

#### Aktueller Marktkommentar

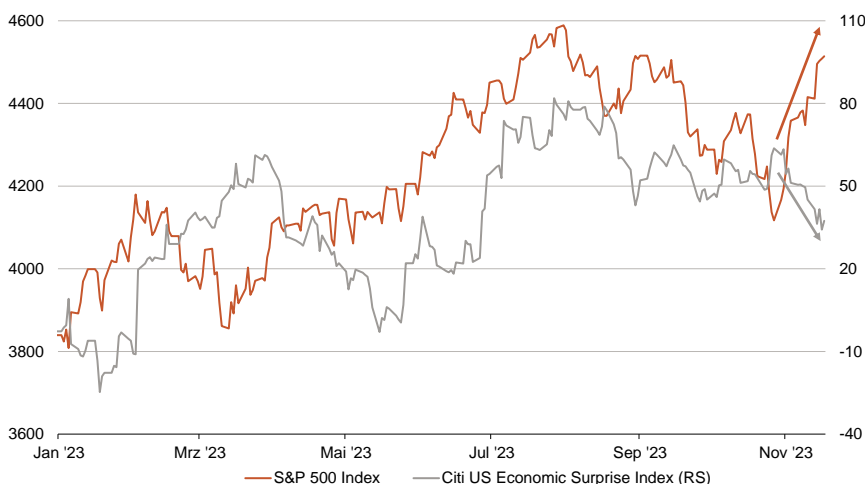
Die Kombination aus sich abkühlenden Makrodaten und Inflationszahlen hat zu fallenden Zinsen geführt und Goldlöffchen-Hoffnungen geschürt – also, dass die Fed eine weiche US-Landung tatsächlich hinbekommt. Folglich stiegen Aktien deutlich, begünstigt auch durch einen fallenden US-Dollar und Ölpreis, was die finanziellen Bedingungen zusätzlich gelockert hat. Die Abnahme der Aktien- und Zinsvolatilität hat dazu geführt, dass die unterexponierteren Quant-Strategien wieder in Aktien und Anleihen gedrängt worden sind. Das von uns in den letzten Wochen skizzierte Szenario einer „technischen“ Erholung scheint also einzutreffen, zumal die großen Aktienrückkaufprogramme jetzt erst loslaufen und die systematischen Strategien noch nicht wieder voll investiert sind – insbesondere die Risiko-Paritäts-Strategien könnten vermehrt Aktien nachfragen, wenn die positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen etwas nachlässt. Fundamental bleibt jedoch das Risiko, dass Konjunktorenttäuschungen mittelfristig auch Aktien belasten sollten.

#### Kurzfristiger Ausblick

Seitens der Zentralbanken dürfte der Markt gebannt auf die Protokoll-Veröffentlichung der letzten Fed-Sitzung am 21. November blicken. Auf politischer Ebene wird es mit den Parlamentswahlen in den Niederlanden am 22. November und dem OPEC+-Treffen am 26. November spannend. Am 23. November sind die US-Börsen aufgrund von Thanksgiving teilweise geschlossen.

Mit baldigem Abschluss der Q3-Berichtssaison dürfte sich der Anlegerblick wieder auf die Konjunkturdaten richten. Am Mittwoch werden das US-Verbrauchertrauen der Universität Michigan (Nov.) und die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung (18. Nov.) veröffentlicht. Am Donnerstag stehen die vorläufigen PMI-Daten (Nov) für einige Eurozoneländer und das Protokoll der letzten EZB-Sitzung an. Die deutschen Q3-BIP-Zahlen und das ifo-Geschäftsklima (Nov.) folgen am Freitag. In der Folgeweche stehen die Q3-BIP- und ISM-Daten (Nov.) für die USA und die Inflationsdaten für die Länder der Eurozone an.

#### Aktienmärkte dürften Konjunktorenttäuschungen nicht ewig feiern



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

*Fed-Protokoll und OPEC-Sitzung im Fokus der Märkte.*

*Konjunkturdaten geben Einblicke in Wirtschaftsaktivität und Inflationsverlauf.*

- Nach Monaten robuster US-Wirtschaftsdaten haben die positiven Konjunkturüberraschungen zuletzt abgenommen. Anleger hoffen deshalb auf einen baldigen Richtungswechsel der Fed-Politik und preisen mittlerweile vier Zinssenkungen für 2024 ein.
- Nicht nur die Anleihe-, auch die Aktienmärkte feiern die Aussichten auf fallende Zinsen. Sollten die Konjunktorenttäuschungen jedoch an Fahrt aufnehmen, könnte dies vom Rückenwind für die Bewertung schnell zum Belastungsfaktor für die Gewinne werden.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2023 - 17.11.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre					
	4W (20.10.23 - 17.11.23)	YTD (30.12.22 - 17.11.23)	17.11.22	17.11.21	17.11.20	17.11.19	16.11.18	
			17.11.23	17.11.22	17.11.21	17.11.20	17.11.19	
REITs	-5,7	6,4	-9,6	-15,4	29,9	-12,6	18,8	
Aktien Industrienationen	4,1	14,5	9,2	-8,8	33,8	6,1	18,3	
Aktien Emerging Markets	2,7	2,8	1,1	-17,6	14,6	9,1	12,6	
EUR Unternehmensanleihen	2,3	4,4	3,6	-13,8	-0,4	2,3	6,3	
EUR Staatsanleihen	1,8	2,8	0,5	-10,3	-1,0	1,7	4,8	
Euro-Übernachteinlage	0,3	2,8	3,0	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	
Globale Wandelanleihen	-0,4	2,9	-2,7	-18,5	25,0	27,7	9,3	
Industriemetalle	-0,5		-11,6	8,0	33,8	4,3	3,4	
Aktien Frontier Markets	-13,6	-0,8	5,1	3,6	-22,2	36,2	-7,4	13,6
Gold	-2,9	6,5	6,9	3,0	4,1	19,3	24,1	
USD/EUR-Wechselkurs	-2,9	-1,9	-5,1	9,2	4,8	-6,8	3,3	
Brent	-13,1	1,0	-4,2	56,6	105,3	-41,7	4,9	

