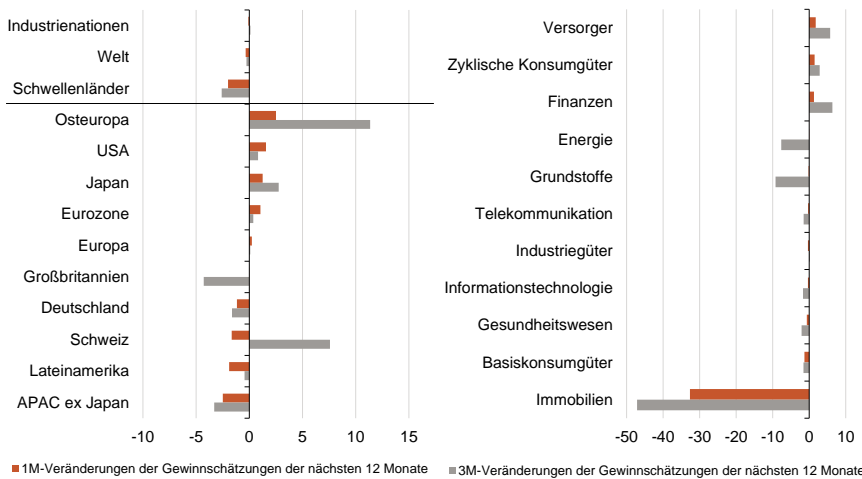
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Der schnelle und starke Anstieg der US-Zinsen ließ die Aktienmärkte nicht unangetastet. Der Energie- und defensive Gesundheitssektor entwickelte sich über die letzten vier Wochen noch am besten.
- Technologieaktien, welche den Großteil ihrer Cashflows später in der Zukunft nun mit einem höheren Zins diskontieren, litten unter den hohen Zinsen besonders und mussten so ihre Gewinne aus den Vorwochen zu Teilen wieder abgeben.

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: 24.08.2018 - 25.08.2023

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen

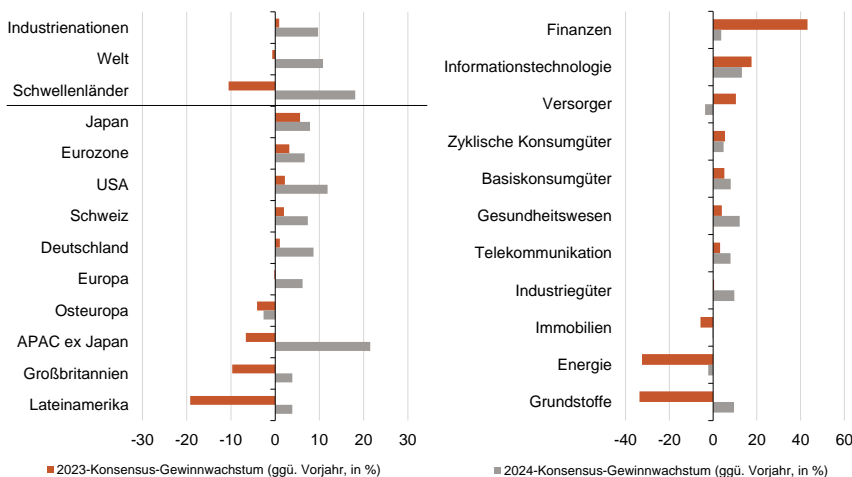


- Die Analysten haben ihre Gewinnsschätzungen für Aktien aus den Industrienationen nur marginal nach unten revidiert.
- Deutlich negative Revisionen erfuhren hingegen Aktien aus den Schwellenländern. Die anhaltenden Konjunkturtäuschungen aus China stellen weiter eine Belastung dar.
- In Europa erfuhren auf Sektorebene der zinsensensitive Immobiliensektor die negativsten Gewinnrevisionen.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen für die nächsten 12 Monate der regionalen sowie Europa Sektor MSCI Indizes, in Prozent.

