

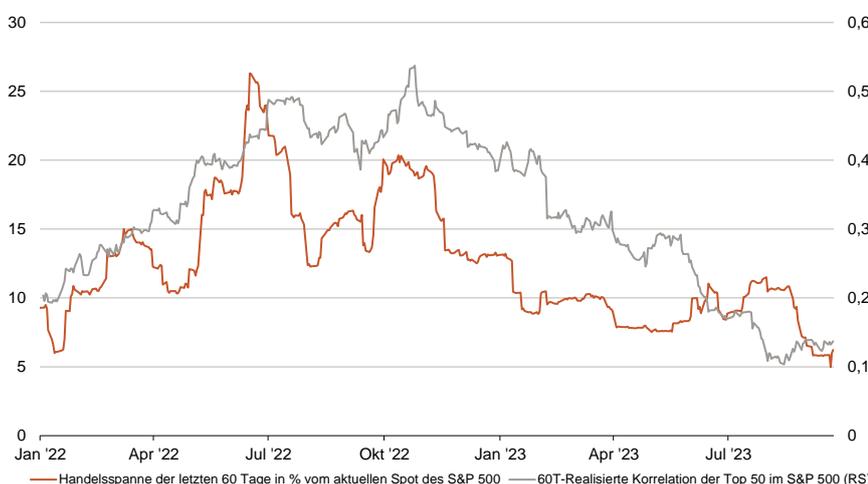
### Aktueller Marktkommentar

Die großen Aktienindizes befinden sich seit Monaten in einem Seitwärtsmarkt. Das Aufwärtspotenzial scheint momentan limitiert zu sein, nicht zuletzt wegen der gestiegenen Realzinsen. Während die beiden großen Anlageklassen Aktien und Anleihen zuletzt auf der Stelle traten, konnten sich Rohstoffe deutlich erholen. So ist der Ölpreis vom Tiefpunkt im Juni ca. 30% gestiegen. Der Anstieg birgt neue Inflationsgefahren und macht den Job der Zentralbanken nicht einfacher. So hat die Fed letzte Woche betont, dass sie höhere Zinsen für einen längeren Zeitraum erwartet. Eine weitere Bewertungsausweitung erscheint damit vor allem für US-Aktien kaum möglich. Kurzfristig ist die Wahrscheinlichkeit für einen Rücksetzer erhöht. Aktien entwickeln sich in den Oktober hinein häufig unterdurchschnittlich – nicht zuletzt, weil Analysten dann mit Blick auf die Q3-Berichtssaison oft die zu optimistischen Gewinnschätzungen revidieren. Zudem fällt die Unterstützung der Aktienrückprogramme während der nun wieder anstehenden Berichtssaison geringer aus.

### Kurzfristiger Ausblick

Nachdem die letzten zwei Wochen ganz im Zeichen der globalen Zinspolitik standen, kehrt für die nächsten zwei Wochen mehr Ruhe an der Zentralbank-Front ein. Politisch interessant dürfte es in der nächsten Woche bei der chinesischen Nationalfeiertagswoche (Golden Week) werden. In Zeiten der Energieknappheit entscheidet zudem die OPEC+ am 4. Oktober über den weiteren Förderungsumfang. Konjunkturell stehen am Dienstag die US-Neubauverkäufe (Aug.) und das US-Verbrauchervertrauen des Conference Board (Sep.) im Mittelpunkt der Märkte. Mittwoch geben die Auftrageingänge langlebiger Güter (Aug.) und Donnerstag die BIP-Zahlen (Q2) für die USA Einblicke in die Robustheit der US-Wirtschaft. Donnerstag werden zudem das Wirtschaftsvertrauen für die Eurozone (Sep.) und die Verbraucherpreise (Sep.) für Deutschland veröffentlicht. Die PMI-Daten für China (Sep.) folgen Freitag. Am darauffolgenden Freitag werden zudem die vom Markt sehnsüchtig erwarteten US-Arbeitsmarktdaten für September veröffentlicht.

### Geringe Handelsspanne bei US-Aktien getrieben durch Sonderthemen



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

*OPEC+ und Golden Week nach Zentralbanksitzungen im Fokus der Märkte.*

*Konjunktur- und Arbeitsmarktdaten geben Einblicke in globale Wirtschaftsentwicklung.*

- Der S&P 500 bewegt sich seit Monaten aufgrund fehlender Marktbreite in einer engen Handelsspanne. Getrieben durch Sonderthemen wie den KI-Hype oder den zuletzt wiedererstarnten Ölpreis haben sich die Aktien innerhalb des Index sehr unterschiedlich entwickelt. Dies reflektiert auch deren geringe Korrelation.
- Sollten der Anlegerfokus auf eine mögliche Konjunkturabschwächung wechseln, dürfte die Korrelation wieder steigen, dafür allerdings Anleihen in Multi-Asset-Portfolios besser diversifizieren.

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen  
Zeitraum: 31.12.2021 - 22.09.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (25.08.23 - 22.09.23)	YTD (30.12.22 - 22.09.23)	22.09.22	22.09.21	22.09.20	22.09.19	21.09.18
			22.09.23	22.09.22	22.09.21	22.09.20	22.09.19
Brent	11,6	14,7	7,1	78,1	84,9	-41,3	-8,5
Industriemetalle	2,3		-9,5	10,8	40,1	-4,6	4,6
Gold	1,9	6,1	6,4	12,3	-6,8	17,9	34,8
USD/EUR-Wechselkurs	1,3	0,5	-7,7	18,8	0,2	-5,9	6,6
Aktien Emerging Markets	0,8	3,5	-0,9	-10,3	18,6	2,0	6,3
Aktien Industrienationen	0,3	12,6	8,6	-1,9	32,7	2,0	8,7
Euro-Übernachteinlage	0,3	2,2	2,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4
Globale Wandelanleihen	0,2	5,9	-3,4	-11,4	27,4	20,9	5,2
Aktien Frontier Markets	0,2	9,1	-5,4	-6,1	29,9	-6,2	9,9
EUR Unternehmensanleihen	-0,2	2,7	2,6	-15,0	2,0	0,5	5,7
EUR Staatsanleihen	-0,7	1,2	-0,7	-11,1	0,0	0,4	5,2
REITs	-6,7	-3,1	-15,8	-4,5	31,3	-19,6	23,0

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

- Die Rohstoffe setzten ihren Aufwärtstrend der letzten Wochen weiter fort, unterstützt von positiven Konjunkturdaten aus China.
- Die steigenden US-Realzinsen lasteten auf zinsensensitiven REITs sowie auf Anleihen. Der US-Dollar profitierte hingegen davon und ist nun seit Jahresanfang gegenüber dem Euro ins Plus gedreht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 21.09.2018 - 22.09.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (25.08.23 - 22.09.23)	YTD (30.12.22 - 22.09.23)	22.09.22	22.09.21	22.09.20	22.09.19	21.09.18
			22.09.23	22.09.22	22.09.21	22.09.20	22.09.19
MSCI Japan	5,1	14,0	12,1	-12,1	22,7	0,4	3,5
MSCI Großbritannien	3,9	8,3	11,3	6,7	34,7	-23,0	4,3
Stoxx Europa Defensiv	2,5	10,0	16,0	0,7	19,8	-6,5	10,9
MSCI EM Asien	1,3	2,8	-0,9	-11,9	14,6	11,8	3,9
Stoxx Europa 50	0,7	10,7	19,0	-1,3	25,5	-8,0	9,1
Stoxx Europa Zyklisch	0,7	9,7	19,6	-17,7	42,1	-7,9	-1,8
Stoxx Europa Small 200	-0,4	3,5	11,0	-28,4	41,7	-2,6	1,7
DAX	-0,5	11,7	24,1	-19,2	23,1	1,0	0,3
S&P 500	-0,5	14,5	8,0	3,5	34,2	6,2	11,2
Euro Stoxx 50	-0,6	13,5	25,9	-15,2	33,6	-9,5	7,0
MSCI USA Small Caps	-2,2	3,8	-0,7	-3,1	50,5	-8,7	2,0
MSCI EM Osteuropa	-5,2	16,7	34,3	-84,1	51,6	-23,6	23,9

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.

