

### Aktueller Marktkommentar

Es mehren sich die Zeichen, dass wir uns eher spät als früh im Wirtschaftszyklus befinden. Die Zinskurven sind stark invertiert, die Rohstoffpreise steigen, zeitgleich warnen immer mehr Einzelhandelsunternehmen, dass die Konsumlaune nachlässt. Die US-Arbeitslosigkeit steigt langsam an, auch weil immer mehr Unternehmen Konkurs anmelden. Die Folgen der strafferen Geldpolitik („long and variable lags“) werden nun immer sichtbarer. Zeitgleich sind viele Investoren nicht mehr so vorsichtig positioniert wie zu Anfang des Jahres. Vor allem systematische Strategien haben ein überdurchschnittliches Aktien-Exposure. Und auch der Optionsmarkt indiziert, dass die Investoren selbstgefällig sind. So hat der VIX kürzlich auf Wochenbasis den niedrigsten Stand seit 2019 erreicht. Vor diesem Hintergrund bleiben wir vorsichtig und bei Aktien untergewichtet, sodass wir im Falle eines Abverkaufs die sich bietenden Chancen auch nutzen können.

### Kurzfristiger Ausblick

Die kommenden zwei Wochen stehen im Zeichen der Zentralbanken. Die EZB tagt bereits am 14. September. Die US-Fed und Bank of England folgen am 20. und 21. September. Der Markt rechnet aktuell mit einer Zinspause bei der Fed. Für die BoE scheint eine weitere Zinsanhebung wahrscheinlicher, für die EZB erst ab Oktober. Konjunkturell dürfte am Dienstag die ZEW-Konjunkturerwartung (Sep.) für Deutschland und am Mittwoch die Inflationszahlen (Aug.) für die USA entscheidend sein. Der Markt erwartet aktuell einen US-Inflationsanstieg im Monatsvergleich um 0.5%. Mittwoch werden die Daten zur Industrieproduktion in Europa und das monatliche BIP (Jul.) für Großbritannien veröffentlicht. Donnerstag geben in den USA die Einzelhandelsumsätze (Aug.), die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung (9. Sep.) und der Produzentenpreisindex (Aug.) Aufschlüsse über die Robustheit des US-Konsumenten, des Arbeitsmarktes sowie der Inflation. Freitag folgen die Industrieproduktionsdaten (Aug.) für die USA und China.

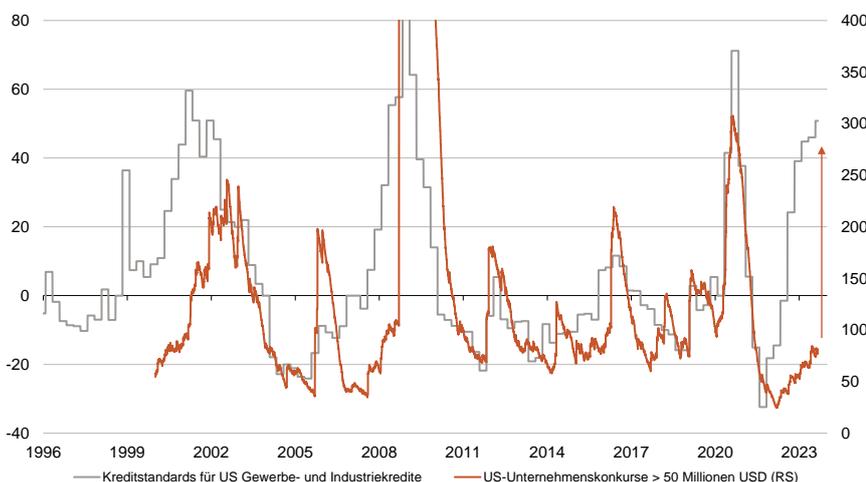
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*September-Sitzungen der Zentralbanken dürften tiefere Einblicke in weiteren Zinsverlauf geben.*

*Inflationsdaten und Konjunkturerwartungen im Fokus der Anleger.*

### Die Folgen der straffen Geldpolitik werden sichtbar - Insolvenzen steigen



- Die Effekte der Geldpolitik machen sich oft erst mit langen und variablen Verzögerungen in der Wirtschaft bemerkbar.
- Die Anzahl von Konkursmeldungen zieht nun an, ist aber trotz der deutlich gestiegenen Kreditstandards der US-Banken noch gering. Historisch hat sich diese Lücke innerhalb von 6-9 Monaten allerdings immer geschlossen.
- Auch wenn nur bedingt vergleichbar, scheint uns der Hochzinsanleihemarkt bei extrem geringer Volatilität und niedrigen Spreads zu sorglos. Anleger sollten daher nur noch selektiv Kreditrisiken eingehen.

Quelle: Bloomberg, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Zeitraum: 01.01.1995 - 31.08.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (11.08.23 - 08.09.23)	YTD (30.12.22 - 08.09.23)	08.09.22	08.09.21	08.09.20	08.09.19	07.09.18
			08.09.23	08.09.22	08.09.21	08.09.20	08.09.19
Brent	8,1	12,2	7,7	82,4	84,3	-41,8	-11,2
Industriemetalle	-11,8	2,8	-7,9	9,4	38,9	-5,8	9,2
Gold	2,6	5,3	4,9	12,9	-7,7	20,1	31,9
USD/EUR-Wechselkurs	0,1	2,3	-6,6	18,2	-0,4	-6,3	4,7
Aktien Industrienationen	1,6	14,8	5,9	0,9	35,3	2,8	8,9
Globale Wandelanleihen	1,1	7,4	-5,4	-8,1	32,8	16,6	4,2
Euro-Übernachteinlage	0,3	2,0	2,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4
EUR Staatsanleihen	0,2	1,8	-1,8	-9,5	0,2	-0,4	5,8
EUR Unternehmensanleihen	0,1	2,9	1,1	-13,6	1,9	0,0	6,6
Aktien Frontier Markets	0,0	11,0	-5,9	-3,2	33,3	-11,5	13,1
Aktien Emerging Markets	0,0	4,0	-2,7	-11,1	22,9	3,3	5,9
REITs	-0,1	-2,7	-19,7	1,7	32,5	-18,6	21,4

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

- Rohöl setzte seinen Aufwärtstrend in den letzten zwei Wochen weiter fort, mit der Brent-Notierung auf dem höchsten Stand seit November 2022 dank der Ankündigung Saudi-Arabiens über eine länger als erwartete Produktionskürzung bis Dezember 2023. Auch die Industriemetalle und Gold entwickelten sich trotz der Stärke des US-Dollars positiv.
- Die EUR Staats- und Unternehmensanleihen traten angesichts der Unsicherheit über die nächsten Schritte der EZB auf der Stelle.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.09.2018 - 08.09.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (11.08.23 - 08.09.23)	YTD (30.12.22 - 08.09.23)	08.09.22	08.09.21	08.09.20	08.09.19	07.09.18
			08.09.23	08.09.22	08.09.21	08.09.20	08.09.19
MSCI Japan	2,6	12,8	11,2	-12,7	26,6	1,9	3,5
S&P 500	2,3	17,5	5,4	6,8	37,3	6,7	10,9
Stoxx Europa Defensiv	1,6	9,7	11,7	3,6	20,3	-4,4	10,7
MSCI EM Asien	0,4	3,5	-3,2	-12,5	20,1	13,1	2,6
MSCI Großbritannien	0,3	6,5	7,5	8,4	30,6	-18,1	4,2
Stoxx Europa 50	-0,3	11,0	16,5	0,0	24,9	-5,2	11,0
DAX	-0,6	13,0	22,0	-17,3	20,4	6,4	1,9
MSCI USA Small Caps	-0,8	7,4	-3,1	2,3	52,5	-7,0	-2,0
Stoxx Europa Zyklisch	-1,9	9,8	15,2	-15,7	39,7	-2,0	-0,9
Euro Stoxx 50	-1,9	14,2	23,7	-13,7	30,1	-4,5	9,1
Stoxx Europa Small 200	-2,1	4,7	5,8	-24,6	39,7	1,6	1,7
MSCI EM Osteuropa	-8,1	17,7	35,6	-84,0	48,4	-20,7	26,8

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europa 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.