Quelle: FactSet, Stand: 25.08.2023

## Gewinnwachstum



- 2023 erwarten die Analysten für die Industrienationen gering positives Gewinnwachstum. Eine negative Ausnahme bildet Großbritannien. Die hohe Inflation und straffe Zinspolitik lasten auf der britischen Konjunktur.
- Für die Schwellenländer erwarten die Analysten 2023 hingegen einen deutlichen Gewinnrückgang. Neben China sind hier die rohstoffintensiven Länder in Lateinamerika betroffen.

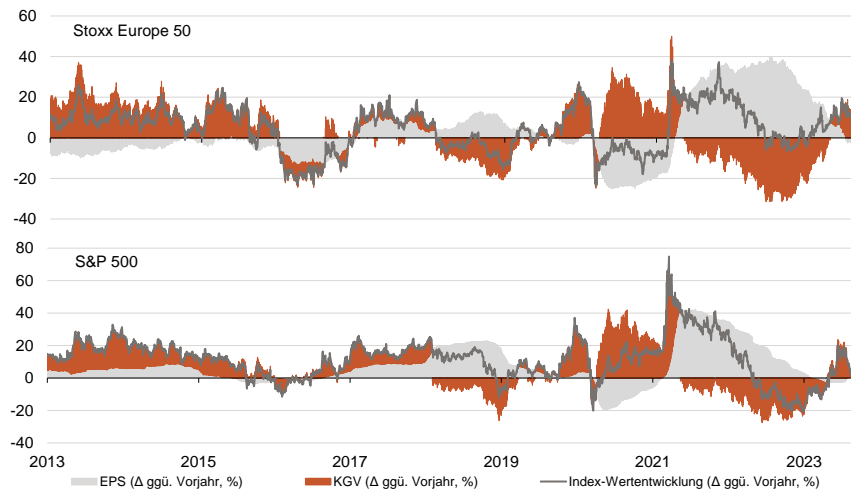
Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnsschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik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

Quelle: FactSet, Stand: 25.08.2023





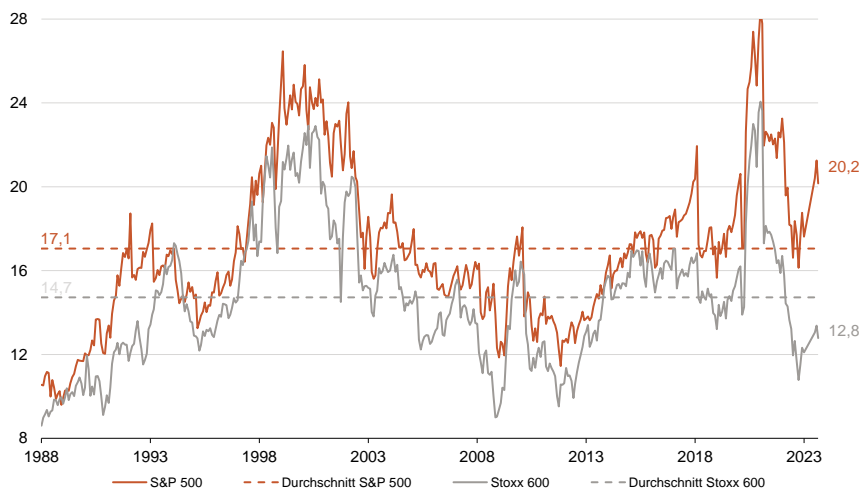
## Kontributionsanalyse



- Der rapide (Real-)Zinsanstieg hat der starken Aktienentwicklung der letzten Wochen, welche mehrheitlich das Resultat einer Bewertungsausweitung war, einen Dämpfer verpasst. Infolgedessen notieren sowohl der S&P 500 als auch der Stoxx Europe 50 ähnlich der Niveaus Anfang Juli.
- Die Gewinnentwicklung hat sich über den August nur unwesentlich 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 - 25.08.2023