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 schwächer als erwartet ausgefallenen Arbeitsmarktdaten und eine negative Inflationsüberraschung in den USA gaben den Marktteilnehmern neue Hoffnung, dass der Zinshöchststand bereits erreicht wurde. Allen voran performten die zinssensitiven REITs sowie die Aktien der Industrienationen. Hingegen wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro auf den niedrigsten Stand seit August dieses Jahres ab.
- Das Edelmetall Gold sowie Brent-Rohöl litten unter der nachlassenden Besorgnis über den Nahostkonflikt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.11.2018 - 17.11.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (20.10.23 - 17.11.23)	YTD (30.12.22 - 17.11.23)	17.11.22	17.11.21	17.11.20	17.11.19	16.11.18
			17.11.23	17.11.22	17.11.21	17.11.20	17.11.19
Stoxx Europa Zyklisch	9,1	13,8	11,8	-13,8	33,9	-2,1	15,8
MSCI EM Osteuropa	8,9	34,2	38,3	-83,3	50,5	-23,0	29,2
Stoxx Europa Small 200	8,7	4,8	4,7	-25,4	32,0	3,5	17,1
Euro Stoxx 50	7,9	17,2	14,8	-9,7	29,3	-4,6	20,0
DAX	7,6	14,3	11,6	-12,2	23,7	-0,8	16,8
S&P 500	4,1	17,3	10,5	-6,5	38,1	9,8	20,1
MSCI Japan	3,8	12,7	11,1	-12,7	15,8	2,5	14,9
MSCI USA Small Caps	3,8	3,1	-3,5	-10,5	42,3	4,6	12,3
Stoxx Europa 50	3,3	10,8	10,5	-1,1	27,2	-5,6	18,3
MSCI EM Asien	1,7	1,3	0,4	-19,5	11,6	18,8	13,5
MSCI Großbritannien	1,0	5,6	6,2	2,7	27,1	-15,4	12,0
Stoxx Europa Defensiv	0,6	7,5	8,2	0,4	21,1	-4,9	15,7

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

- Das „Bad news is good news“-Narrativ spiegelte sich in der Performance der globalen Aktienmärkte in den letzten vier Wochen wider. Insbesondere die zinssensitiven Small Caps sowie Zykliker erfreuten sich positiver Performance. Osteuropäische Aktien erhielten erneut Rückenwind aus Polen, wo die BIP-Daten im letzten Quartal ein Wachstum der polnischen Wirtschaft zeigten.
- Die fallenden Rohstoffpreise lasteten auf dem Aktienindex in Großbritannien. Das Schlusslicht bildeten die defensiven europäischen Aktien.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.11.2018 - 17.11.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (20.10.23 - 17.11.23)	YTD (30.12.22 - 17.11.23)	17.11.22	17.11.21	17.11.20	17.11.19	16.11.18
			17.11.23	17.11.22	17.11.21	17.11.20	17.11.19
Britische Staatsanleihen	-0,1	4,7	-6,2	-24,2	3,3	0,9	14,4
USD Unternehmensanleihen	4,4	2,6	3,8	-16,0	0,1	9,3	14,5
USD Hochzinsanleihen	3,7	7,8	8,2	-10,9	7,5	5,6	9,5
Italienische Staatsanleihen	3,7	4,9	1,0	-15,0	-1,2	6,9	16,8
EM-Staatsanleihen (lokal)	3,0	6,6	7,8	-8,0	0,0	-5,0	15,1
EUR Hochzinsanleihen	2,6	7,6	8,2	-12,0	5,4	2,6	8,1
EUR Nicht-Finanzanleihen	2,4	4,1	2,9	-14,1	-0,7	2,5	6,6
EUR Finanzanleihen	2,2	4,8	4,6	-13,3	0,0	1,9	6,0
Deutsche Staatsanleihen	2,2	1,1	-2,3	-15,6	-1,9	1,7	5,3
EM-Staatsanleihen (hart)	1,9	1,9	1,1	-12,2	5,5	-2,5	17,7
Chinesische Staatsanleihen	0,5	3,9	4,2	4,2	6,1	2,8	4,9
US-Staatsanleihen	-2,1	0,0	-4,9	-4,1	2,2	0,4	13,0

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

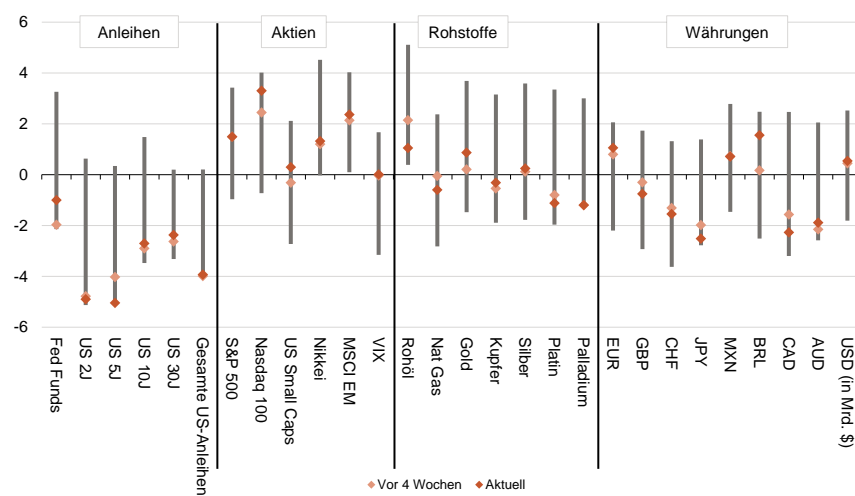
- Die fallenden Realzinsen verhalfen den Anleiheindizes in allen Regionen weltweit in den letzten vier Wochen ins Plus. Britische Staatsanleihen entwickelten sich dank der Aufwertung des britischen Pfunds am besten.
- Der schwache US-Dollar hingegen belastete US-Staatsanleihen, die das Schlusslicht des Performance-Rankings in EUR über den letzten Monat bildeten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.11.2018 - 17.11.2023



Spekulative Positionierung

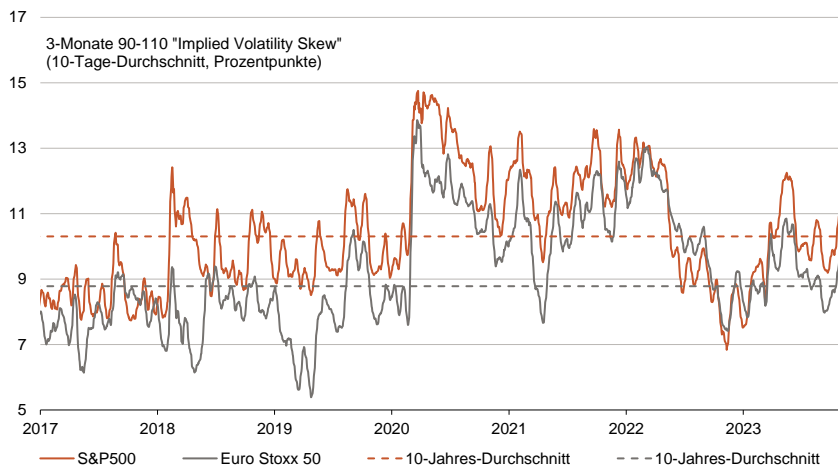


- Spekulative Anleger haben jüngst an verschiedenen Fronten die gesunkenen US-Leitzinsenerwartungen gespielt. So haben sie innerhalb von Aktien vor allem den zinsensitiven Nasdaq aufgestockt, bei Rohstoffen Longs in Gold erhöht und bei Währungen den brasilianischen Real gekauft.