- Schlechter als erwartete Wirtschaftsdaten in Europa belasteten die europäischen Aktien. Besonders enttäuschend waren die Auftragseingangs- und Produktionszahlen der deutschen Industrie, gefolgt von schwachen BIP-Wachstumswerten in der Eurozone für das zweite Quartal.
- US-Aktien stiegen hingegen leicht an, getrieben vor allem durch die USD-Aufwertung.
- Die Underperformance der Nebenwerte hat zuletzt angehalten.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.09.2018 - 08.09.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (11.08.23 - 08.09.23)	YTD (30.12.22 - 08.09.23)	08.09.22	08.09.21	08.09.20	08.09.19	07.09.18
			08.09.23	08.09.22	08.09.21	08.09.20	08.09.19
US-Staatsanleihen	-0,4	2,2	-8,9	5,2	-2,6	0,6	16,0
Britische Staatsanleihen	-1,1	1,5	-6,2	-24,4	1,3	4,0	11,8
EM-Staatsanleihen (hart)	1,3	3,5	-1,9	-6,4	3,8	-3,9	20,6
EUR Hochzinsanleihen	0,5	6,1	6,9	-12,7	8,5	0,1	6,0
EUR Finanzanleihen	0,3	3,3	1,5	-12,7	2,0	0,0	6,1
USD Hochzinsanleihen	0,3	6,9	6,2	-10,2	11,0	3,0	7,0
Deutsche Staatsanleihen	0,2	0,7	-5,2	-13,4	-1,4	-1,2	8,0
USD Unternehmensanleihen	0,0	2,1	1,2	-15,3	2,3	7,9	13,5
Chinesische Staatsanleihen	0,0	3,4	2,9	5,4	5,7	2,4	7,3
EUR Nicht-Finanzanleihen	-0,1	2,7	0,8	-14,2	1,8	0,0	6,9
EM-Staatsanleihen (lokal)	-0,3	5,5	2,1	-4,2	3,8	-6,9	20,4
Italienische Staatsanleihen	-0,3	3,9	0,0	-15,7	3,4	0,7	16,5

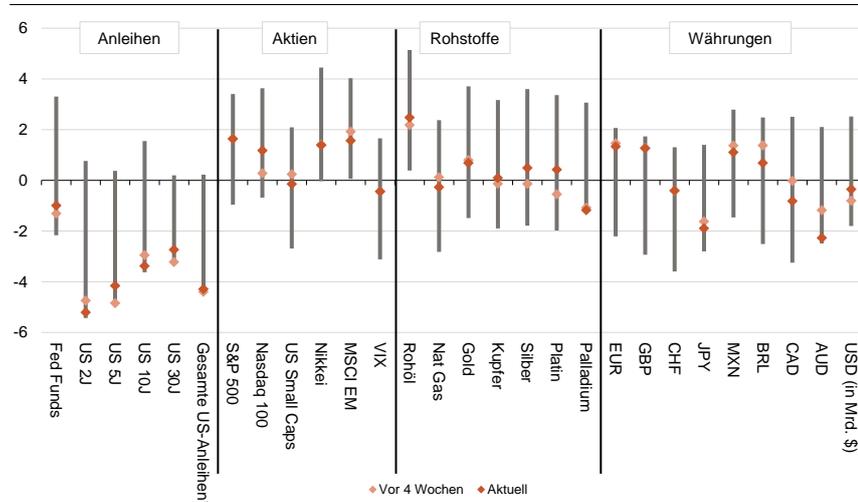
Deutsche Staatsanleihen: IBOXX Euro Germany Sov TR; Italienische Staatsanleihen: IBOXX Euro Italy Sov TR; US-Staatsanleihen: ICE BoFA US Treasury TR; Britische Staatsanl.: IBOXX Sterling Gilts Overall TR; Chinesische Staatsanl.: ICE BoFA China Govt; EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: 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

- Neben US- und Schwellenländerstaatsanleihen (im Hartwährungssegment) haben auch britische Staatsanleihen in den letzten vier Wochen auf Euro-Basis zugelegt.
- Der starke US-Dollar belastete weiterhin EM-Staatsanleihen in lokaler Währung, während italienische Staatsanleihen aufgrund höherer Haushaltsdefizitprognosen für dieses Jahr das Schlusslicht bildeten. Der BTP-Bund Spread weitete sich auf den höchsten Stand seit Juli dieses Jahres aus.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.09.2018 - 08.09.2023



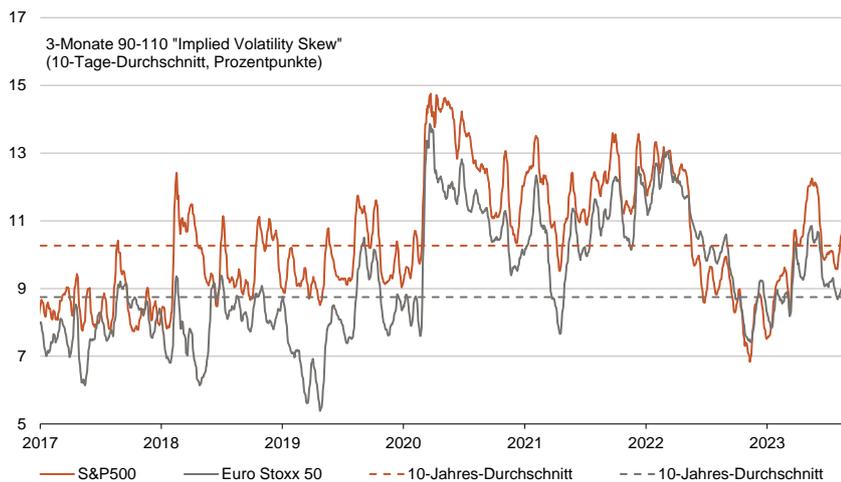
Spekulative Positionierung



- Asset Manager und Leveraged Funds haben über den letzten Monat trotz der starken Rallye seit Jahresanfang Long-Positionen in US-Techtiteln aufgebaut.
- In zyklischeren Segmenten wie US-Small Caps oder Schwellenländeraktien haben sie hingegen Exposure reduziert.

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: 05.09.2013 - 05.09.2023

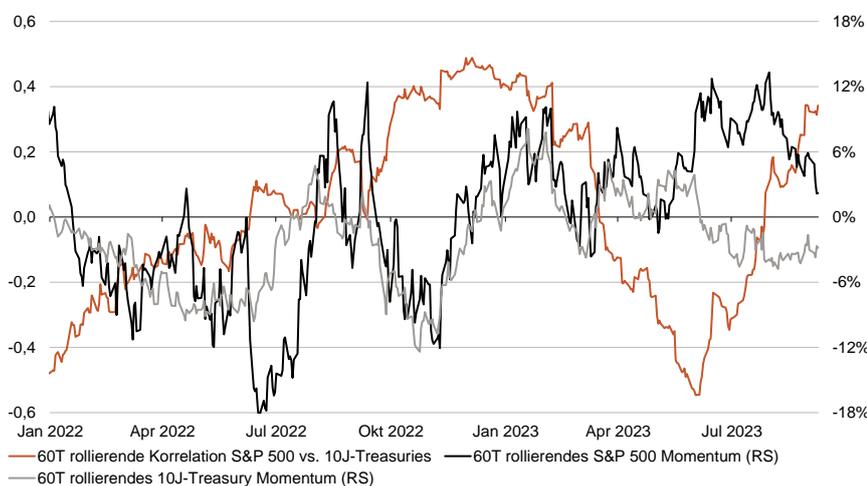
Put-Call-Skew



- Die Skew hat sich zuletzt sowohl in den USA als auch in Europa verflacht, auch weil die implizite Volatilität leicht gefallen ist.
- Anleger verspüren also derzeit kein besonders großes Bedürfnis nach Absicherungen trotz schlechterer Makrodaten bei anhaltend hohen Zinsen.