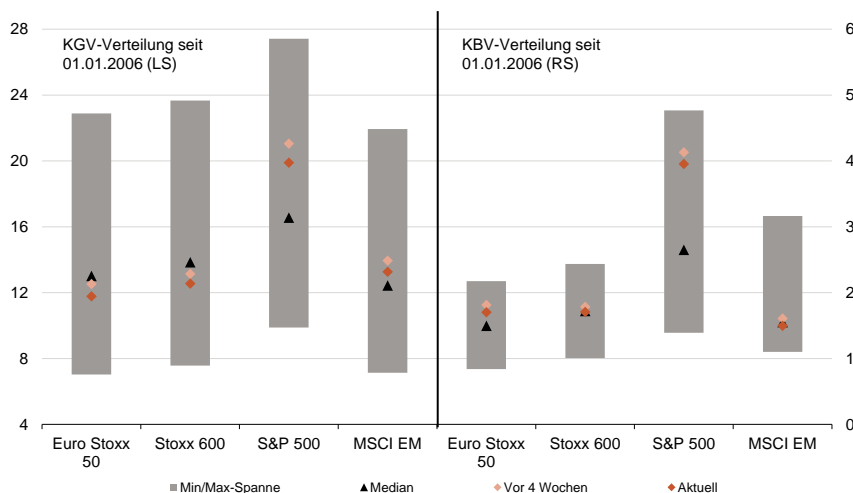
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die hohen US-Zinsen – die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen überschritt zwischenzeitlich die 4,3 %-Marke und erreichte damit den höchsten Stand seit 16 Jahren – setzte der Bewertungsausweitung seit Jahresbeginn abrupt ein Ende.
- Das KGV auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate ist für den S&P 500 nun wieder auf 20,2x gerutscht. Der S&P 500 ist somit immer noch historisch teuer bewertet.

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 - 25.08.2023

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

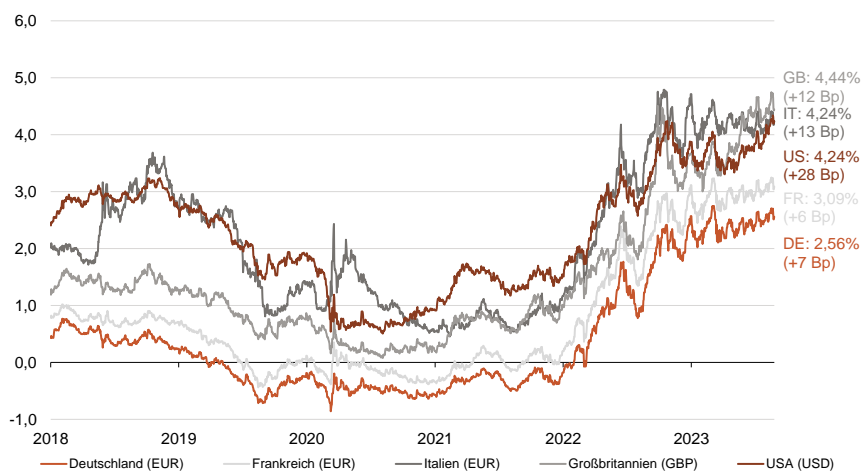


- Der starke US-Zinsanstieg hat Spuren hinterlassen. Basierend auf dem KGV ist in den letzten vier Wochen sowohl der S&P 500, der Euro Stoxx 50, Stoxx 600 als auch der MSCI für Schwellenländer günstiger geworden.
- Gleiches gilt für das KBV. Auch hier sind die Bewertungen im Vier-Wochen-Vergleich günstiger 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 - 25.08.2023