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: 14.11.2013 - 14.11.2023

Put-Call-Skew

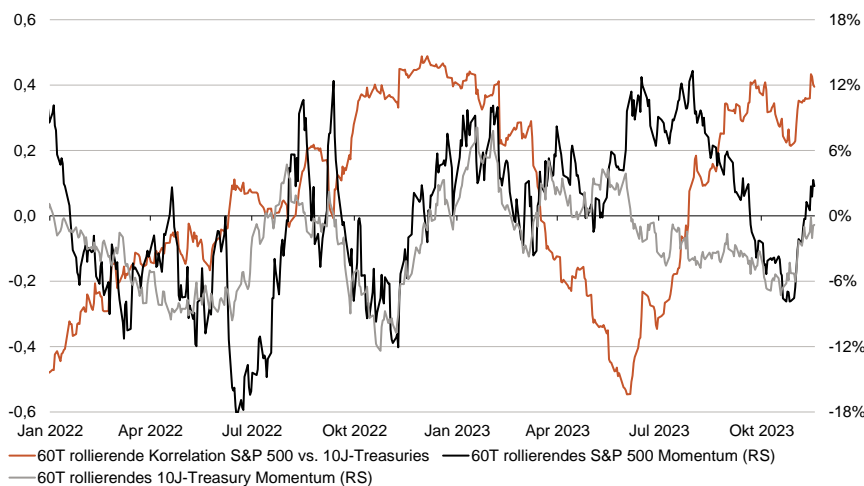


- Die Put-Call-Skew hat sich in den letzten Wochen weiter verflacht. Mittlerweile ist sie auf dem gleichen Niveau wie Ende September. Anders als heute sind damals allerdings die Märkte gefallen und nicht gestiegen.
- Eine fallende Skew bei steigenden Märkten deutet typischerweise auf einen steigenden Risikoappetit der Anleger. Dies bestätigt auch die zuletzt stark gefallene implizite Volatilität.

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: 17.11.2013 - 17.11.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation



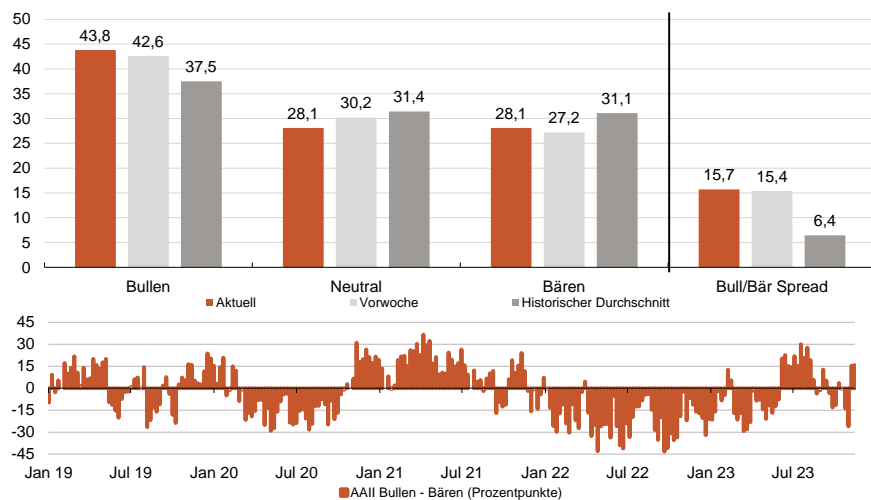
- Das 3M-Momentum im S&P 500 hat jüngst in den positiven Bereich gedreht. US-Treasuries stehen nach fast 6 Monaten negativem Momentum kurz vor dem Richtungswechsel.
- Viele CTAs dürften ihre Shorts in Aktien mittlerweile eingedeckt haben. Bei US-Treasuries dürften hingegen noch größere Short-Positionen bestehen.

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 - 17.11.2023



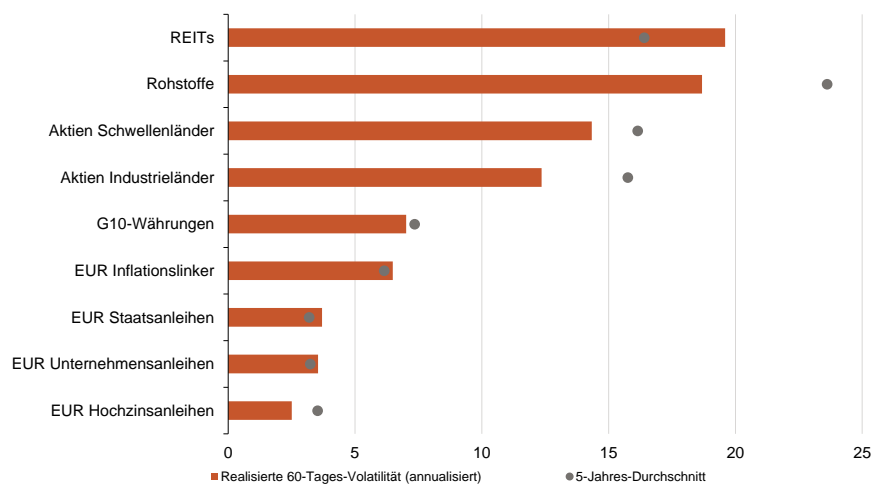
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger ist nun schon die zweite Woche infolge deutlich positiv und das, obwohl Arbeitsmarktdaten zuletzt schwächer reinkamen und die Inflationserwartungen der Konsumenten laut der University of Michigan wieder gestiegen sind.
- Privatanleger scheinen hoffnungsvoll auf niedrigere Zinsen zu blicken.