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: 08.09.2013 - 08.09.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

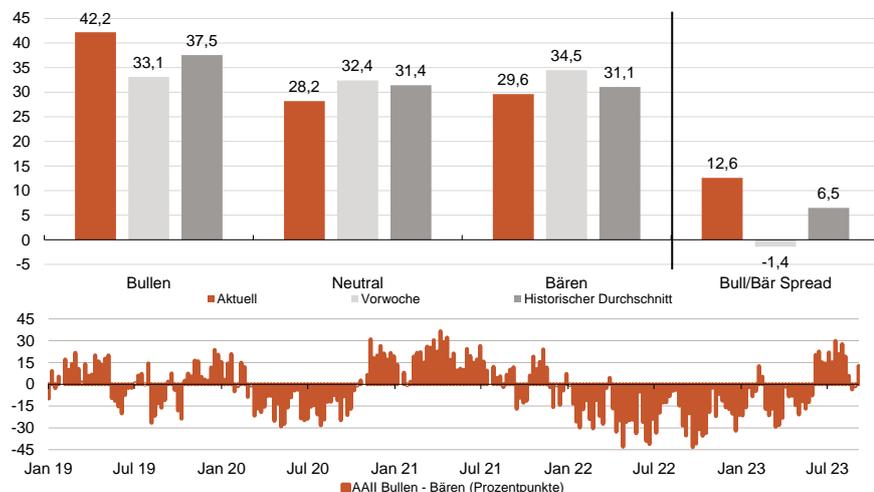


- Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist nahe den Höchstständen dieses Jahres. Risk-Parity-Strategien dürften daher trotz niedriger realisierter Volatilität ihre Aktienquoten zurückgefahren haben.
- Mit der Abschwächung des Momentum bei Aktien dürften CTAs ebenfalls ihre Aktienquoten reduziert haben.

Das 60-Tage-Momentum gibt die rollierende Rendite der letzten 60 Tage an. Je stärker das Momentum steigt (fällt), desto mehr bauen systematische Momentum-Strategien ihre Positionen in der entsprechenden Anlageklasse auf (ab). Vorzeichenwechsel der Rendite markieren wichtige Wendepunkte. Die 60-Tage-Korrelation gibt an, wie gleichgerichtet sich Aktien und Anleihen bewegen. Je höher (niedriger) die Korrelation, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.  
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 08.09.2023



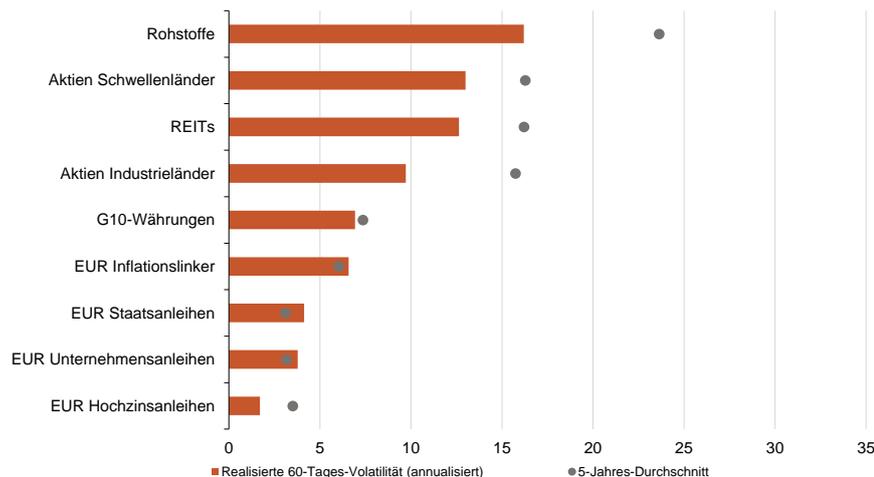
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die schlechte Stimmung der US-Privatanleger hat gerade einmal zwei Wochen gehalten. Mittlerweile überwiegen die Bullen die Bären schon wieder um fast 13 Pp.
- Der jüngste Optimismus ist erstaunlich angesichts der enttäuschenden Konsumentenumfragen vom Conference Board oder der University of Michigan.

Die von der American Association of Individual Investors durchgeführte Sentiment-Umfrage ermittelt den prozentualen Anteil der jeweiligen Privatanleger, die auf Sicht von sechs Monaten optimistisch, pessimistisch oder neutral für den US-Aktienmarkt gestimmt sind. Sie wird seit 1987 durchgeführt. Die Umfrage wird von Donnerstag bis Mittwoch durchgeführt, und die Ergebnisse werden jeden Donnerstag veröffentlicht. Für den Aktienmarkt ist es tendenziell unterstützend, wenn es einen hohen Anteil an Bären und einen geringen Anteil an Bullen gibt. Tendenzuell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.  
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 07.09.2023

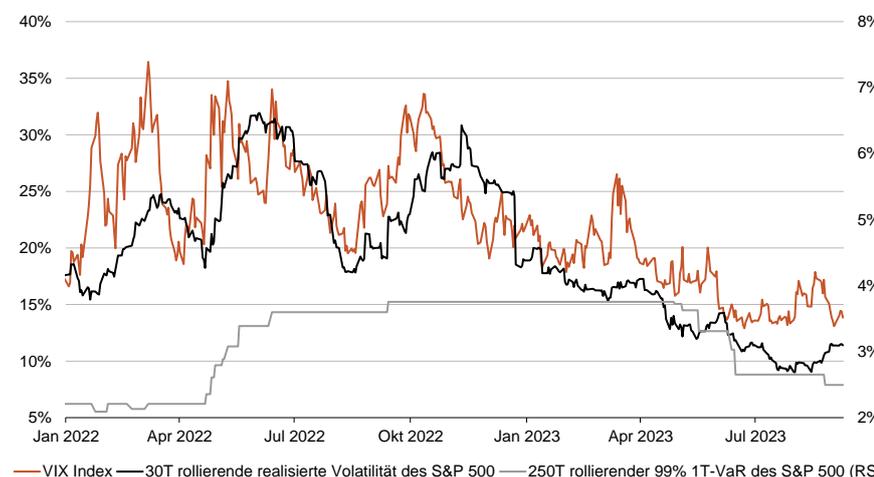
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten Volatilitäten haben sich wenig verändert über den letzten Monat.
- Hochzinsanleihen bleiben die Anlageklasse mit der mit Abstand geringsten Schwankungsbreite. Sorgen um anstehende Refinanzierungen zu deutlich höheren Zinssätzen bestehen offensichtlich noch nicht.

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: 08.09.2018 - 08.09.2023

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

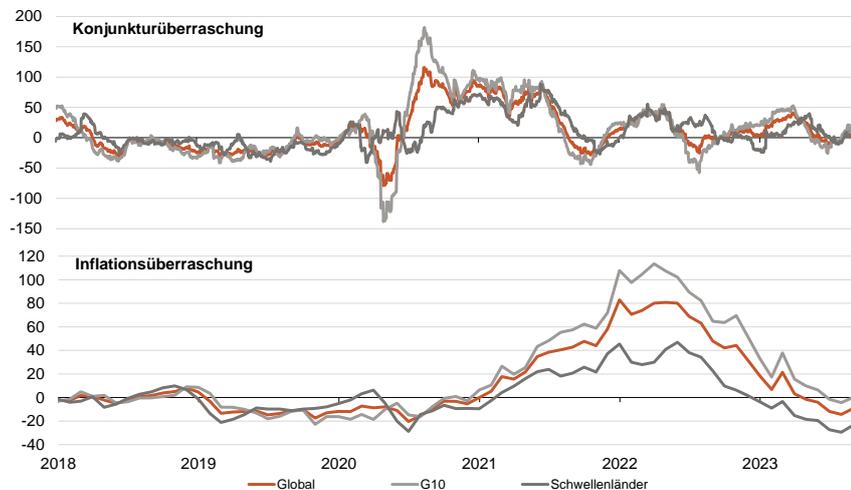


- Realisierte und implizite Volatilität haben sich über die letzten zwei Wochen von beiden Seiten wieder etwas angenähert. Die realisierte Volatilität ist gestiegen, die implizite gefallen.
- Grundsätzlich bleibt aber bei beiden das Niveau relativ niedrig.