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

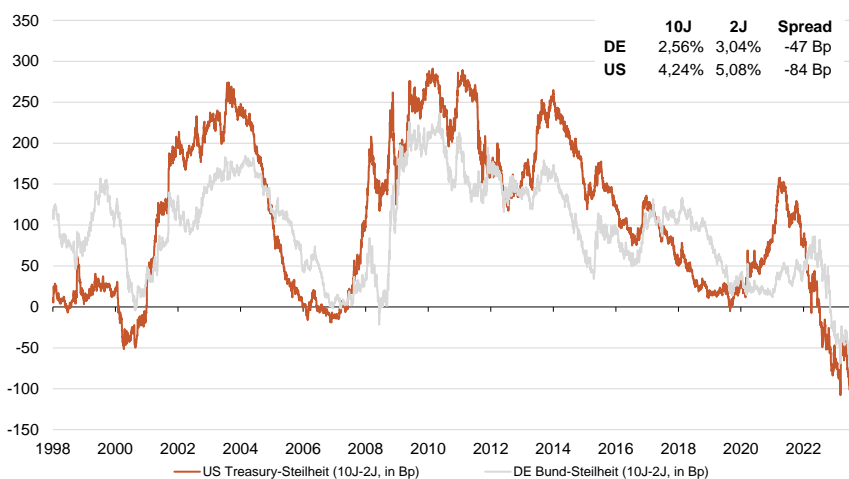


- Sichere Staatsanleihen erfuhren über die letzten vier Wochen weitere Renditeanstiege. Hervorzuheben ist der deutliche Zinsanstieg bei 10-jährigen US-Staatsanleihen von 28 Basispunkten.
- Treiber hinter dem starken Renditeanstieg war zum einen die starken Neuemissionen am langen Ende der Zinskurve, zum anderen die gestiegenen langfristigen Inflationserwartungen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 25.08.2023

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

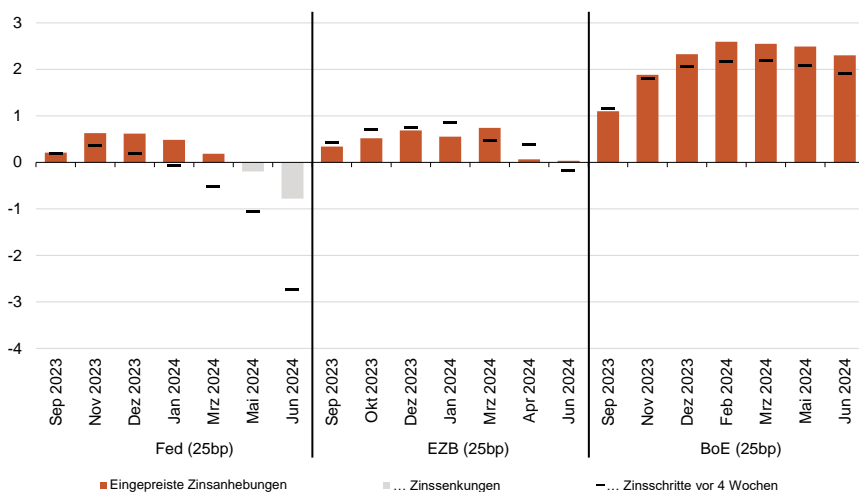


- Die US-Renditestrukturkurve wies aufgrund stärker gestiegener Zinsen am langen Ende der Zinskurve eine Verteilung auf. Die Inversion liegt nun bei 84 Basispunkten.
- Auch die deutsche Renditestrukturkurve hat sich zuletzt wieder leicht versteilert und notiert nun mit einer Inversion von 47 Basispunkten.