- Die Aktiensegmente blieben über die letzten vier Wochen heterogen. Die Fortsetzung einer ultralockeren Zinspolitik der japanischen Zentralbank stützte japanische Aktien, während die Zinspause der BoE sowie die Rohstoff-Rallye Aktien in Großbritannien Rückenwind verlieh.
- Bei osteuropäischen Aktien kam es zuletzt nach der starken YTD-Performance zu Gewinnmitnahmen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 21.09.2018 - 22.09.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (30.06.23 - 22.09.23)	YTD (30.12.22 - 22.09.23)	22.09.22	22.09.21	22.09.20	22.09.19	21.09.18
			22.09.23	22.09.22	22.09.21	22.09.20	22.09.19
EUR Hochzinsanleihen	1,9	6,4	8,6	-13,9	9,3	-0,6	5,3
EM-Staatsanleihen (hart)	1,3	3,1	-1,7	-7,2	5,3	-4,7	20,6
EUR Finanzanleihen	1,2	3,2	3,1	-14,2	2,2	0,5	5,4
USD Hochzinsanleihen	1,0	6,4	8,1	-12,3	11,9	1,9	6,9
Chinesische Staatsanleihen	0,7	3,4	3,0	5,2	5,4	2,9	7,1
EM-Staatsanleihen (lokal)	0,4	5,9	2,7	-4,1	2,9	-6,7	19,4
EUR Nicht-Finanzanleihen	0,1	2,4	2,2	-15,6	1,9	0,6	6,0
US-Staatsanleihen	-0,1	-0,8	-8,7	3,4	-2,3	2,3	17,5
Britische Staatsanleihen	-0,7	-1,5	-3,2	-26,4	2,5	1,0	14,5
USD Unternehmensanleihen	-1,7	1,5	2,9	-17,7	2,7	9,0	12,6
Italienische Staatsanleihen	-1,8	2,6	0,3	-17,5	2,4	2,5	14,7
Deutsche Staatsanleihen	-1,9	-0,3	-4,2	-15,1	-1,5	-0,3	7,6

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 EMBI Glo Div Comp Unh. EUR TR

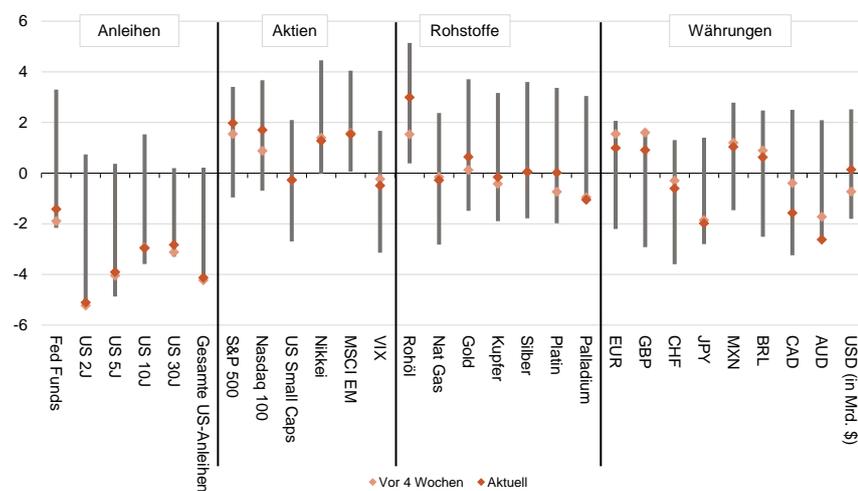
- Hochzinsanleihen sowohl in USD als auch in EUR wiesen die beste Performance in den letzten vier Wochen dank niedrigen Neuemissionen und somit einem schwachen Angebot aus. Chinesische Staatsanleihen bekamen Rückenwind nach positiven Konjunkturüberraschungen und Stabilisierungsmaßnahmen der chinesischen Zentralbank.
- Staatsanleihen aus den Industrienationen kamen unter Druck, nachdem die Fed betont hat, dass sie höhere Zinsen für eine längere Zeit erwartet.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 21.09.2018 - 22.09.2023



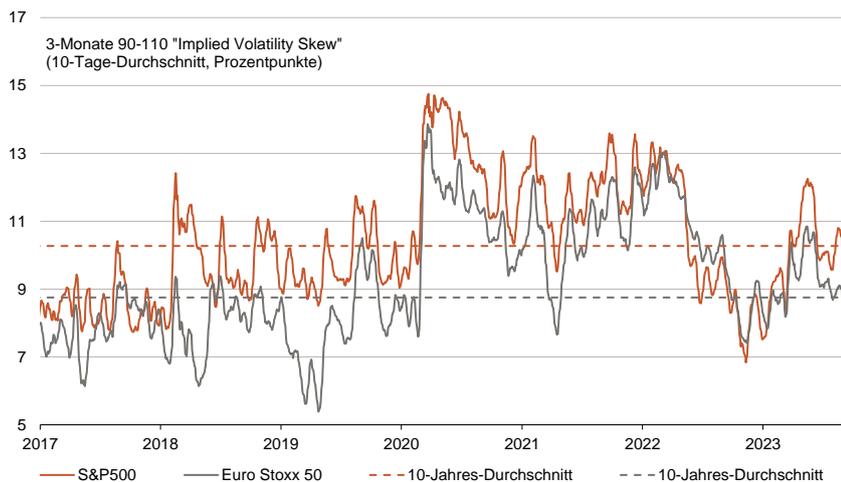
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Anleger sind zuletzt im Bereich der Rohstoffe optimistischer geworden und haben Longs aufgebaut bzw. Shorts eindeckt.
- Bei US-Staatsanleihen hat sich an der Short-Positionierung infolge der falkenhaften Pause der Fed nicht viel getan. Allerdings scheint sie bei der aktuell extremen Ausprägung weiter anfällig.

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: 19.09.2013 - 19.09.2023

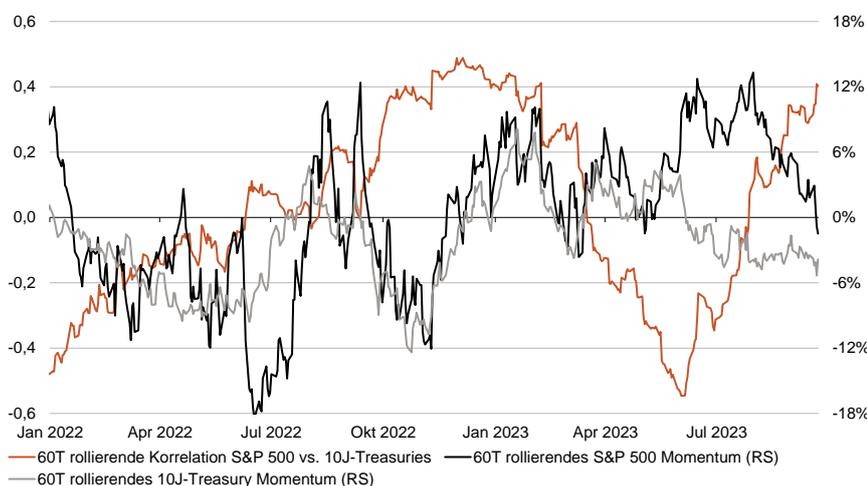
Put-Call-Skew



- Die Skew hat sich in den letzten zwei Wochen wenig verändert und bleibt damit sowohl in den USA als auch Europa unterdurchschnittlich.
- Gemessen am aktuell relativ niedrigen Level der impliziten Volatilität mahnt die Skew allerdings noch nicht zur Vorsicht. In Summe scheint kein besonders großes Bedürfnis nach Absicherung zu bestehen, wenngleich auch keine Euphorie herrscht.

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: 22.09.2013 - 22.09.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

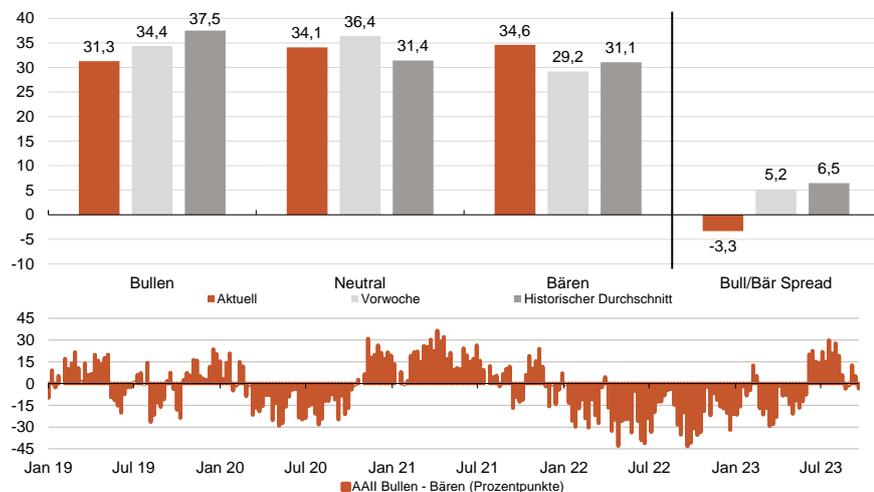


- Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bleibt hoch. Der Fokus der Anleger liegt aktuell weiter auf dem Inflations- bzw. Zinsausblick und weniger auf dem Konjunkturausblick.
- Das Momentum von US-Aktien steht kurz davor in den negativen Bereich zu drehen. Technische Unterstützung von CTAs ist damit nicht zu erwarten.