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 - 08.09.2023



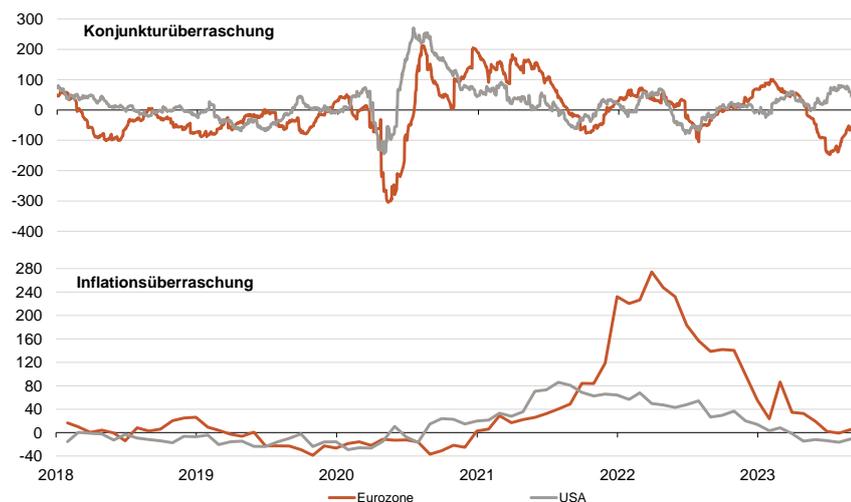
## Global



- Auf der globalen Ebene überwiegen weiter leicht positive Konjunkturüberraschungen. Positive Konjunkturdaten in den USA und Großbritannien unterstützten den Industrienationenindex, wohingegen die BIP-Daten der Eurozone enttäuschten. In China überraschten positiv die PMI-Daten für das verarbeitende Gewerbe.
- Die Inflationsdaten überraschen im Aggregat weiter negativ, allerdings ist hier der Trend in den letzten 2 Wochen gegenläufig geworden. In Frankreich überraschte die Inflation im August aufgrund höherer Energiepreise nach oben.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 08.09.2023

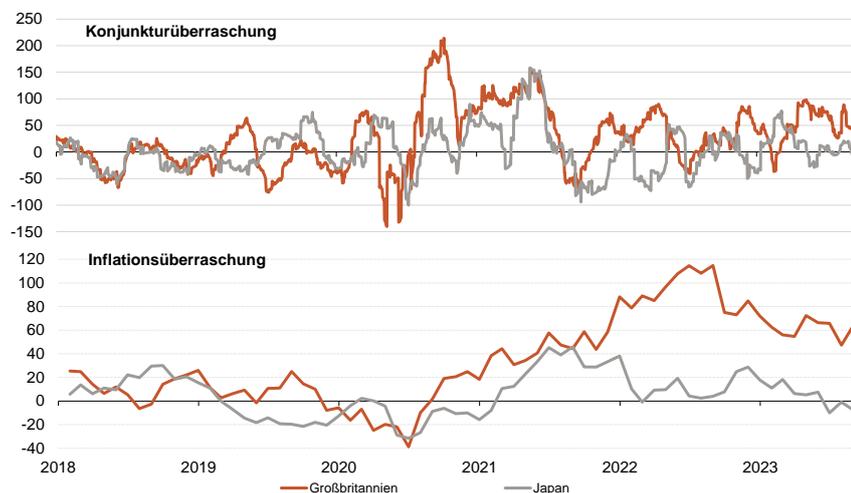
## Eurozone & USA



- Die Anzeichen für die Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft hielten an. Vor allem der ISM-Dienstleistungsindex und der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe lagen über den Erwartungen. Die Zahlen der Erstanträge für die Arbeitslosenhilfe überraschten negativ. In der Eurozone enttäuschten die Industrieproduktionszahlen sowie die Auftragsengänge in Deutschland.
- Die August-Inflationszahlen in der Eurozone fielen erneut leicht höher als erwartet aus.

Siehe Erläuterungen unten.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 08.09.2023

## Großbritannien & Japan

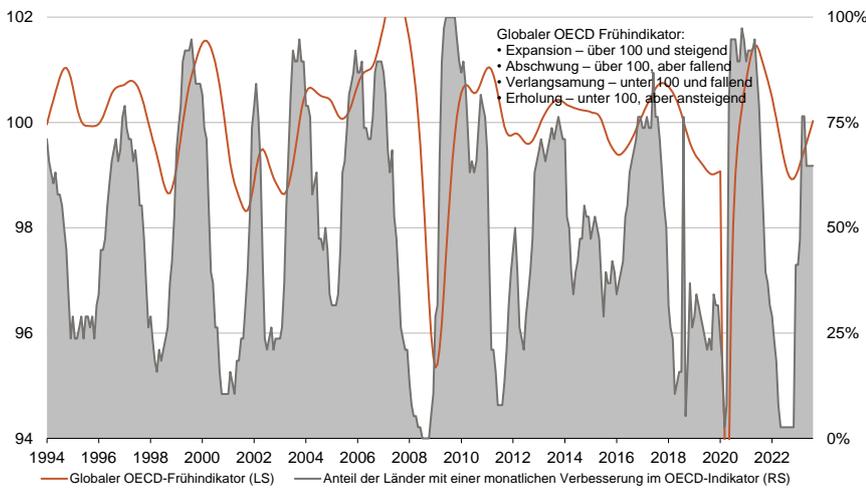


- In Großbritannien fiel der PMI-Index des Baugewerbes weniger als erwartet, der landesweite Hauspreisindex überraschte hingegen negativ.
- In Japan lagen die Industrieproduktionsdaten und die BIP-Zahlen unter den Erwartungen, wohingegen die Arbeitslosenquote nach oben überraschte.

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 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 - 08.09.2023



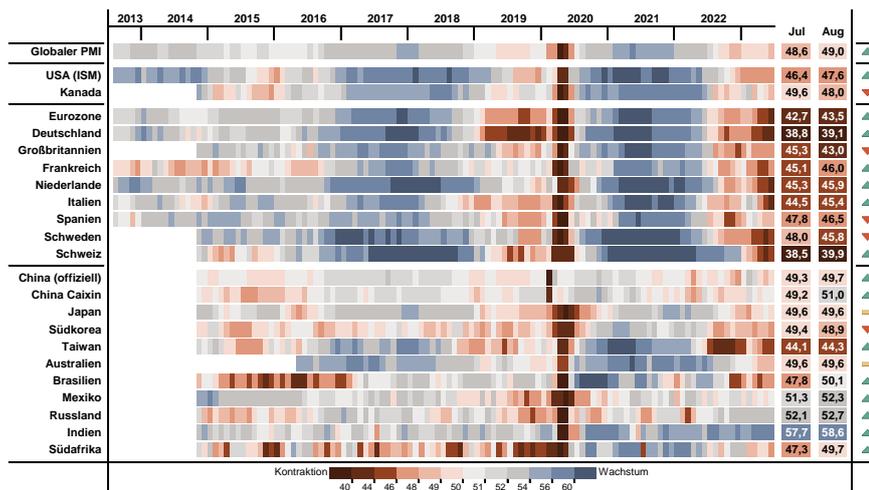
## OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator für August hält an der Aufwärtsbewegung seit Anfang des Jahres weiter fest. Mit 100,03 Punkten ist er auf dem höchsten Stand seit März 2022.
- Schaut man auf die einzelnen Länder, erreichten im August 65% der Länder einen besseren Wert des Frühindikators als noch im Vormonat.

Der OECD Frühindikator setzt sich aus einer Reihe ausgewählter Wirtschaftsindikatoren zusammen, deren Zusammensetzung ein robustes Signal für künftige Wendepunkte liefert. Ein Wendepunkt signalisiert in der Regel einen Wendepunkt im Konjunkturzyklus in 6-9 Monaten. Allerdings liegen die Vorlaufzeiten manchmal außerhalb dieses Bereichs und Wendepunkte werden nicht immer richtig erkannt.  
 Quelle: OECD, Bloomberg, Zeitraum: 31.01.1994 - 31.08.2023

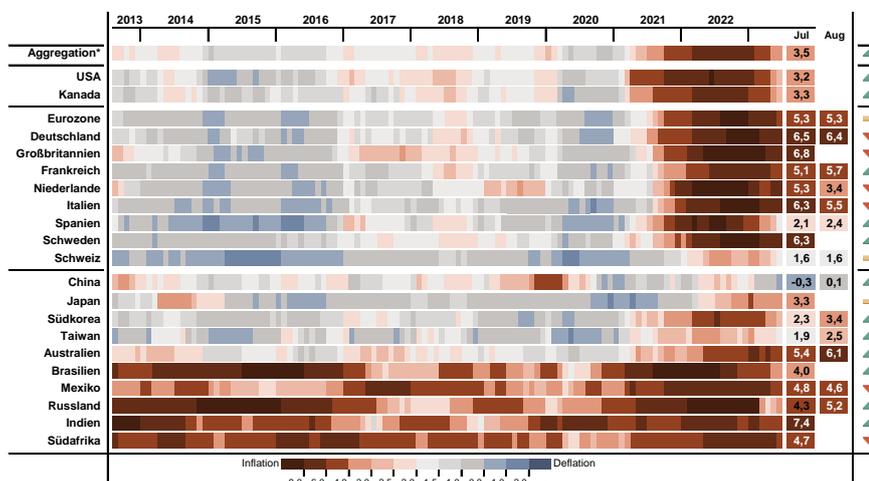
## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die PMI-Zahlen für den August verzeichneten in Europa eine leichte Verbesserung, mit Ausnahmen von Großbritannien, Spanien und Schweden. Die Daten in den USA, China, Brasilien und Indien zeigten eine Verbesserung zum Vormonat. Die PMI-Werte in Südkorea und Kanada deuten auf eine rückläufige Aktivität im Vergleich 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: 08.09.2013 - 08.09.2023