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 - 25.08.2023

## Implizite Leitzinsveränderungen



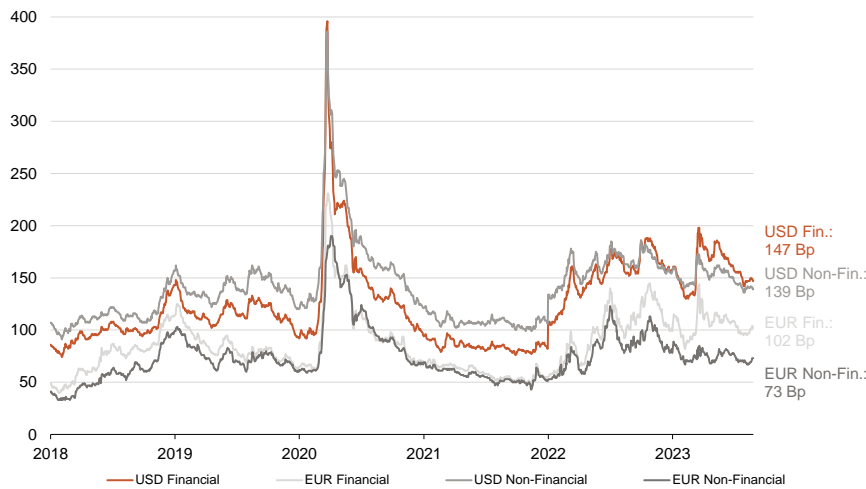
- Bezüglich der weiteren US-Zinspolitik gab die mit Spannung erwartete Konferenz der US-Notenbank in Jackson Hole letzten Freitag tiefere Einblicke.
- Fed-Vorsitzender Jerome Powell signalisierte, dass die Zinsen hoch bleiben werden und sogar noch weiter steigen könnten, sollte sich die die Wirtschaft und Inflation nicht abkühlen. Die Märkte rechnen für die nächste Sitzung im September mit einer Pause.

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: 25.07.2023 - 25.08.2023



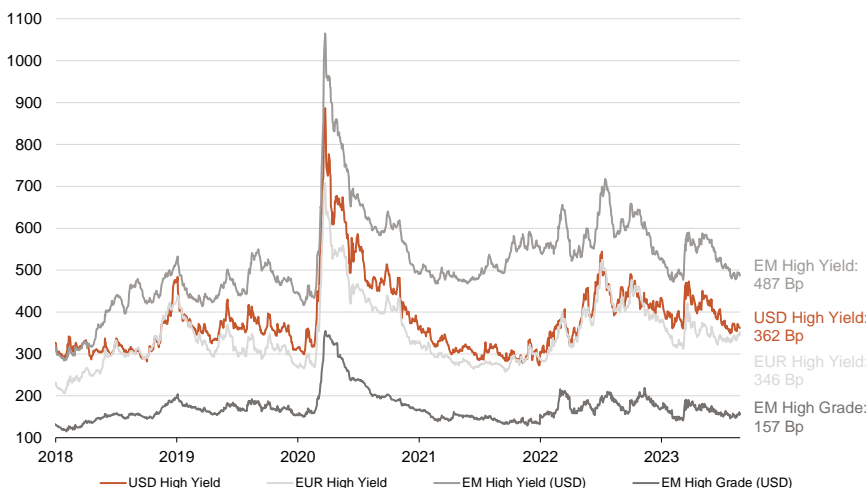
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge von EUR-Finanzanleihen weiteten sich über die letzten vier Wochen leicht aus und lasteten auf den Kursen. Nicht-Finanzanleihen in EUR sahen nur eine geringfügige Spreadausweitung. Die Risikoaufschläge von Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) in EUR sind damit im Vergleich zur eigenen 10-jährigen Historie weiter erhöht.
- USD-Finanz- und Nicht-Finanzanleihen sahen hingegen eine leichte Spreadeingangung über die letzten vier Wochen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 25.08.2023

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Im Vergleich zu IG-Anleihen gab es bei Hochzinsanleihen in dem aktuellen Risk-Off-Umfeld eine deutlichere Bewegung.
- Die größte Spreadausweitung erfuhren europäische Hochzinsanleihen mit rund 11 Basispunkten gefolgt von US-Hochzinsanleihen mit 7 Basispunkten.