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 - 22.09.2023



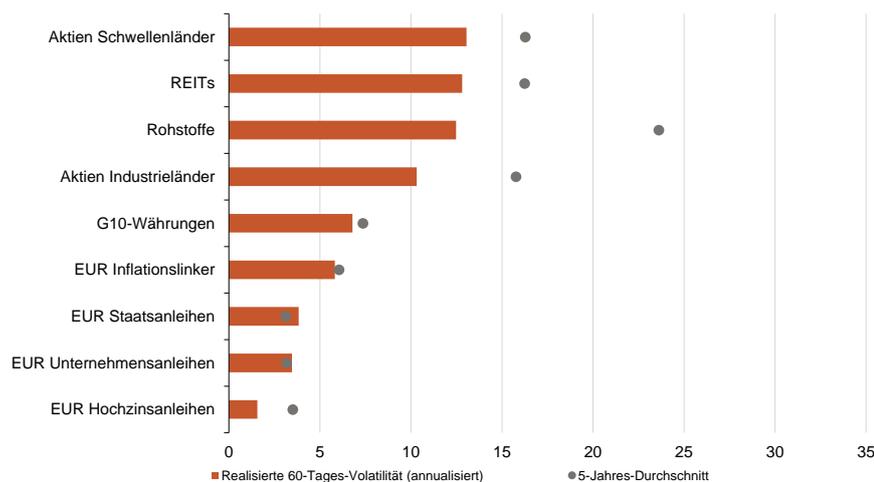
**AAIL Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich schon wieder gedreht. Nach zwei positiven Wochen überwiegen nun wieder die Pessimisten.
- Die starken Schwankungen im Sentiment seit Beginn der zweiten Jahreshälfte sind ein Zeugnis der großen Unsicherheit, was den Konjunkturausblick angeht.

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, AAIL, Zeitraum: 23.07.1987 - 21.09.2023

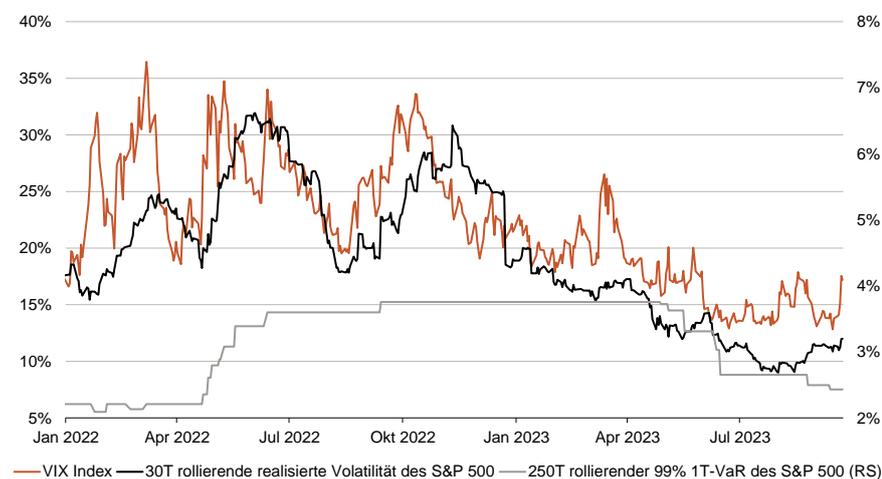
**Realisierte Volatilitäten**



- Mit der Rallye am Ölmarkt ist die realisierte Volatilität bei Rohstoffen geradezu kollabiert. Mit nicht einmal 13% über die letzten 60 Tage ist die annualisierte Volatilität so niedrig wie seit Mai 2019 nicht mehr.
- Aktuell weisen überhaupt nur die Anleihe-segmente, mit der Ausnahme von High-Yield, Volatilitäten vergleichbar mit den letzten 5 Jahren auf.

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: 22.09.2018 - 22.09.2023

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

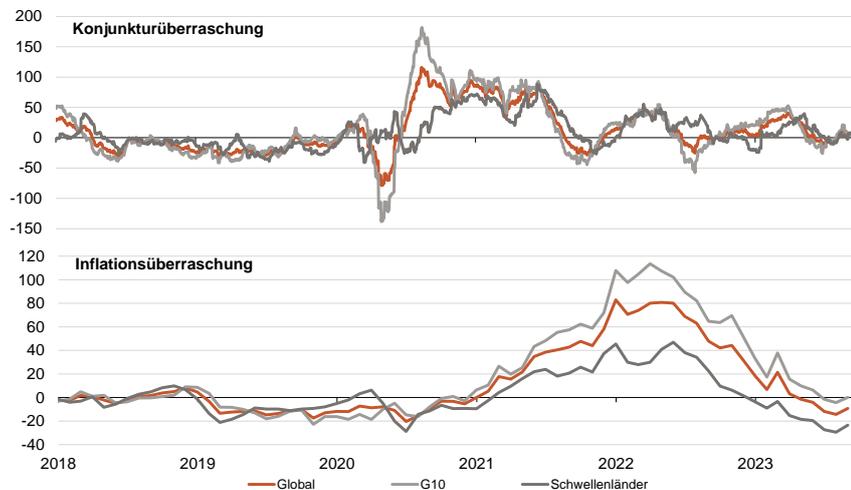


- Der VIX übertraf jüngst erstmals seit Mitte August die Marke von 16, was einer erwarteten Tagesbewegung von durchschnittlich 1% über den nächsten Monat entspricht.
- Die realisierte Volatilität ist hingegen mit 12% noch recht niedrig. Anleger erwarten also etwas mehr Schwankungen in den kommenden Wochen.

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 riskobasierte Anlagestrategien nach.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 22.09.2023



## Global

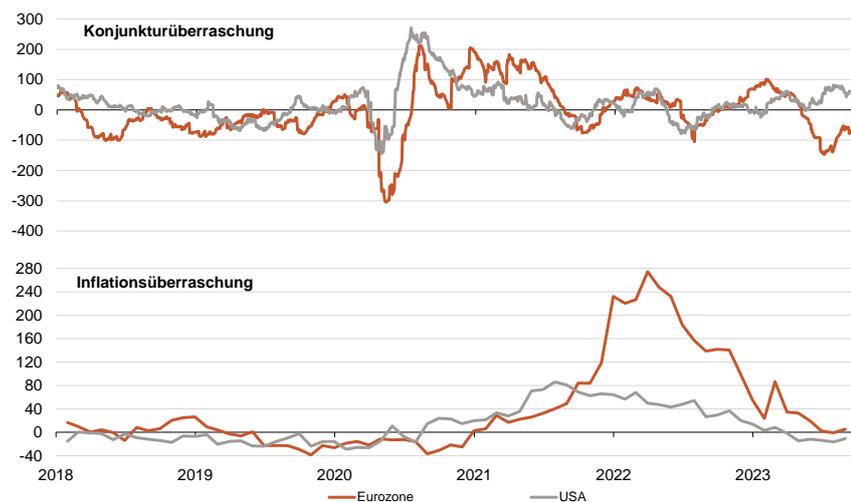


- Die globalen Konjunkturüberraschungen fallen weiter leicht positiv aus. Zuletzt kam verstärkt Rückenwind für den Industrienationenindex aus den USA, wobei die Daten aus Europa und Großbritannien enttäuschten. Bei den Schwellenländern überraschten China und Indien mit positiven Daten zur Industrieproduktion, und auch die chinesischen Einzelhandelsumsätze lagen deutlich über den Erwartungen.
- Die globalen Inflationsdaten zeigen ein gemischtes Bild, mit positiven Überraschungen in den USA, Japan und Kanada und negativen Überraschungen aus Norwegen, Großbritannien und Indien.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 22.09.2023