Die von der American Association of Individual Investors durchgeführte Sentiment-Umfrage ermittelt den prozentualen Anteil der jeweiligen Privatanleger, die auf Sicht von sechs Monaten optimistisch, pessimistisch oder neutral für den US-Aktienmarkt gestimmt sind. Sie wird seit 1987 durchgeführt. Die Umfrage wird von Donnerstag bis Mittwoch durchgeführt, und die Ergebnisse werden jeden Donnerstag veröffentlicht. Für den Aktienmarkt ist es tendenziell unterstützend, wenn es einen hohen Anteil an Bären und einen geringen Anteil an Bullen gibt. Tendenziell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.  
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 16.11.2023

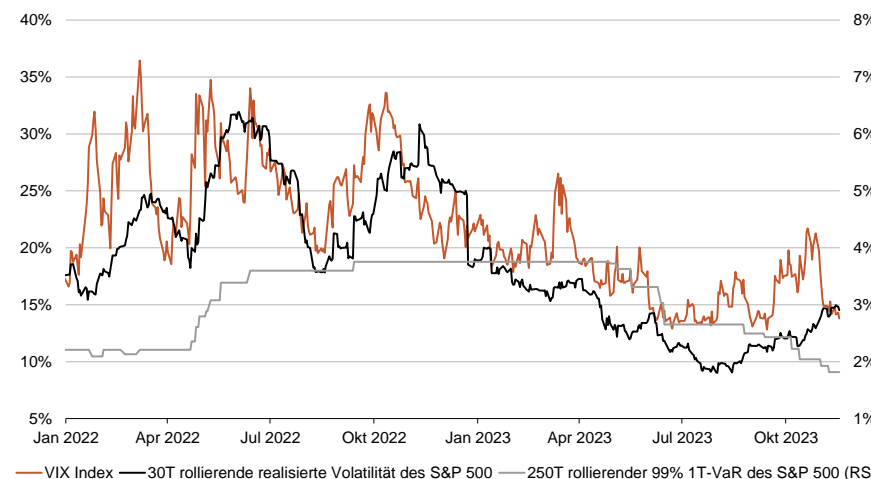
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierte Volatilität von REITs notiert jüngst deutlich über dem 5-Jahres-Durchschnitt. Grund hierfür sind allerdings nicht etwa negative Renditen, sondern die starke Aufwärtsbewegung im Zuge der gefallen Zinsen, wovon der hochverschuldete Immobiliensektor besonders stark profitiert.
- Bei Rohstoffen ist die Volatilität ebenfalls gestiegen. Hier waren es allerdings vor allem die Nachfragesorgen bei Öl, die zu fallenden Kursen geführt haben.

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: 17.11.2018 - 17.11.2023

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

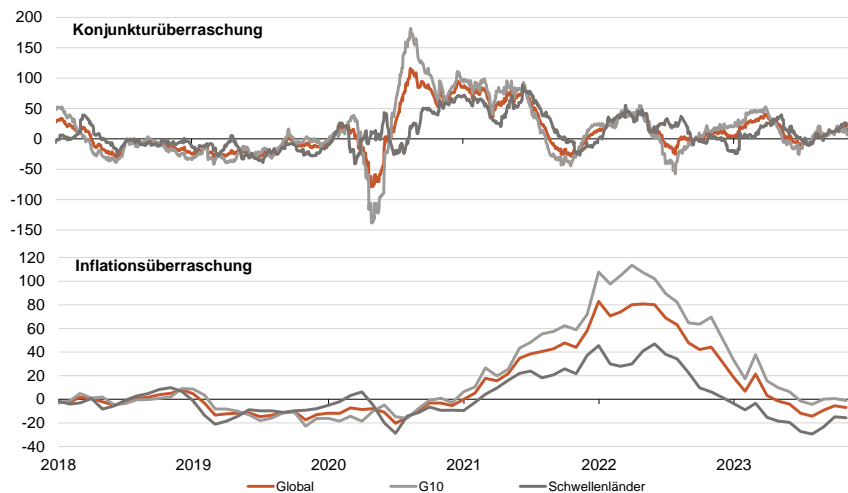


- Der VIX ist seit Ende Oktober von über 20 auf zuletzt unter 14 gefallen und liegt damit nun sogar leicht unter der realisierten 30T-Volatilität.
- Der starke Verfall der impliziten Volatilität war einer der Treiber der Rallye an den Aktienmärkten.

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 - 17.11.2023



## Global

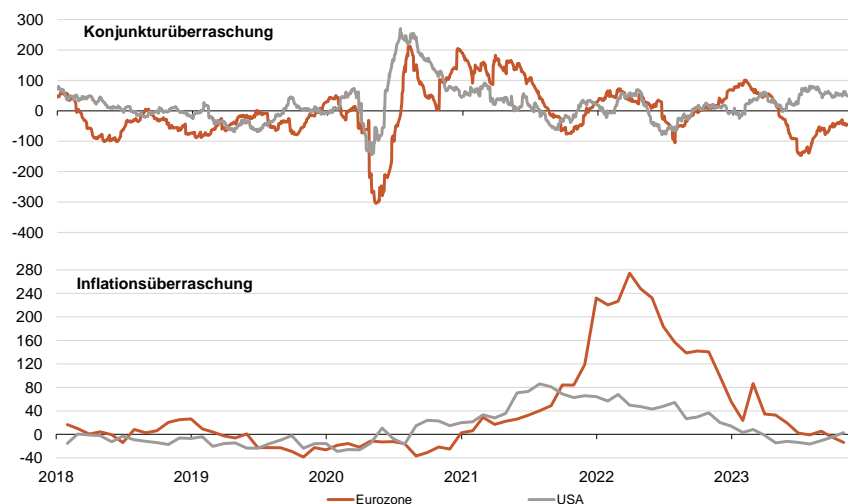


- In den letzten zwei Wochen nahmen die positiven Konjunkturüberraschungen in den Industrienationen ab, wobei der Schwellenländerindex verstärkt Rückenwind aus China bekam. Dort überraschten die Industrieproduktion sowie die Einzelhandelsumsätze positiv, hingegen kamen die Inflations- sowie die Hauspreisdaten für Oktober unter den Erwartungen rein.
- Die globalen Inflationsdaten überraschten im letzten Monat verstärkt negativ und spiegeln die Ergebnisse der geldpolitischen Straffung durch die Zentralbanken wider.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 17.11.2023