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 - 25.08.2023

## Anleihe-segmente in der Übersicht

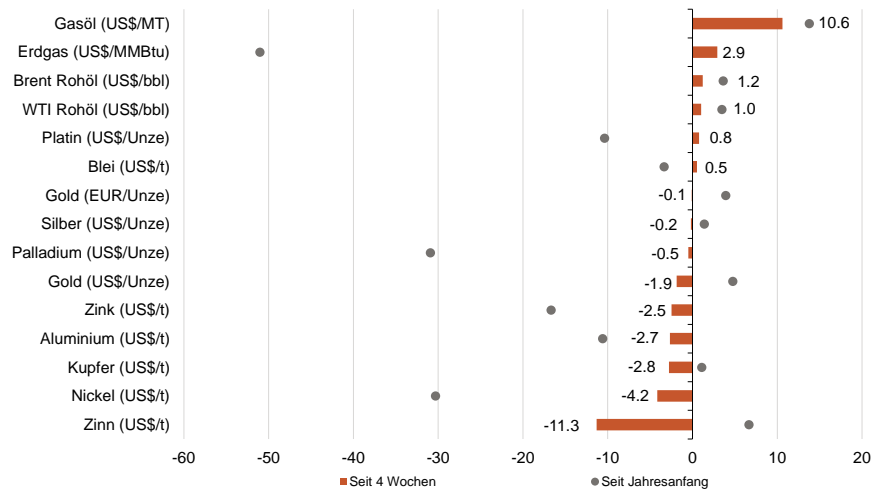
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	25/08/22 25/08/23	25/08/21 25/08/22	25/08/20 25/08/21	25/08/19 25/08/20	25/08/18 25/08/19
<b>EUR Government</b>	3,29	0,08	7,1	-	-	-	-0,6	1,5	-5,7	-13,7	0,9	0,0	10,7
Germany	2,70	0,08	7,1	-	-	-	-0,6	0,5	-7,4	-11,9	-0,1	-2,0	8,0
<b>EUR Corporate</b>	4,36	0,08	4,5	84	3	63	-0,2	2,7	-1,1	-11,9	2,7	-0,7	6,4
Financial	4,62	0,09	3,8	102	5	72	-0,1	2,7	-0,5	-10,1	2,3	-0,3	5,8
Non-Financial	4,19	0,07	4,9	73	2	57	-0,2	2,8	-1,4	-13,0	2,9	-0,9	6,7
<b>EUR High Yield</b>	7,54	0,11	3,1	346	11	57	0,4	5,4	4,7	-11,2	8,8	0,0	5,1
<b>US Treasury</b>	4,65	0,23	6,2	-	-	-	-1,6	-0,2	-3,7	-10,2	-2,7	7,6	10,3
<b>USD Corporate</b>	5,84	0,27	6,7	141	-2	59	-1,5	2,0	-1,0	-13,3	2,0	7,9	12,7
Financial	6,09	0,24	5,0	147	-1	74	-0,9	2,3	0,0	-11,2	1,9	7,8	11,3
Non-Financial	5,72	0,28	7,5	139	-1	50	-1,9	1,8	-1,4	-14,3	2,0	8,0	13,3
<b>USD High Yield</b>	8,67	0,23	3,9	362	7	42	-0,5	6,1	3,9	-8,2	10,0	4,0	6,1
<b>EM High Grade</b>	6,08	0,29	5,2	157	3	29	-1,3	1,9	0,4	-13,5	2,6	5,3	10,5
<b>EM High Yield</b>	10,34	-0,02	3,8	487	-14	33	-0,2	2,5	4,8	-20,9	7,6	7,1	10,0

- Über den vergangenen Monat wiesen mit Ausnahme von europäischen Hochzinsanleihen alle Rentensegmente eine negative Performance vor. Schwächste Segmente waren US-Staats- und Unternehmensanleihen, welche unter dem starken US-Zinsanstieg litten.
- Bei Schwellenländern hielten sich Hochzinsanleihen mit einer Spreadeingangung von 14 Bp besser als ihre IG-Pendants.