## Eurozone & USA

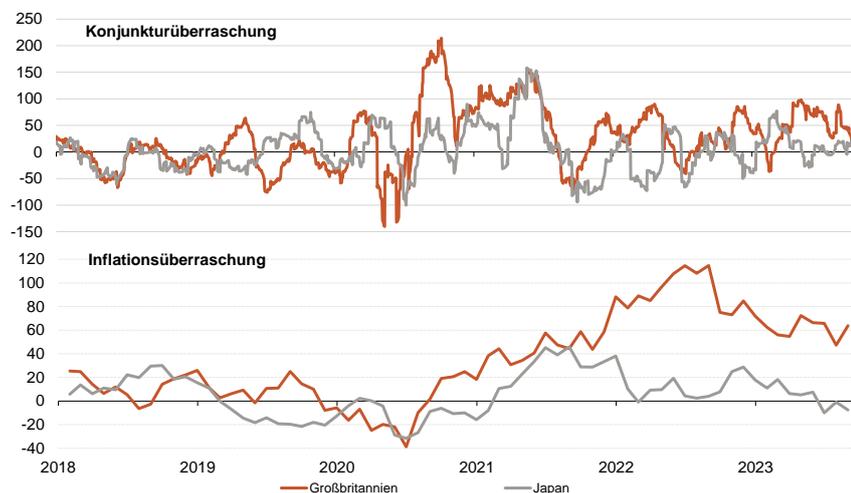


- Die positive Überraschungsserie der US-Konjunkturdaten setzt sich weiter fort. Die Einzelhandelsumsätze, die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung sowie die Industrieproduktionsdaten überraschten in den USA positiv. Die schwachen Daten zum Wohnungsbau wurden durch eine positive Überraschung bei den Baugenehmigungen ergänzt.
- Im Gegensatz dazu zeigten die Daten in Europa ein pessimistischeres Bild. Die Industrieproduktionsdaten der Eurozone für den Monat Juli kamen deutlich unter den Erwartungen. In Deutschland enttäuschte der ZEW-Konjunkturlageindex ebenfalls.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 22.09.2023

## Großbritannien & Japan



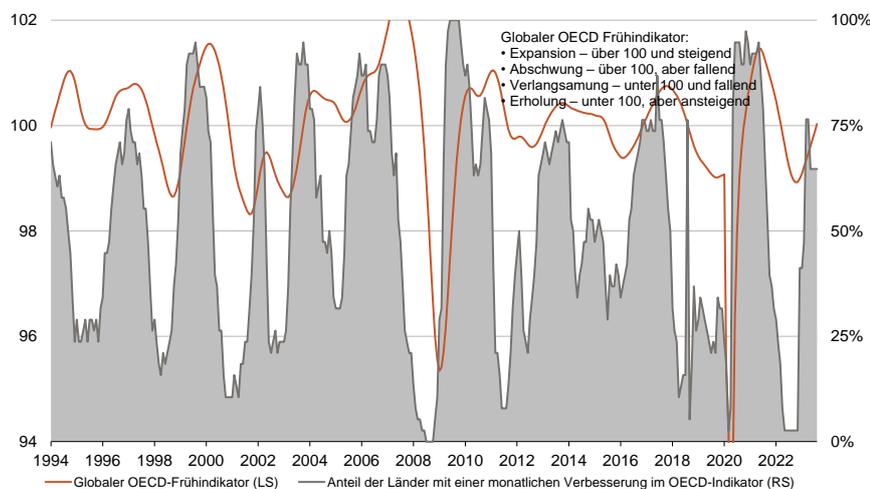
- In Großbritannien fielen die BIP-Zahlen für den Monat Juli deutlich unter den Erwartungen aus, wobei die Produktion des verarbeitenden Gewerbes positiv überraschte. Die Verbraucherpreise im August blieben kühler als erwartet.
- In Japan überraschten die Erzeugerpreise und CPI-Daten im August nach oben.

Die Citigroup Economic Surprise Indizes sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Index deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertroffen haben. Die Indizes werden täglich in einem rollierenden Dreimonatsfenster berechnet. Die Indizes verwenden eine Zeiterfallsfunktion, um das begrenzte Gedächtnis der Märkte zu replizieren, d.h. das Gewicht einer Datenüberraschung verringert sich über die Zeit.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 22.09.2023



## OECD Frühindikator

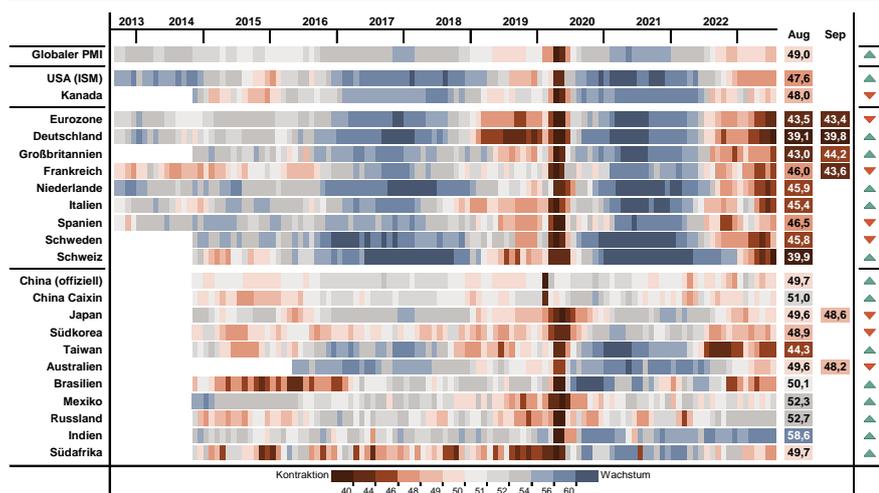


- Der globale OECD-Frühindikator zeigte Ende August nun schon den zehnten Monat in Folge eine Verbesserung zum Vormonat. Mit einer Notierung über 100 deutet der Indikator damit auf eine Erholung.
- Eine Verbesserung des OECD-Frühindikators gegenüber dem Vormonat sahen dabei über 65% der erfassten Länder. Neben China war dies auch der Fall in den USA, Indien, Spanien, Mexiko und Südkorea.

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

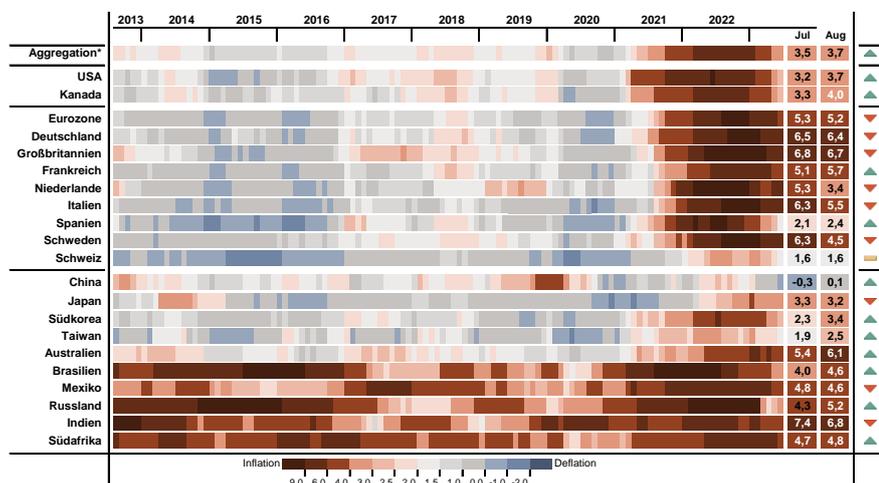


- Der globale PMI verzeichnete im August einen leichten Anstieg gegenüber dem Vormonat. In den Industrieländern verbesserten sich die USA, Deutschland, Frankreich, die Niederlande und Italien. In Schwellenländern sahen China, Brasilien, Mexiko, Indien und Südafrika eine Verbesserung gegenüber dem Vormonat.

Der PMI ist ein Gesamtindex, der einen allgemeinen Überblick über die konjunkturelle Lage in der Industrie ermöglicht. Der PMI leitet sich aus insgesamt elf Teilindizes ab, die die jeweilige Veränderung zum Vormonat wiedergeben. Ein Wert von 50 wird als neutral, ein Wert von über 50 Punkten als ein Indikator für eine steigende und ein Wert von unter 50 Punkten für eine rückläufige Aktivität in der Industrie im Vergleich zum Vormonat angesehen. Der Index hat im Durchschnitt einen Vorlauf vor der tatsächlichen Industrieproduktion von drei bis sechs Monaten. Basis des PMI ist die Befragung einer relevanten Auswahl von Einkaufsmanagern nach der Entwicklung von Kenngrößen wie Auftragseingängen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 14.01.2013 - 22.09.2023

## Gesamtinflation



- Im August zeigten die Inflationszahlen auf globaler Ebene weiterhin ein gemischtes Bild. Während die August-Teuerungsraten in den USA, Kanada und Brasilien im Monatsvergleich gestiegen sind, waren die Verbraucherpreise in Großbritannien und Schweden kühler als im Vormonat. In Kanada sorgten höhere Energiepreise für eine positive Inflationsüberraschung, während sie in Japan nach unten überraschten.