## Eurozone & USA

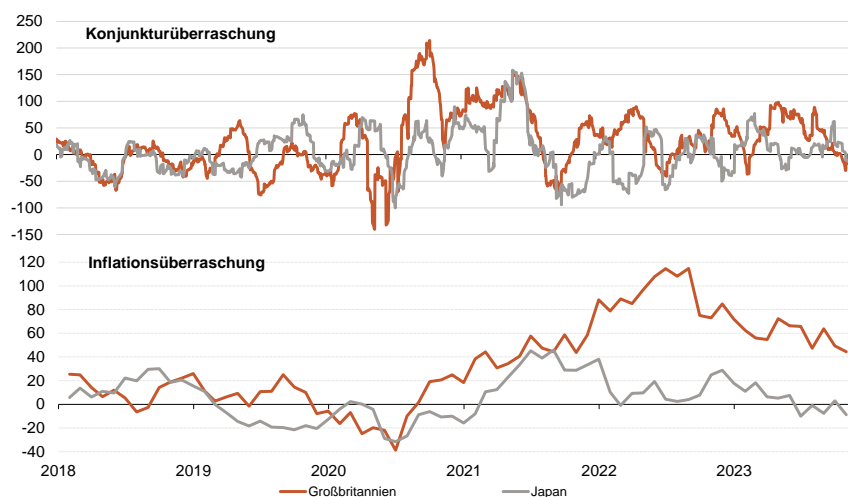


- Anzeichen einer Verlangsamung der US-Wirtschaft kamen mit einer positiven Überraschung in den Erstanträgen für die Arbeitslosenhilfe und einer negativen Überraschung in der Industrieproduktion rein. Allerdings überraschten die Einzelhandelsumsätze sowie der Empire State Index der Hersteller positiv. In Deutschland sowie in der Eurozone insgesamt lag die Industrieproduktion im September unter den Erwartungen.
- In den USA überraschten die Inflationsdaten negativ. In Deutschland, Frankreich und Spanien kamen die Daten wie erwartet rein.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 17.11.2023

## Großbritannien & Japan



- In Großbritannien stiegen das BIP und die Industrieproduktion in September stärker als erwartet. In Japan enttäuschten hingegen die BIP-Daten.
- In Großbritannien stiegen die Konsumentenpreise in Oktober weniger als erwartet, und in Japan überraschten die Produzentenpreise negativ.

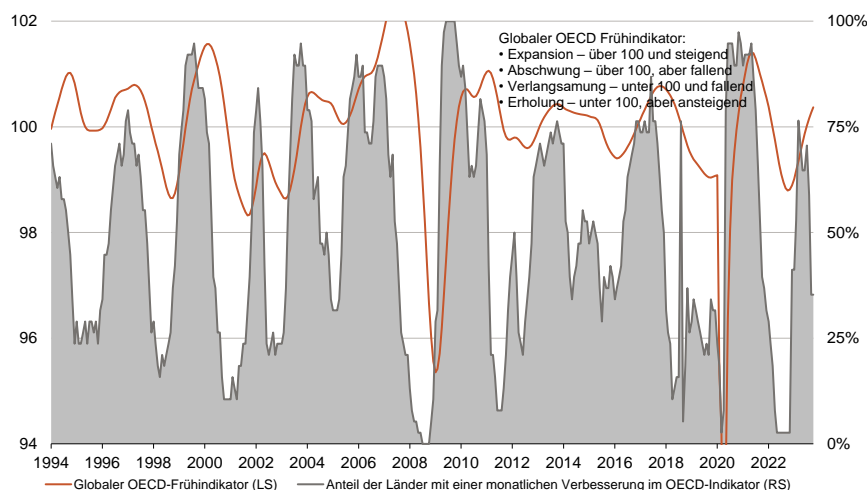
Die Citigroup Economic Surprise Indizes sind definiert als gewichtete historische, normalisierte Datenüberraschungen (Ist-Releases vs. Bloomberg-Erhebungsmedian) über die letzten drei Monate. Ein positiver Wert des Index deutet darauf hin, dass die Wirtschaftsdaten per Saldo den Konsens übertroffen haben. 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 - 17.11.2023





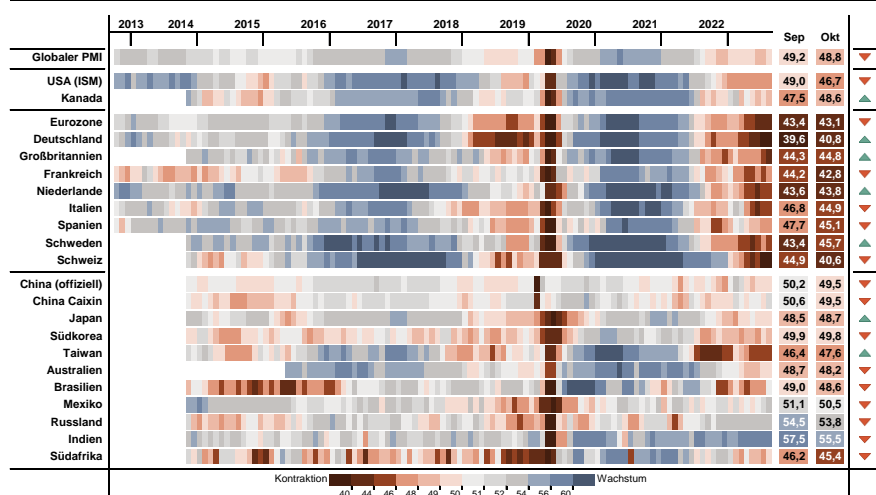
## OECD Frühindikator



- Die globale Wirtschaftsexpansion setzt sich weiter fort – im Oktober blieb der OECD-Frühindikator den vierten Monat in Folge über der 100-Marke mit einem Wert von 100,4.
- Im Gegensatz zu den letzten Monaten sahen lediglich 35 % der Länder im Oktober eine Verbesserung der Wirtschaftslage gegenüber dem Vormonat. Dabei verzeichneten China und Großbritannien den stärksten Anstieg und die Türkei den stärksten Rückgang.