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: 25.08.2018 - 25.08.2023



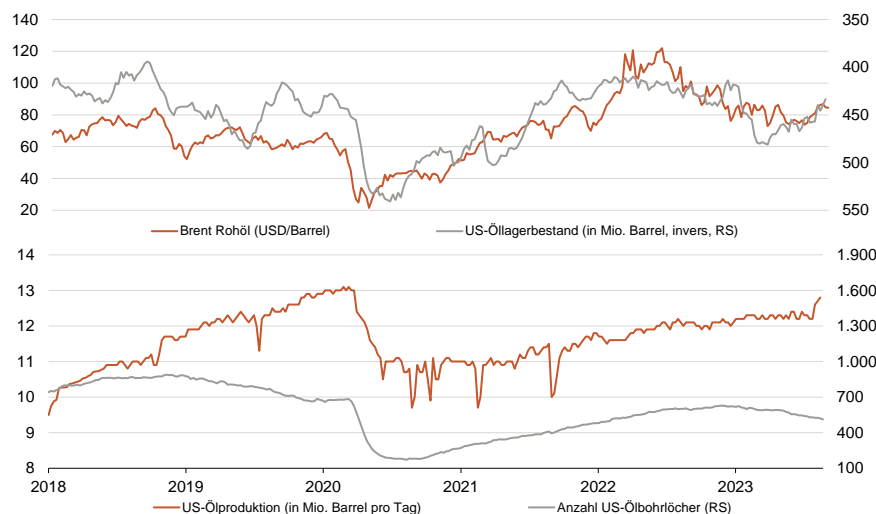
Performance Rohstoffe



- Im Umfeld sich abschwächender Konjunkturdaten taten sich viele Rohstoffe schwer über den letzten Monat.
- Vor allem Energierohstoffe weisen noch positive Renditen über die letzten vier Wochen auf, allerdings entwickelte sich auch dieser Sektor zuletzt schwächer.
- Selbst Gold ist über einen Monat negativ aufgrund des Realzinsanstieges.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 25.08.2023

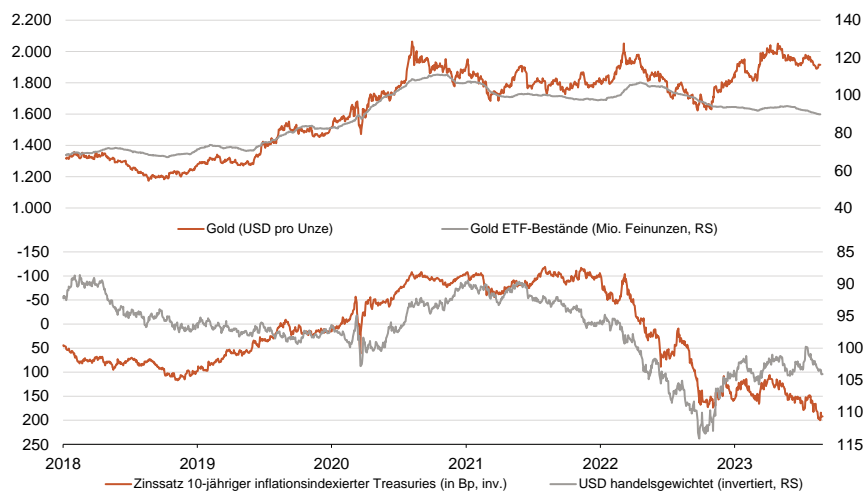
Rohöl



- Nach der fulminanten Rallye im Juli entwickelte sich der Rohölpreis zuletzt volatil seitwärts.
- Zum einen deuten die letzten Konjunkturdaten sowohl aus dem Westen als auch aus China auf eine schwächere Nachfrage. Zum anderen produzieren ein paar Ölstaaten, wie etwa der Iran, mehr Öl als erwartet.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölböhrer indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 25.08.2023

Gold



- In den letzten Wochen litt Gold nicht nur unter dem wiedererstarteten Dollar, sondern vor allem unter den kräftig gestiegenen Realzinsen. Der Realzins für 10J-TIPS notierte erstmals seit 2009 bei der Marke von 2%.
- Jüngst profitierte der sichere Hafen von dem trüberen Konjunkturausblick infolge der enttäuschenden PMIs.

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 - 25.08.2023

**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](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: 28. August 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)