## Gesamtinflation

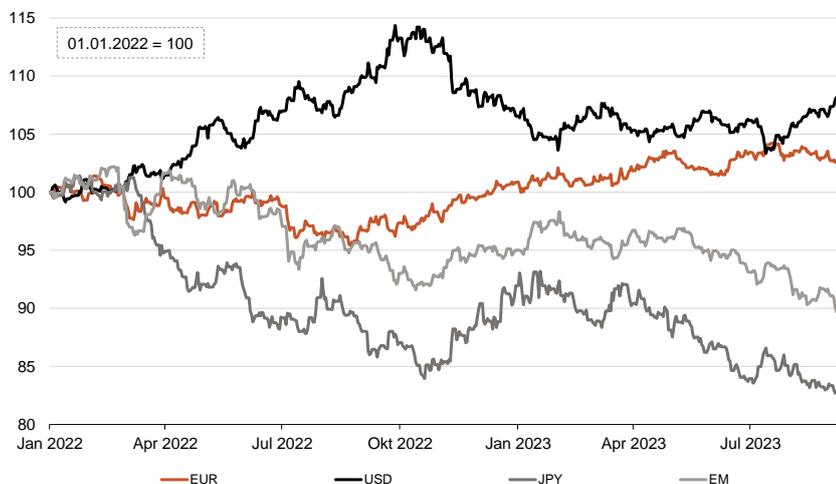


- Die vorläufigen Inflationszahlen im August zeigen ein gemischtes Bild. Während die Teuerungsrate in Deutschland, Italien und den Niederlanden im Jahresvergleich weniger stark gestiegen ist, trieben die Energiepreise in Frankreich und Spanien die Inflation in die Höhe. In Südkorea sorgten höhere Lebensmittelpreise für den höchsten Wert der Inflationsrate im Jahresvergleich seit April dieses Jahres.

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: 08.09.2013 - 08.09.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

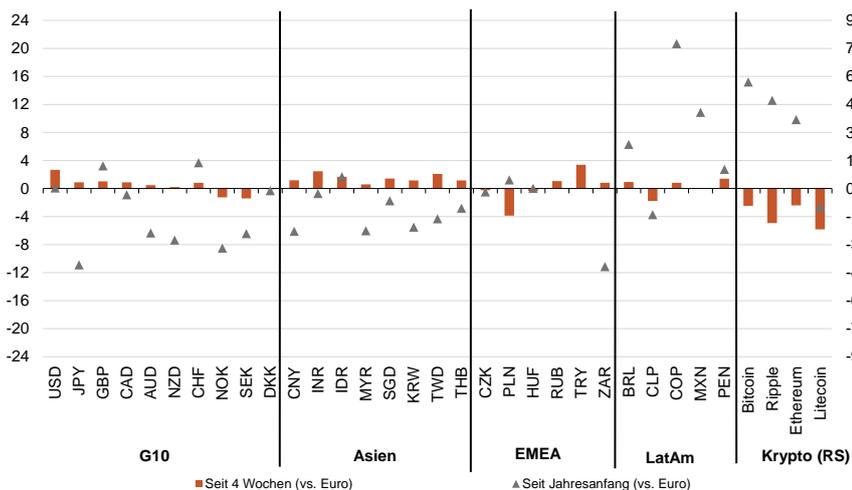


- Besser als erwartete Wirtschaftsdaten in den USA und somit die Aussicht auf die „higher for longer“ US-Zinsen unterstützten den Aufwärtstrend des US-Dollars. Der Anstieg der Rohölpreise trug ebenfalls zur Stärke des US-Dollars bei.
- Im Gegenzug werteten die Schwellenländerwährungen und der japanische Yen weiter ab, während sich die Behörden in Japan und China veranlasst sehen, ihre angeschlagenen Wechselkurse stärker zu verteidigen.

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 - 08.09.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Die Sorgen um das wirtschaftliche Wachstum in der Eurozone und somit die Skepsis, dass die EZB weiter an ihren restriktiven Zinsplänen festhält, trugen zur negativen Performance des Euros relativ zu den meisten Währungen bei.
- Die Zentralbanken in Kanada und Australien setzten ihre Zinspause letzte Woche wie erwartet fort, während in Europa die EZB-Sitzung diese Woche mit einer knappen Entscheidung erwartet wird.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 08.09.2023

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



- Der Euro fiel in den letzten Wochen weiter gegenüber dem US-Dollar und notiert nun um die Marke von 1,07 und somit den niedrigsten Stand seit Juni dieses Jahres.
- Während in Europa die schwachen Wirtschaftsdaten die weiteren Zinserhöhungen von der EZB in Frage stellen, ließen die deutlich besser als erwarteten Zahlen für das nicht-verarbeitende Gewerbe die Anleger über eine weiter strafte US-Geldpolitik nachdenken.

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

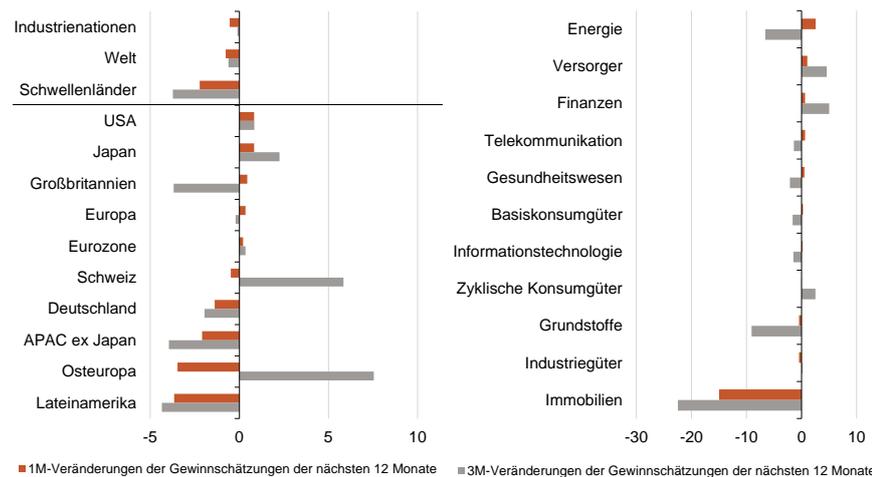
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (11.08.23 - 08.09.23)	YTD (30.12.22 - 08.09.23)	08.09.22	08.09.21	08.09.20	08.09.19	07.09.18
Energie	5,2	9,4	17,9	46,2	36,3	-39,7	-5,2
Telekommunikation	2,2	9,3	2,2	-9,7	27,3	-19,1	8,4
Gesundheit	1,0	10,9	12,5	-0,3	17,6	6,9	16,7
Versorger	0,3	6,9	5,6	-3,3	16,5	7,2	23,0
Value	0,0	9,0	15,0	-1,5	29,7	-14,5	0,8
Informationstechnologie	-0,1	18,6	17,9	-28,5	51,1	12,8	8,6
Basiskonsumgüter	-0,6	3,3	0,9	1,8	14,2	-8,5	20,1
Grundstoffe	-1,0	0,9	6,7	-11,6	36,6	7,6	2,5
Industrie	-1,0	13,6	20,0	-17,6	38,2	1,3	6,7
Growth	-1,4	10,7	11,0	-14,0	32,0	3,1	12,7
Finanzen	-2,5	10,2	18,3	-3,5	39,4	-17,2	-4,6
Zyklische Konsumgüter	-4,6	13,2	19,3	-17,9	41,8	-4,5	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.

- Die Aktienmärkte glänzten über die letzten vier Wochen nur vereinzelt. Das Style- und Sektoren-Bild ist dabei uneindeutig. Zyklische Sektoren belegten sowohl den ersten (Energie) als auch die hinteren Plätze (Industrie, zyklische Konsumgüter). Der erstarkte Rohölpreis und wieder positive Gewinnrevisionen halfen dem Energiesektor an die Spitze der 4-Wochen-Performance.