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 - 17.11.2023

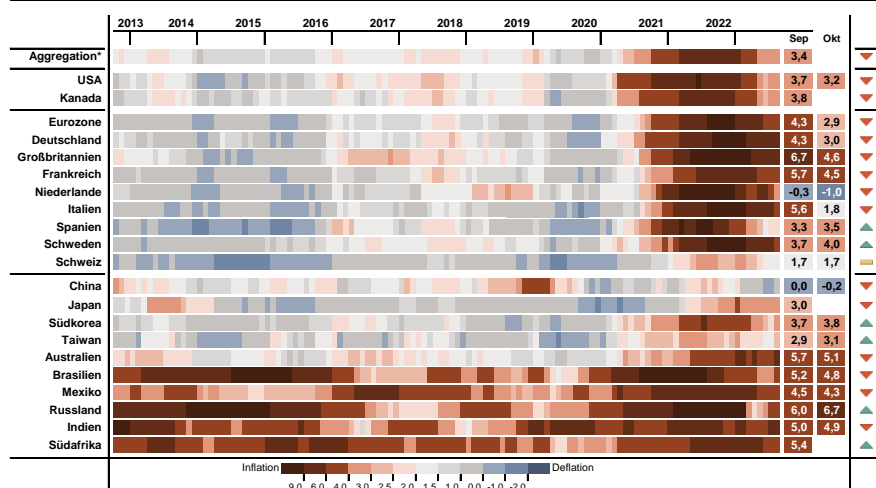
## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Im vergangenen Oktober gab es einen Rückgang der Industrie-Aktivität auf globaler Ebene im Vergleich zum Vormonat. Von den Ländern waren lediglich Kanada, Deutschland, Schweden, die Niederlande, Großbritannien, Japan und Taiwan in der Lage, diesem weltweiten Trend entgegenzuwirken.

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: 17.11.2013 - 17.11.2023

## Gesamtinflation

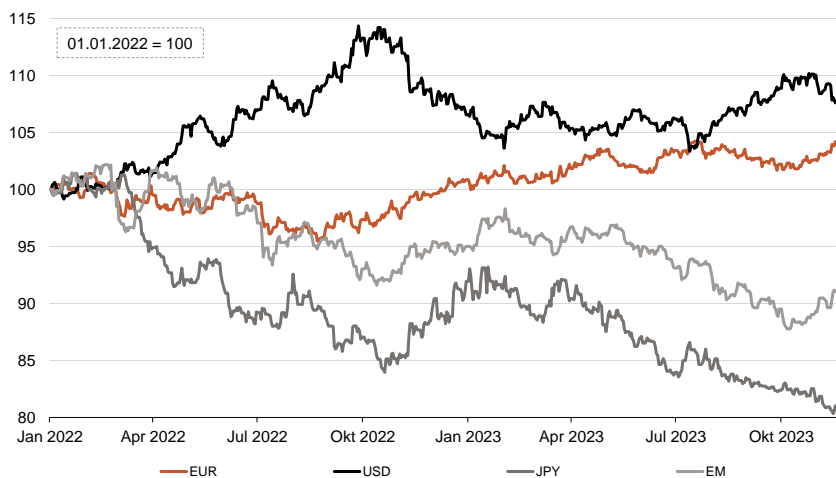


- Die Folgen der restriktiven Geldpolitik der Zentralbanken zeigen sich nun vermehrt in den Inflationsdaten. Niedrigere Energiepreise und ein langsamerer Anstieg der Mietpreise führten in den USA zu einer negativen Inflationsüberraschung im Oktober.
- Sinkende Nahrungsmittelpreise führten in China im Oktober zu einer Deflation im Vergleich zum Vorjahr.

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: 17.11.2013 - 17.11.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

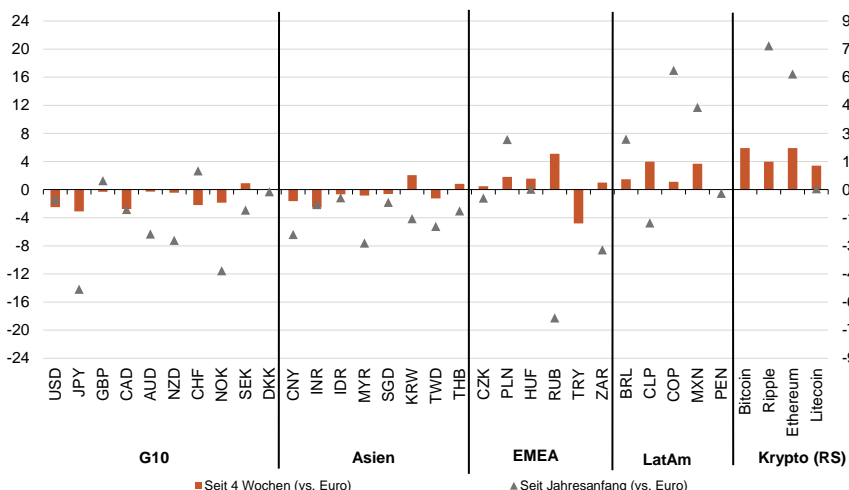


- Eine negative Inflationsüberraschung und damit eine geringere Wahrscheinlichkeit für weitere Zinserhöhungen in den USA belasteten den US-Dollar. Der handelsgewichtete Dollar-Index fiel auf den niedrigsten Stand seit September dieses Jahres.
- Die Anzeichen für das Erreichen eines Zinsgipfels in den USA gab den Währungen der Schwellenländer Rückenwind. In Japan setzten die schwächer als erwarteten BIP-Zahlen den japanischen Yen weiter unter Druck.

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 - 17.11.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

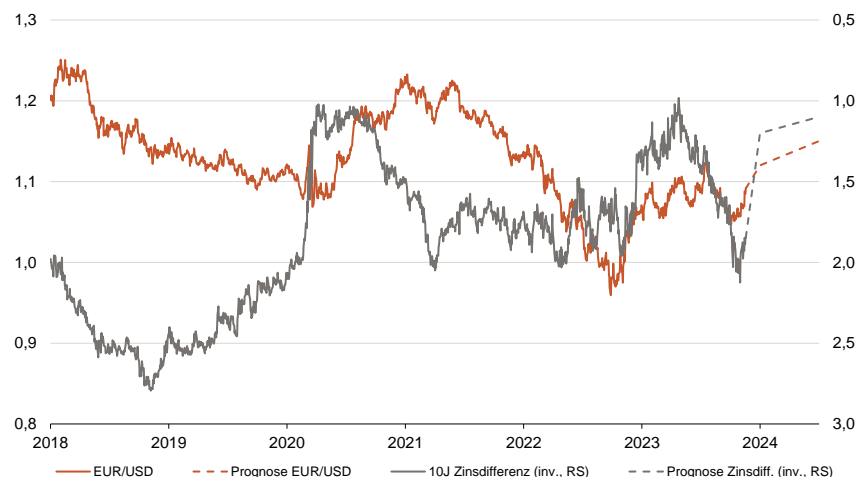


- Über den letzten Monat wertete der Euro gegenüber den meisten hier dargestellten Währungen auf. Die Deflation sowie die Wachstumssorgen in China lasteten auf dem Renminbi.
- Der polnische Zloty bekam hingegen Rückenwind nach einer überraschenden Entscheidung der polnischen Zentralbank, den Leitzins nicht zu senken.
- Trotz der verbesserten Zahlungsbilanz in der Türkei wertete die türkische Lira aufgrund der Skepsis hinsichtlich der Toleranz der politischen Führung gegenüber hohen Zinssätzen weiter ab.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 17.11.2023

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



- Die Erwartung eines bereits erreichten Zinsgipfels in den USA sowie die erhöhte Wahrscheinlichkeit von Zinssenkungen durch die Fed im nächsten Jahr lasteten auf dem US-Dollar. Schwächere Arbeitsmarktdaten und eine negative Inflationsüberraschung in den USA führten zu einer Verringerung der Zinsdifferenz zwischen US- und deutschen Staatsanleihen auf den Stand von Anfang Oktober dieses Jahres.