Die Messung der Inflation (in %, ggü. Vorjahr) erfolgt anhand eines Verbraucherpreisindizes, auch Warenkorb genannt. In diesem Warenkorb sind anteilig alle Güter und Dienstleistungen enthalten, die ein Haushalt im Durchschnitt pro Jahr erwirbt. \* = Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 14.01.2013 - 22.09.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

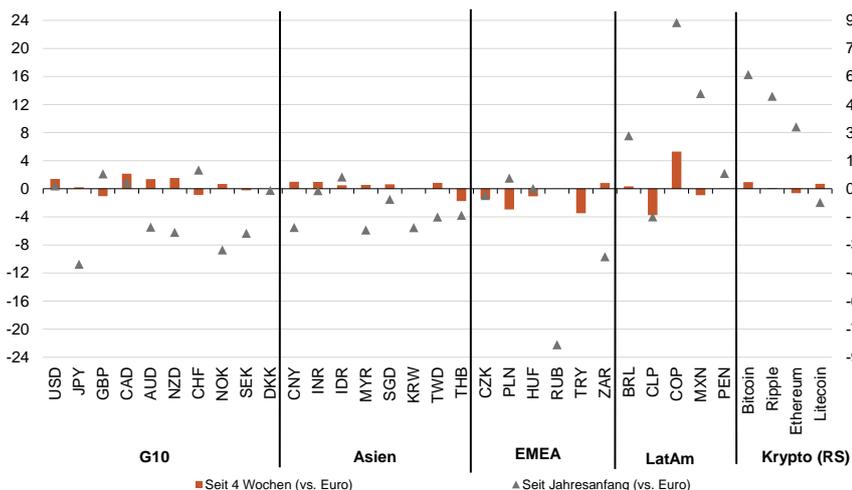


- Der Aufwärtstrend des US-Dollars bekam erneut Rückenwind, nachdem die Fed bei den US-Zinsen „higher for longer“ signalisiert hat. Andererseits hat der Euro etwas an Stärke eingebüßt, nachdem die schwächeren Wirtschaftsprognosen von der EZB Zweifel an weiteren Zinserhöhungen im Euroraum aufkommen ließen.
- Die japanische Zentralbank hielt die Leitzinsen letzte Woche weiter im negativen Bereich und erhöhte damit Druck auf den japanischen Yen.

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 - 22.09.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

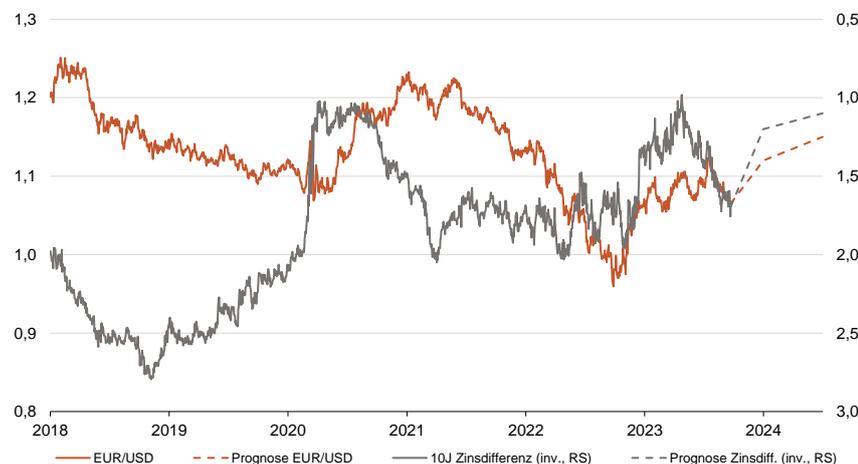


- Die Gemeinschaftswährung verzeichnete über den letzten Monat in der Breite Verluste aufgrund schwächerer Wirtschaftsdaten in der Eurozone sowie der Perspektive einer Zinspause nach der jüngsten Zinserhöhung der EZB.
- Das britische Pfund geriet unter Druck nach der Zinspause der britischen Zentralbank aufgrund schwächer als erwartet ausgefallenen BIP-Zahlen und kühleren Inflationsdaten in Großbritannien.
- Bessere als erwartete chinesische Konjunkturdaten und weitere Maßnahmen der Zentralbank unterstützten den chinesischen Renminbi hingegen.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 22.09.2023

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



- Nach den Zentralbankentscheidungen auf beiden Seiten des Atlantiks unterschritt der EUR/USD-Wechselkurs die Marke von 1,07 und erreichte den niedrigsten Stand seit März dieses Jahres.
- Obwohl die Fed, wie erwartet, den Leitzins nicht anhub, sorgten höhere Zinserwartungen der FOMC-Mitglieder für das Jahr 2024 für eine Überraschung. Die EZB signalisierte hingegen, dass schwächere Wirtschaft ein Hindernis für weitere Zinsanstiege darstellen könnten.

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 (25.08.23 - 22.09.23)	YTD (30.12.22 - 22.09.23)	22.09.22	22.09.21	22.09.20	22.09.19	21.09.18
Energie	8,7	12,1	19,9	39,5	50,9	-45,8	-3,9
Telekommunikation	6,2	12,5	9,3	-10,2	26,5	-23,4	8,6
Finanzen	3,2	13,6	21,4	-1,6	47,9	-27,2	-4,1
Value	3,2	11,2	18,5	-1,0	32,9	-21,0	1,0
Grundstoffe	1,3	1,1	10,6	-10,5	31,5	4,1	-1,5
Gesundheit	-0,5	9,0	17,2	-4,5	13,4	9,1	16,2
Versorger	-0,5	6,7	8,3	-1,9	14,4	3,4	23,7
Industrie	-0,8	11,2	25,3	-23,0	42,0	-1,5	4,5
Basiskonsumgüter	-1,2	3,0	2,5	0,2	13,7	-5,7	16,4
Growth	-2,0	8,0	14,8	-18,4	30,6	4,5	9,7
Zyklische Konsumgüter	-2,2	12,4	22,3	-19,3	42,6	-6,2	4,7
Informationstechnologie	-3,2	13,2	21,0	-33,9	50,2	13,5	7,5

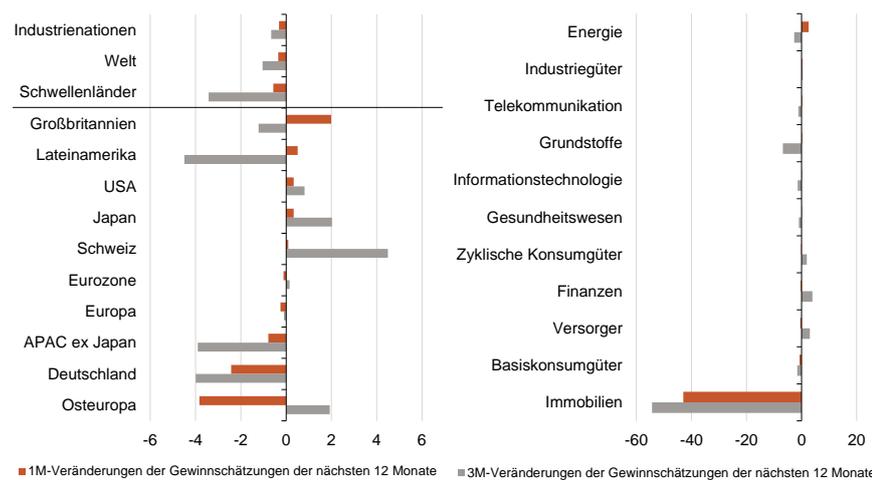
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Innerhalb der europäischen Aktienselektion hielt das Comeback der Energieunternehmen, die von dem stärkeren Ölpreis profitieren, über die letzten vier Wochen an. Auch Telekommunikations- und Finanzaktien legten deutlich zu.
- Die Divergenz innerhalb der Style-Ebene setzte sich ebenfalls fort. Zyklische Sektoren belegten weiter die vorderen (Energie) sowie die hinteren Ränge (zyklische Konsumgüter, IT).