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: 07.09.2018 - 08.09.2023

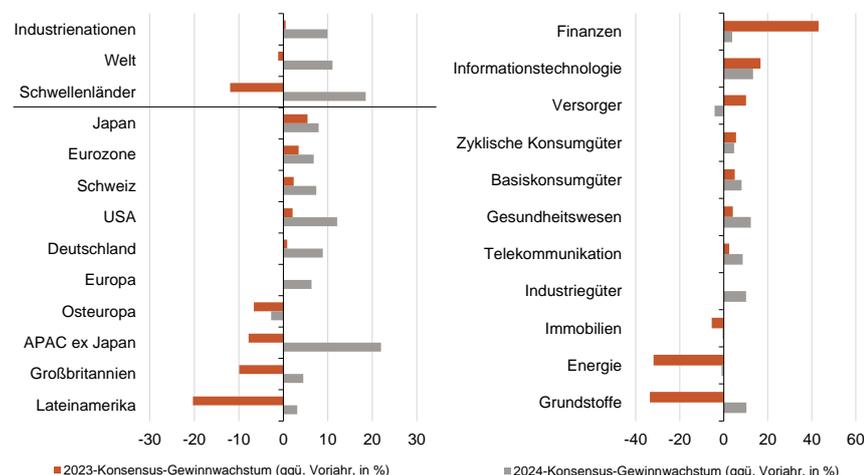
## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Die Analysten sehen zunehmend Herausforderungen auf die Unternehmen zukommen. In den letzten vier Wochen haben die Analysten die Konsensus-Gewinnschätzungen für die Industrienationen, aber auch in den Schwellenländern weiter gesenkt.
- Regional entzogen sich das Gros der Unternehmen aus den USA und Japan dieser Entwicklung. Das könnte sich mit einer zunehmenden Wirtschaftseintrübung jedoch schnell ändern.

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: 07.09.2023

## Gewinnwachstum

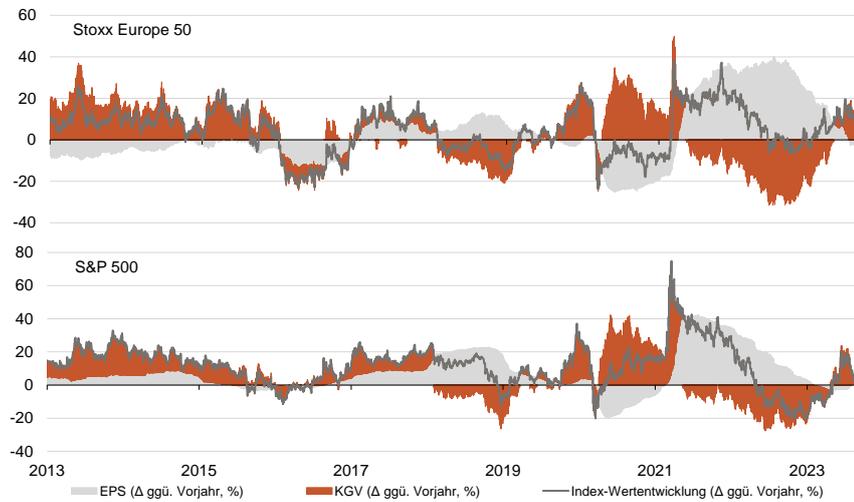


- Das Gewinnwachstum für Schwellenländer für 2023 wurde im Vergleich zu vor zwei Wochen erneut nach unten revidiert. Getrieben durch die enttäuschende Konjunkturerholung in China erwarten die Analysten nun einen Gewinnrückgang von mehr als 10%.
- Auf Sektorebene erwarten die Analysten 2023 vor allem für Finanz- und IT-Aktien positives Gewinnwachstum.

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: 07.09.2023



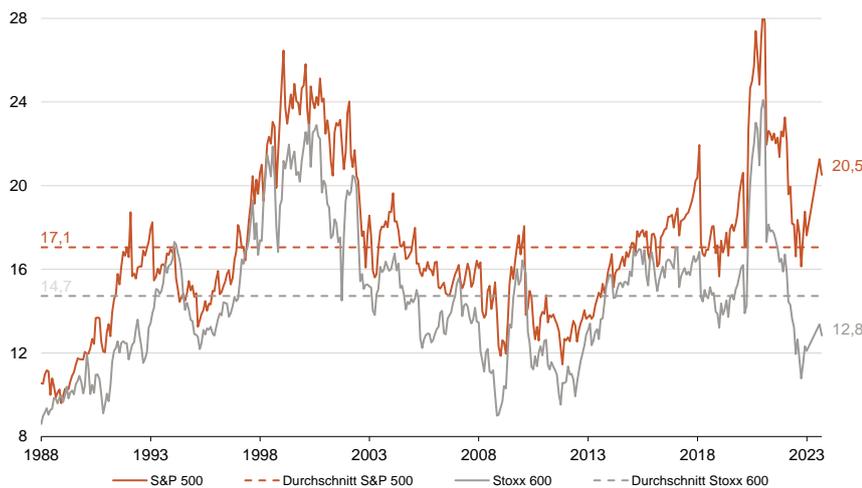
## Kontributionsanalyse



- Der S&P 500 legte in den letzten 12 Monaten zweistellig zu. Treiber der positiven Performance war eine erneut leichte Bewertungsausweitung, nachdem der starke (Real-)Zinsanstieg der letzten Wochen zuvor zu einer Bewertungseinengung geführt hatte.
- Die Gewinnentwicklung belastete den S&P 500 hingegen leicht.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinnschätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share  
Quelle: Factset, Zeitraum: 01.01.2012 - 07.09.2023

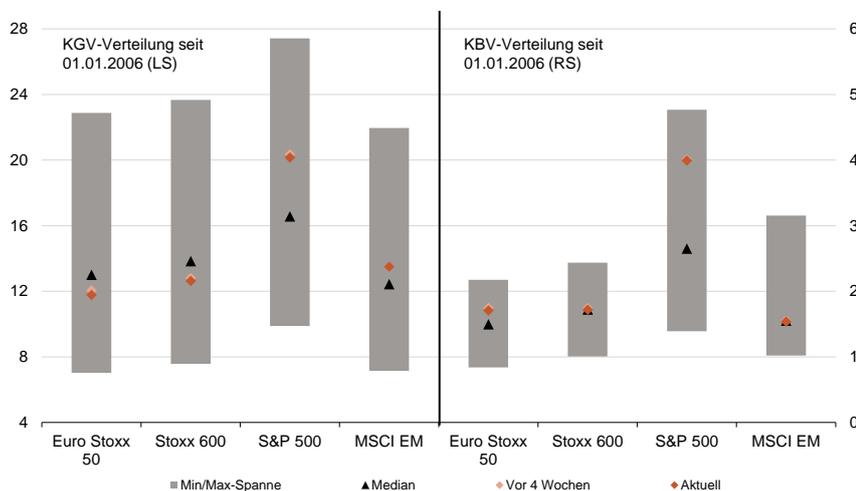
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Über die letzten zwei Wochen zog die Bewertung des S&P 500s wieder leicht von 20,2x auf 20,5x an. Damit notiert der S&P 500 zwar weiter unter dem Bewertungshoch dieses Jahres von über 21x, ist aber dennoch historisch teuer.
- Die Bewertung des S&P 500 und des Stoxx 600 sind dabei weiter weit voneinander entfernt. Das KGV des Stoxx 600 liegt bei nur 12,8x und notiert damit im Gegensatz zum S&P 500 unter dem historischen Durchschnitt.

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 - 08.09.2023

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

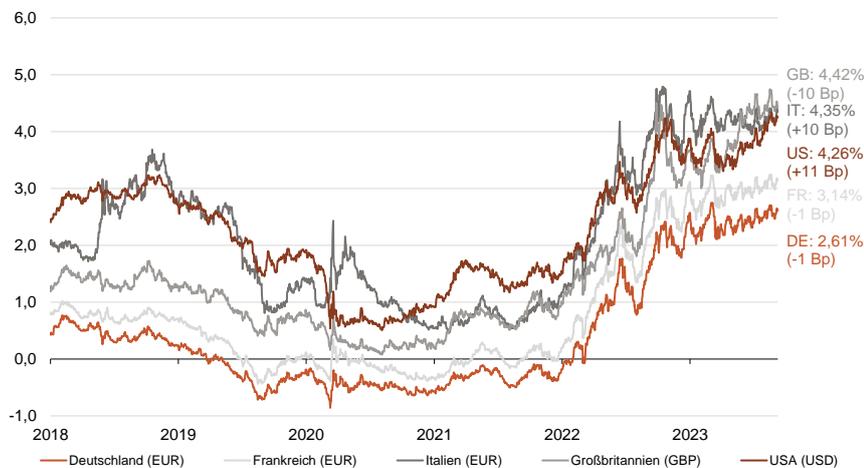


- Im 4-Wochen-Vergleich sind alle gezeigten Indizes bewertungsseitig leicht günstiger geworden. Vor zwei Wochen sah die Bewegung jedoch noch stärker aus. Die Bewertungseinengung scheint an Schwung zu verlieren.
- Auf Basis des KGV sind der S&P 500 und Schwellenländeraktien dabei immer noch teurer als der Median.