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 (20.10.23 - 17.11.23)	YTD (30.12.22 - 17.11.23)	17.11.22	17.11.21	17.11.20	17.11.19	16.11.18	
			17.11.23	17.11.22	17.11.21	17.11.20	17.11.19	
Informationstechnologie	14,0	25,2	13,1	-24,5	54,5	8,4	26,8	
Industrie	9,5	15,9	14,5	-15,0	29,7	3,4	26,3	
Grundstoffe	4,8	9,1	3,7	-5,3	30,5	4,3	13,8	
Versorger	7,8	8,4	8,7	-5,1	7,9	13,8	23,8	
Zyklische Konsumgüter	6,8	11,5	10,8	-19,5	35,0	3,3	21,8	
Growth	6,6	10,2	7,7	-16,4	32,5	5,6	22,3	
Finanzen	5,4	14,8	16,4	-6,0	34,2	-14,7	9,6	
Telekommunikation	3,9	11,3	8,4	-10,4	14,6	-14,7	4,9	
Value	3,3	10,3	11,1	-1,6	24,5	-13,0	10,1	
Basiskonsumgüter	-0,8	0,7	-1,5	-5,6	16,3	-0,3	16,4	
Gesundheit	-0,4	5,0	7,3	-5,0	22,3	3,4	20,9	
Energie	-4,3	9,7	9,0	34,6	44,3	-38,0	3,5	

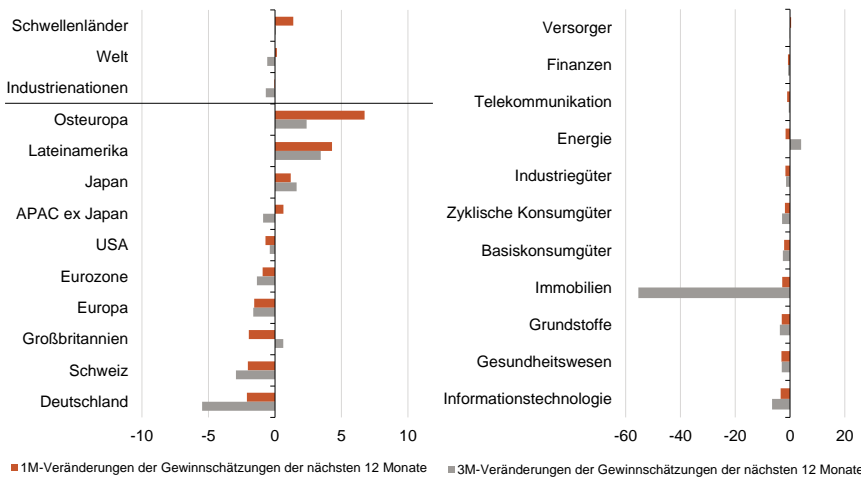
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- In den letzten vier Wochen glänzten auf Sektor- und Style-Ebene beinahe alle Segmente. Lediglich Energie- (belastet durch den gefallen Ölpreis) und Gesundheitstitel verzeichneten Verluste.
- Gesundheitsaktien wurden in der aktuellen Berichtssaison aufgrund des starken Rückgangs der pandemiebedingten Ausgaben massiv abgestraft.

Gesamtrendite europäischer Aktiensektoren 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: 16.11.2018 - 17.11.2023

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

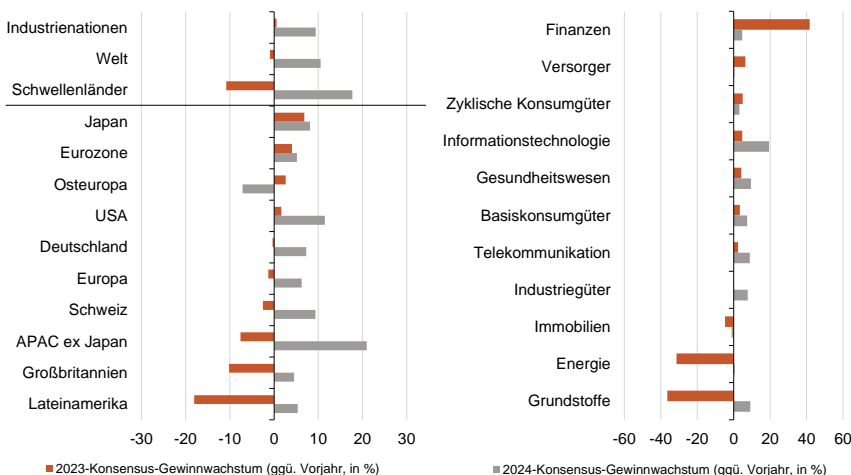


- Die Analysten zeichnen bei den Gewinnsschätzungen für die nächsten 12 Monate ein regional stark differenzierendes Bild.
- Für die Schwellenländer, insbesondere für Lateinamerika, gab es zwar positive Gewinnrevisionen, für einige Industrienationen sind die Analysten hingegen pessimistischer geworden. Deutschland, Großbritannien und die Schweiz sahen die größten negativen Gewinnrevisionen über den letzten Monat.

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: 17.11.2023

## Gewinnwachstum



- 2023 dürfte das Gewinnwachstum globaler Aktien laut der Analysten leicht negativ ausfallen. Der Gewinnrückgang der Schwellenländer von über 10 % im Vergleich zum Vorjahr stellt dabei den dominanten Belastungsfaktor dar.
- Für 2024 erwartet der Konsens dann eine fulminante Erholung von knapp 10% auf globaler Ebene.