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: 22.09.2018 - 22.09.2023

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

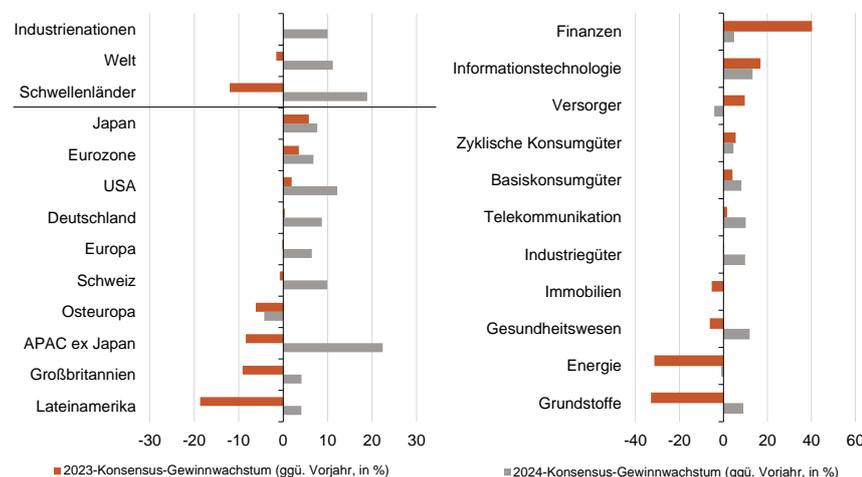


- Das Momentum der negativen Gewinnrevisionen hat über die letzten vier Wochen für die meisten Regionen und Sektoren nachgelassen. Insbesondere für die Schwellenländer scheinen die Analysten mittlerweile viel Negatives eingepreist zu haben – über die letzten vier Wochen gab es kaum zusätzliche negative Revisionen.
- Stärkere Herausforderungen sehen die Analysten jedoch für Deutschland und Osteuropa. Die Gewinnschätzungen wurden jeweils um über 2 % nach unten revidiert.

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: 22.09.2023

## Gewinnwachstum



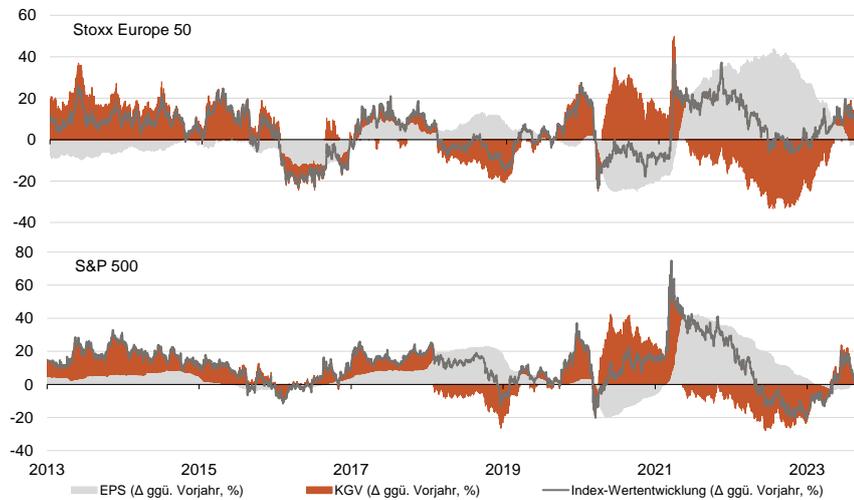
- Bei den Industrienationen erwarten die Analysten kaum Gewinnwachstum für dieses Jahr. Bei den Schwellenländern rechnen die Analysten weiter mit einem Gewinnrückgang von über 10 % im Jahr 2023.
- Für Großbritannien und Lateinamerika sind die Analysten trotz Gewinnrückgangserwartung zuletzt optimistischer geworden.

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: 22.09.2023



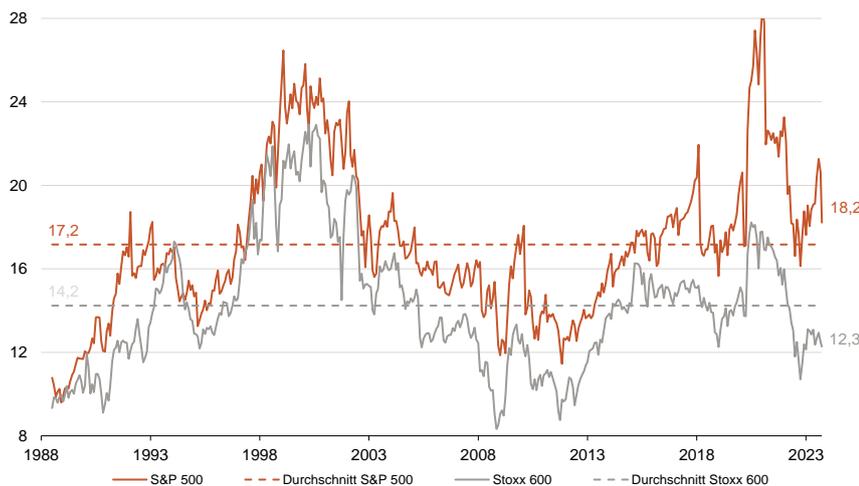
## Kontributionsanalyse



- Der S&P 500 legte über die letzten 12 Monate um knapp 10 % zu. Treiber der positiven Performance war eine reine Bewertungsausweitung über die letzten 12 Monate. Der rapide US-Realzinsanstieg über die letzten zwei Wochen (der US-Realzins notiert aktuell bei knapp 2,1%) hat der Bewegung jedoch einen merklichen Dämpfer verpasst.
- Die Gewinnentwicklung war zuletzt immerhin kein Belastungsfaktor mehr.

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 - 22.09.2023

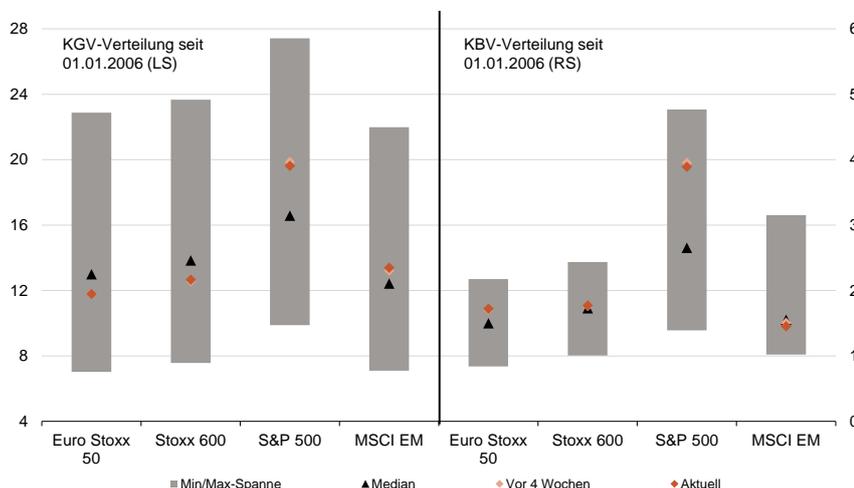
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die hohen US-Zinsen – die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen notierte zuletzt knapp an der 4,5 %-Marke und erreichte damit den höchsten Stand seit 2009 – brachte die Bewertungsausweitung seit Jahresbeginn abrupt zum Erliegen.
- Das KGV auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate ist für den S&P 500 nun wieder unter die 19x-Marke gerutscht und nähert sich damit dem historischen Durchschnitt an.