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 - 08.09.2023



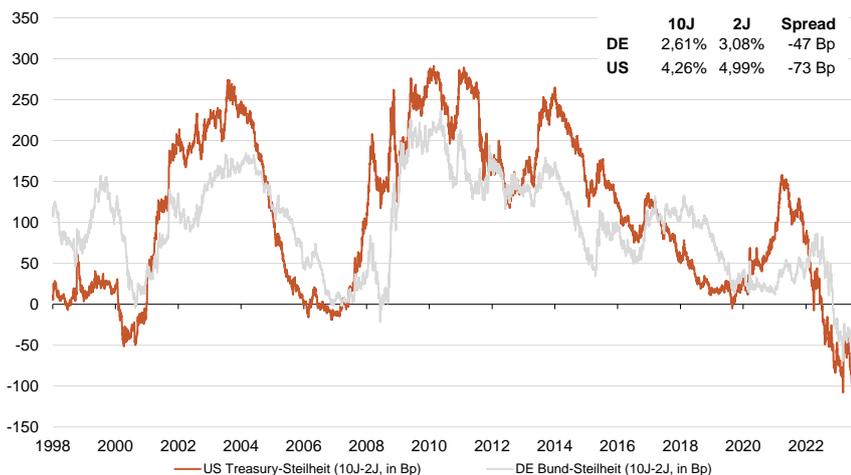
## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Die zuletzt wieder sehr starken Konjunkturdaten, insbesondere in den USA, und die weiterhin restriktiven Töne der Zentralbanken ließen die Renditen sicherer Staatsanleihen über die letzten zwei Wochen erneut anziehen.
- Die Renditen von US-Staatsanleihen notieren dabei jedoch noch unter dem Hoch von über 4,3% Ende August.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 08.09.2023

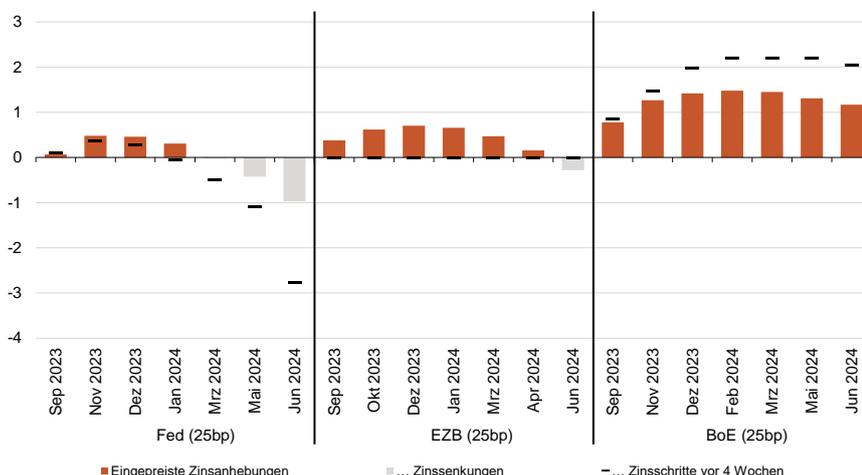
## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Über die letzten zwei Wochen ging die Inversion der US-Renditestrukturkurve von 84 auf 73 Basispunkte zurück. Am kurzen Ende fielen die Renditen, während sie am langen Ende marginal stiegen.
- In Deutschland hat sich die Renditestrukturkurve über die letzten zwei Wochen hingegen unwesentlich verändert. Die Inversion notiert weiter bei 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 - 08.09.2023

## Implizite Leitzinsveränderungen

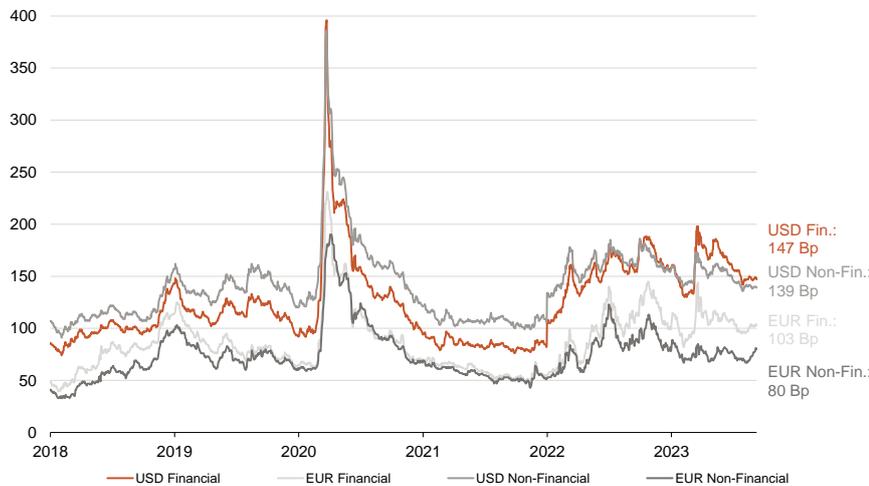


- Bezüglich der weiteren US-Zinspolitik erwartet der Markt für die anstehende Fed-Sitzung am 22. September eine Pause. Für die November-, Dezember und Januar-Sitzungen rechnet der Markt dagegen nun zunehmend mit einer Zinsanhebung.
- Das steht im starken Kontrast zu vor vier Wochen. Der Markt rechnete damals mit den ersten Zinssenkungen direkt zum Jahresstart.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt geprice Änderung (Anzahl der Schritte) des Leitzins zu ermitteln.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 08.08.2023 - 08.09.2023



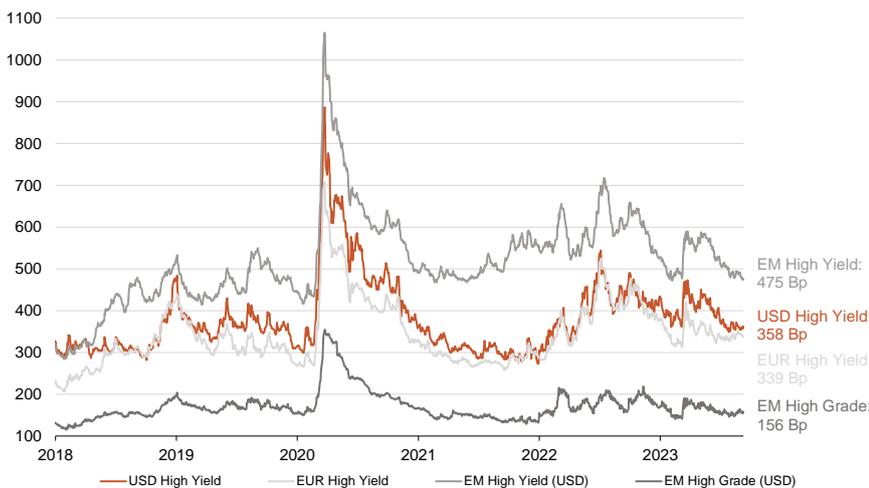
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei Investment-Grade (IG)-Unternehmensanleihen sind über die letzten vier Wochen gestiegen. Insbesondere EUR-Nichtfinanzanleihen sahen eine Spreadausweitung von 13 Basispunkten, aber auch EUR-Finanzanleihen erfuhren eine Spreadausweitung von 7 Basispunkten.
- Bei USD-IG-Unternehmensanleihen gab es dagegen kaum Bewegungen. USD-Finanzanleihen sahen keine Spreadveränderung über die letzten vier Wochen, USD-Nichtfinanzanleihen eine leichte Sprededeinengung.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 08.09.2023

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Hochzinsanleihen scheinen weiter von einem „Soft Landing“ auszugehen und die Sorge über zunehmende Zahlungsausfälle bei Krediten zu ignorieren.
- US-Hochzinsanleihen sind seit Jahresbeginn deutlich im Plus und über die letzten vier Wochen sind die Risikoaufschläge leicht zurückgegangen.

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 - 08.09.2023

## Anleihe-segmente in der Übersicht

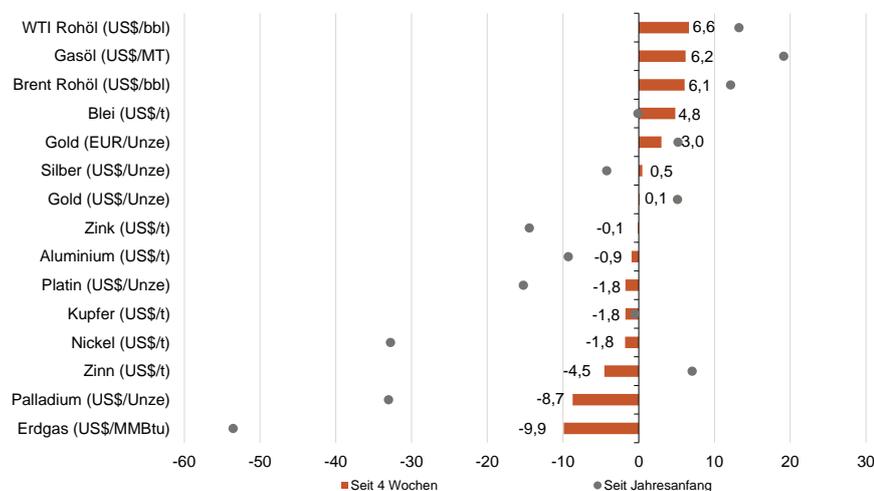
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	08/09/22	08/09/21	08/09/20	08/09/19	08/09/18
<b>EUR Government</b>	3,32	0,14	7,1	-	-	-	-0,8	1,3	-3,6	-15,2	-0,2	-0,1	11,2
Germany	2,73	0,13	7,2	-	-	-	-0,8	0,3	-5,2	-13,4	-1,4	-1,2	8,0
<b>EUR Corporate</b>	4,38	0,16	4,4	88	10	69	-0,5	2,8	1,1	-13,5	1,9	0,0	6,5
Financial	4,60	0,11	3,7	103	7	74	-0,1	3,0	1,8	-11,6	1,7	0,1	5,8
Non-Financial	4,23	0,19	4,9	80	13	70	-0,7	2,7	0,7	-14,5	2,0	-0,1	6,9
<b>EUR High Yield</b>	7,42	-0,08	3,1	339	-6	52	0,6	6,1	6,9	-12,7	8,5	0,1	6,0
<b>US Treasury</b>	4,64	0,22	6,3	-	-	-	-1,0	-0,1	-2,3	-11,6	-2,6	7,5	11,0
<b>USD Corporate</b>	5,84	0,22	6,7	142	-1	60	-0,7	2,1	1,2	-15,3	2,3	7,9	13,5
Financial	6,07	0,24	4,9	147	0	74	-0,7	2,5	1,8	-12,7	2,2	7,8	11,9
Non-Financial	5,72	0,21	7,5	139	-2	50	-0,8	2,0	1,0	-16,5	2,4	7,9	14,2
<b>USD High Yield</b>	8,64	0,10	4,0	358	-14	39	0,4	6,9	6,2	-10,2	11,0	3,0	7,0
<b>EM High Grade</b>	6,05	0,26	5,2	156	2	28	-0,9	2,2	1,6	-14,6	2,8	4,8	11,4
<b>EM High Yield</b>	10,09	-0,07	3,8	475	-19	27	0,3	3,6	7,3	-21,9	6,9	8,0	10,2

- USD und EUR-Hochzinsanleihen behaupteten sich mit einer Performance von 0,4% und 0,6% als bestes Anleihe-segment über den letzten Monat.
- Mit einer Performance von 6,9% sind USD-Hochzinsanleihen auch das beste Anleihe-segment seit Jahresstart. EUR-Hochzinsanleihen sind mit einer Performance von 6,1% seit Jahresstart dicht auf den Fersen.

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: 08.09.2018 - 08.09.2023



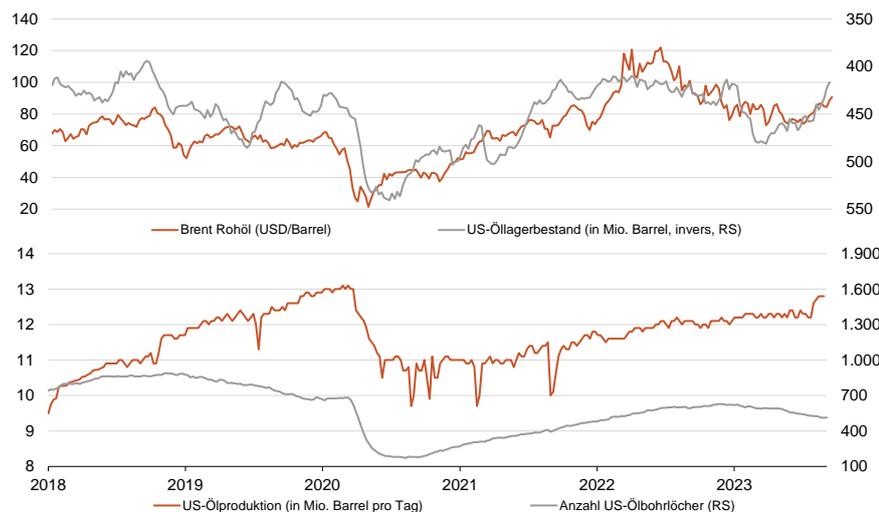
Performance Rohstoffe



- Energierohstoffe weisen über den letzten Monat die mit Abstand beste Performance auf. Die einzige Ausnahme bildet hier allerdings Erdgas.
- Industriemetalle verzeichneten hingegen in der Breite Verluste und notieren auch seit Jahresanfang größtenteils noch negativ.
- Edelmetalle zeigen ein gemischtes Bild. Die zyklischen Edelmetalle Platin und Palladium liegen ähnlich den Industriemetallen hinter dem sicheren Hafen Gold.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 08.09.2023

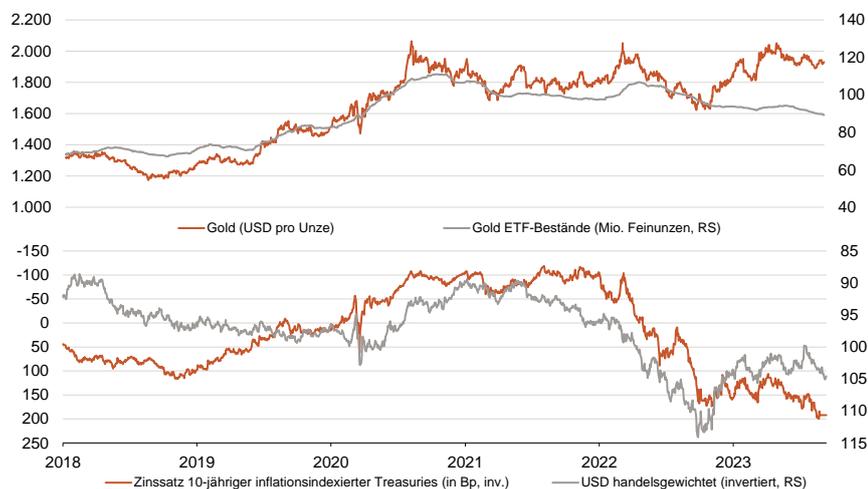
Rohöl



- Brent hat vergangene Woche das erste Mal seit November letzten Jahres die Marke von 90 US-Dollar je Barrel durchbrochen und weist damit mittlerweile seit Jahresanfang eine positive Rendite auf.
- Rückenwind kam unter anderem von der OPEC, denn sowohl Saudi-Arabien als auch Russland gaben die Verlängerungen ihrer Sonderkürzungen bis zum Jahresende bekannt.

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 - 08.09.2023

Gold



- Gold stieg in den letzten zwei Wochen erst Richtung 1950, um schließlich die Gewinne wieder vollständig abzugeben. Aktuell notiert das Edelmetall bei 1.920 USD je Unze.
- Gegenwind kam zuletzt vor allem wieder seitens der Realzinsen, die jüngst zum zweiten Mal dieses Jahr die Marke von 2% durchbrochen haben.

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 - 08.09.2023



# 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: 11. September 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)