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 - 22.09.2023

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

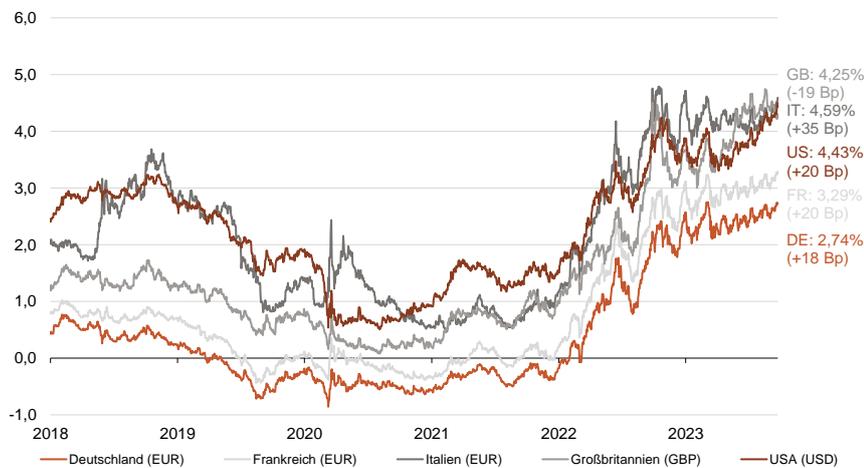


- Während der Vier-Wochen-Vergleich der Grafik kaum Veränderung der Bewertungskennziffern der ausgewählten Aktienregionen zeigt, wirft ein Zwei-Wochen-Vergleich ein anderes Bild auf: der starke US-Zinsanstieg hinterlässt Spuren. Basierend auf dem KGV sind in den letzten zwei Wochen sind Aktien aus Europa, den USA und den Schwellenländern merklich 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 - 22.09.2023



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

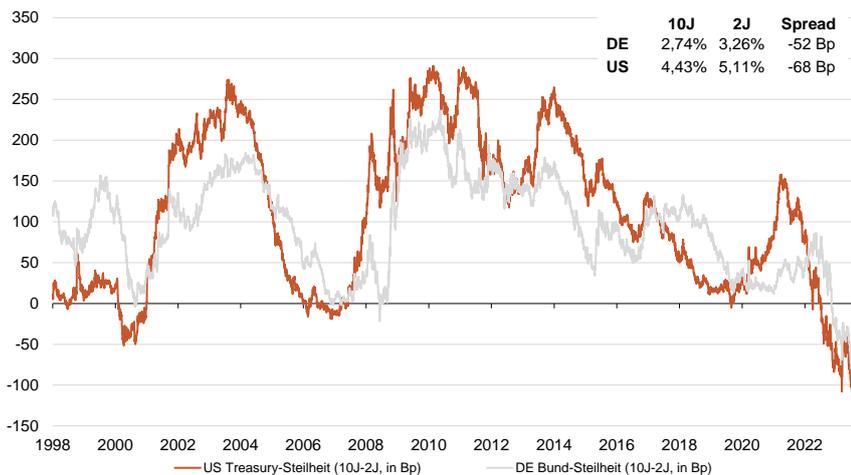


- Sichere Staatsanleihen erfuhren mit Ausnahme britischer Staatsanleihen über die letzten vier Wochen weitere Renditeanstiege. US-Staatsanleihen erreichten sogar kurzfristig die 4,5 %-Marke und damit den höchsten Stand seit 14 Jahren.
- Die deutlich kühleren als erwarteten Inflationsdaten in Großbritannien und die Hoffnung auf eine Entscheidung zur Zinspause auf der BoE-Septembersitzung führten zu fallenden Renditen bei britischen Staatsanleihen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 22.09.2023

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

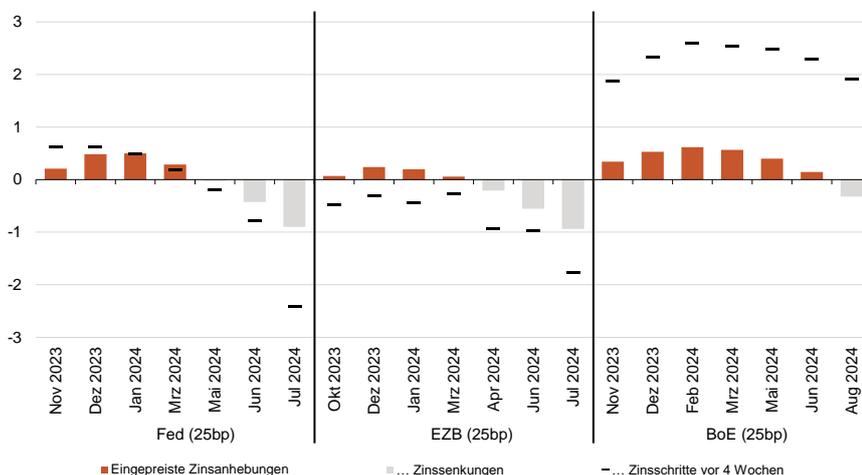


- Die US-Renditestrukturkurve versteilerte sich aufgrund stärker gestiegener Zinsen am langen Ende über die letzten zwei Wochen leicht. Die Zinsdifferenz zwischen 2-jährigen und 10-jährigen US-Staatsanleihen fiel von 73 auf 68 Basispunkte.

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 - 22.09.2023

## Implizite Leitzinsveränderungen



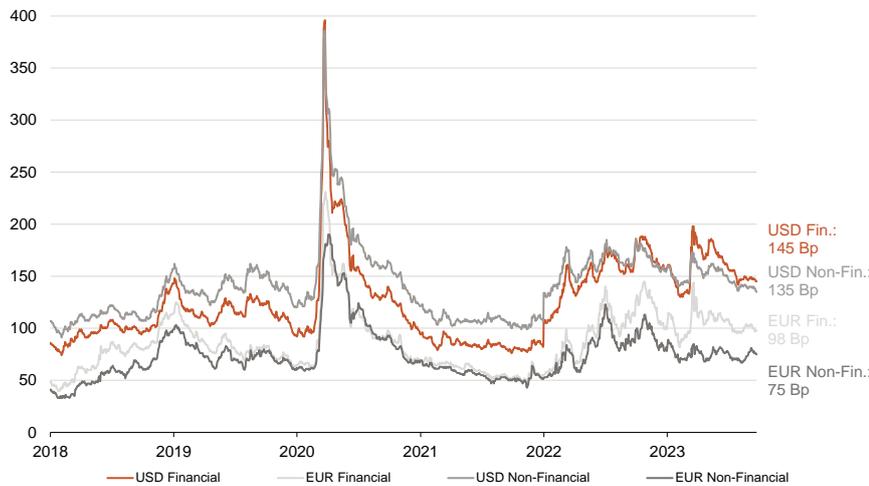
- Die letzten zwei Wochen standen ganz im Zeichen der Zentralbanken. Nachdem sich die EZB Mitte September für die zehnte Zinserhöhung in Folge entschieden hatte, folgten letzte Woche die Fed und die Bank of England mit einer Zinspause. Die Äußerungen des Fed-Vorsitzenden Powell standen im Einklang mit dem „Higher-for-Longer“-Szenario. Dabei betonte er (mehrfach), dass die US-Zentralbank weiter vorsichtig vorgehen würde.

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: 17.12.2023 - 22.09.2023



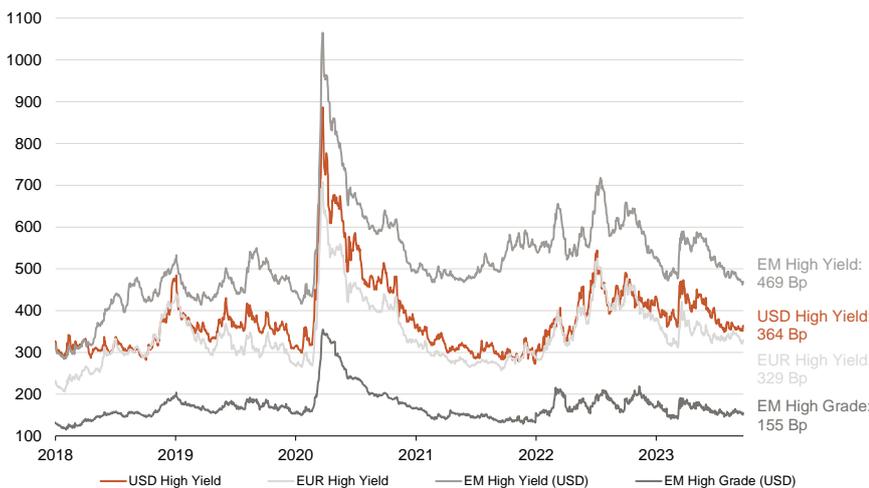
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge von EUR-Finanzanleihen kamen über die letzten vier Wochen marginal zurück und unterstützte leicht die Kurse. Nicht-Finanzanleihen sahen hingegen eine leichte Spreadausweitung. Die Risikoaufschläge von Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) bleiben insgesamt leicht historisch erhöht.
- USD-Finanz- und Nicht-Finanzanleihen sahen ebenfalls eine marginale Spreadingung über die letzten vier Wochen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 22.09.2023

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Verglichen mit IG-Anleihen gab es bei Hochzinsanleihen deutlichere Bewegungen. Schwellenländer-Hochzinsanleihen sahen mit rund 22 Basispunkten die größte Spreadingung, dicht gefolgt von EUR-Hochzinsanleihen.
- USD-Hochzinsanleihen sahen über die letzten vier Wochen keine Spreadingung.

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 - 22.09.2023

## Anleihe-segmente in der Übersicht

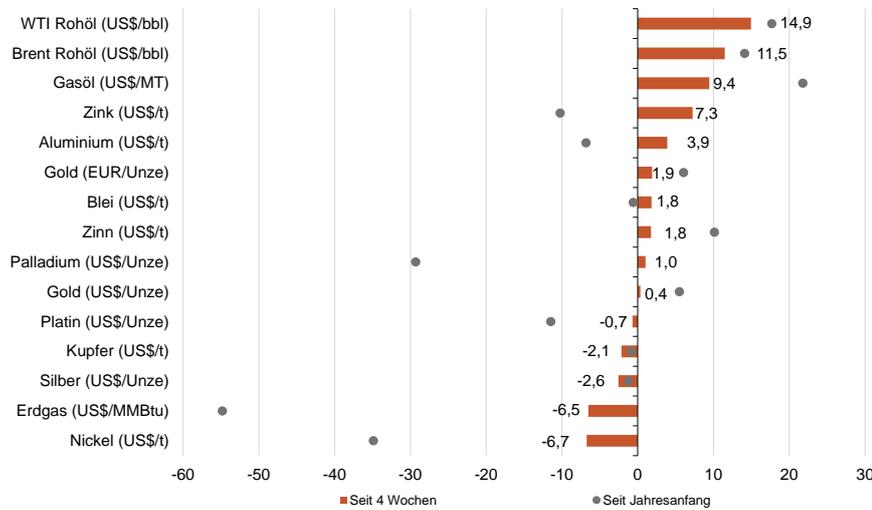
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	22/09/22 22/09/23	22/09/21 22/09/22	22/09/20 22/09/21	22/09/19 22/09/20	22/09/18 22/09/19
<b>EUR Government</b>	3,49	0,13	6,9	-	-	-	-0,7	0,2	-2,9	-16,9	-0,6	1,3	10,4
Germany	2,89	0,11	7,1	-	-	-	-0,6	-0,8	-4,3	-15,1	-1,5	-0,3	7,6
<b>EUR Corporate</b>	4,47	0,04	4,4	84	-1	63	0,2	2,6	2,5	-14,9	2,0	0,5	5,7
Financial	4,70	0,00	3,7	98	-6	67	0,5	2,8	3,2	-13,0	1,9	0,6	5,1
Non-Financial	4,32	0,07	4,8	75	2	60	0,0	2,4	2,1	-15,9	2,1	0,5	6,0
<b>EUR High Yield</b>	7,43	-0,18	3,0	329	-16	46	1,1	6,4	8,6	-13,9	9,3	-0,6	5,3
<b>US Treasury</b>	4,79	0,09	6,1	-	-	-	-0,2	-1,0	-1,1	-13,7	-2,4	9,0	10,2
<b>USD Corporate</b>	5,95	0,02	6,6	138	-5	55	0,4	1,5	2,9	-17,7	2,7	9,0	12,6
Financial	6,19	0,04	4,9	145	-4	72	0,3	2,0	3,3	-14,7	2,5	8,6	11,1
Non-Financial	5,84	0,02	7,4	135	-6	43	0,4	1,2	2,7	-19,0	2,9	9,2	13,3
<b>USD High Yield</b>	8,80	0,06	3,9	364	0	44	0,6	6,4	8,1	-12,3	11,9	1,9	6,9
<b>EM High Grade</b>	6,19	0,07	5,1	155	-1	26	0,1	1,6	2,7	-15,9	2,9	4,9	11,2
<b>EM High Yield</b>	10,17	-0,27	3,8	469	-22	26	1,3	3,4	8,7	-22,4	6,8	6,2	9,5

- Über den vergangenen Monat wiesen lediglich europäische, deutsche und US-Staatsanleihen eine negative Performance aus. Die gestiegenen Zinsen lasteten auf den Kursen.
- Die übrigen Segmente traten mehrheitlich auf der Stelle. USD-Hochzinsanleihen bleiben das stärkste Renditensegment seit Jahresanfang.

ICE BofA Indizes in folgender Abfolge: Euro Government; German Government; Euro Corporate; Euro Financial; Euro Non-Financial; Euro High Yield; US Treasury; US Corporate; US Financial; US Non-Financial; US High Yield; High Grade Emerging Markets Corporate Plus; High Yield Emerging Markets Corporate Plus. EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 14.01.2018 - 22.09.2023



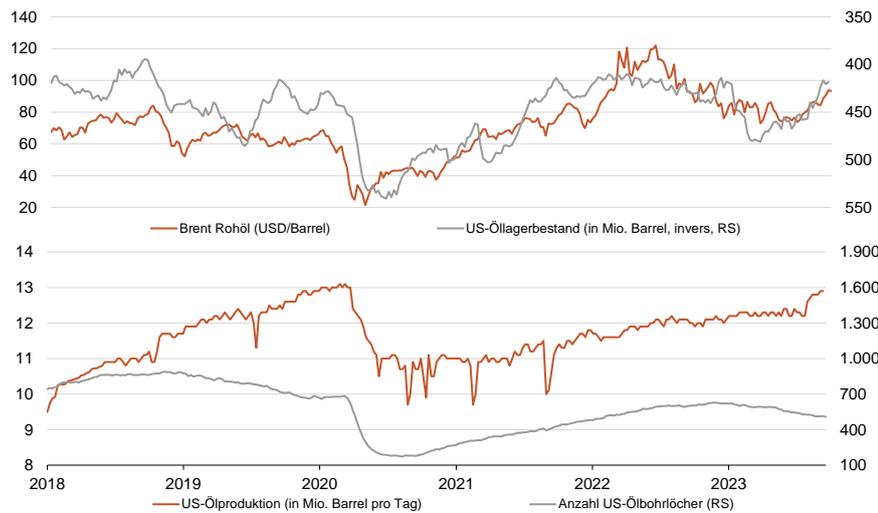
Performance Rohstoffe



- Fast alle hier dargestellten Rohstoffe entwickelten sich über den letzten Monat erfreulich. Nickel und Erdgas blieben hingegen ihrem YTD-Trend treu und gaben auch über den letzten Monat nach.
- Anders als Erdgas entwickelten sich die anderen Energierohstoffe mit Abstand am besten.
- Die Rohstoffmärkte scheinen zusehends den Optimismus der Aktienmärkte zu teilen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 22.09.2023

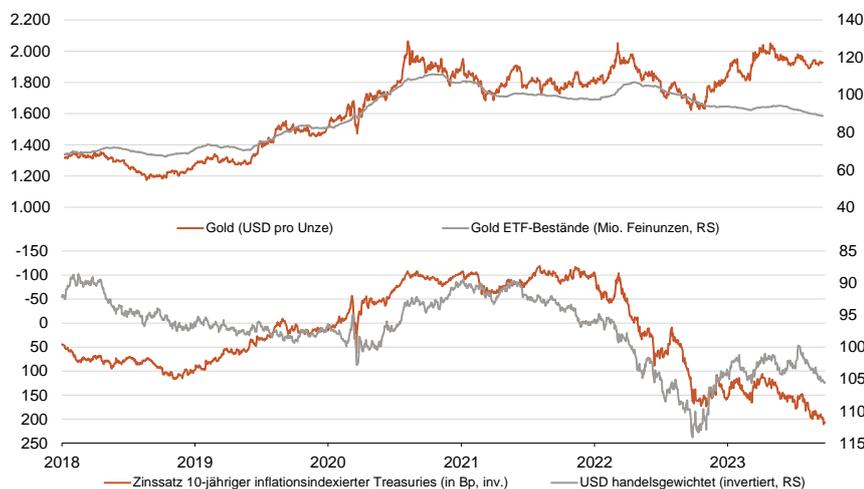
Rohöl



- Brent hat mittlerweile seit Beginn der zweiten Jahreshälfte über 25% zugelegt und ist in Reichweite der Marke von 95 US-Dollar je Barrel. Vor allem Momentum-Strategien haben zuletzt ihre Long-Positionen in Öl ausgebaut.
- Nun beginnt der saisonal schwächere Herbst für die Energierohstoffe. Nach dem Sommer wird weniger gereist und die Heizsaison steht erst im Winter an.

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 - 22.09.2023

Gold



- Gold entwickelte sich in US-Dollar über die letzten Wochen seitwärts. Angesichts des erstarkten Dollars, Realzinsen jenseits der 2% und kontinuierlichen ETF-Abflüssen ist diese Entwicklung erstaunlich robust.
- In Euro hat das Edelmetall seit Mitte August sogar 4% zugelegt.

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 - 22.09.2023

**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)



**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 Louisa 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)



**Dr. Konstantin Ignatov | Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-502 | [konstantin.ignatov@berenberg.de](mailto:konstantin.ignatov@berenberg.de)

## 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: 25. 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)