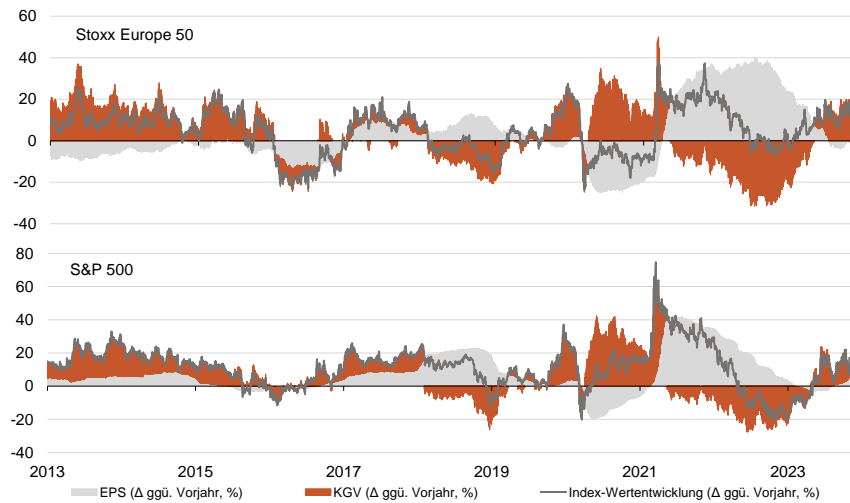
Vom Konsens erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik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

Quelle: FactSet, Stand: 17.11.2023





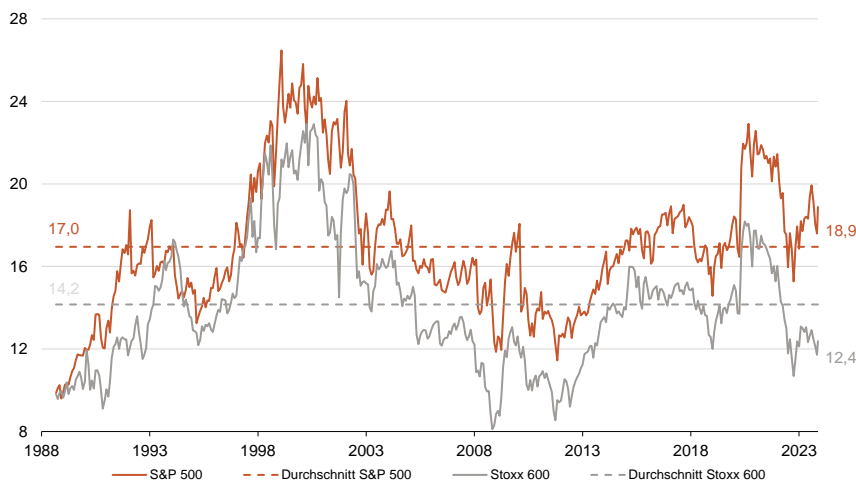
## Kontributionsanalyse



- Die Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate sind nun für den S&P 500 höher als im Vorjahr. Auch die laufende Bewertungsausweitung hält weiter an. Das Kursgewinnverhältnis ist im Vergleich zum Vorjahr um über 8 % gestiegen.
- Der Stoxx Europe 50 erfuhr ebenfalls eine Bewertungsausweitung. Das geschätzte Gewinnwachstum notiert im Vergleich zum Vorjahr nahe Null.

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: 01.01.2013 - 17.11.2023

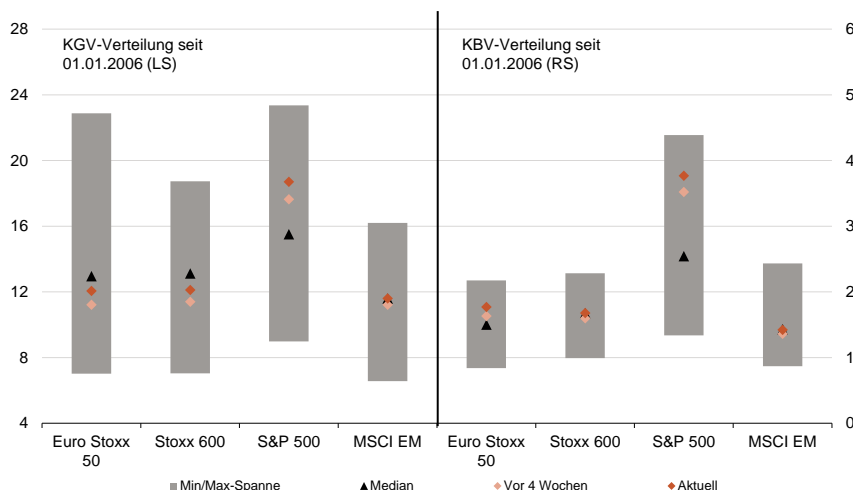
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Bewertungskennzahlen sind über den November wieder leicht angezogen. Das KGV des S&P 500 weitet mit aktuell 18,9 die Lücke zum historischen Durchschnitt von 17 wieder aus.
- Der Stoxx 600 handelt ebenfalls wieder mit einem KGV über der 12-Marke.

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 - 17.11.2023

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

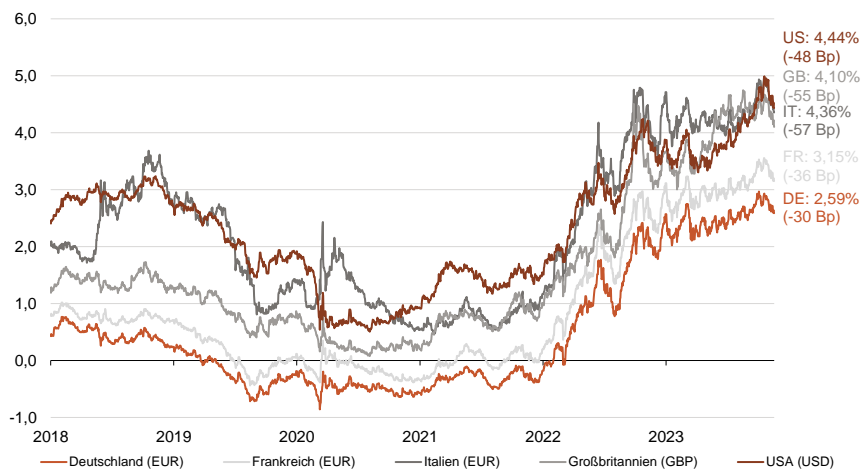


- In den letzten vier Wochen ist sowohl das KGV als auch das KBV der gezeigten Aktienregionen tendenziell gestiegen.
- Am deutlichsten war die Bewertungsausweitung bei US-Aktien. Sie profitierten – bestärkt durch die kühleren US-Inflations- und Makrodaten – von der Hoffnung auf ein Goldilocksszenario.

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 - 17.11.2023



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

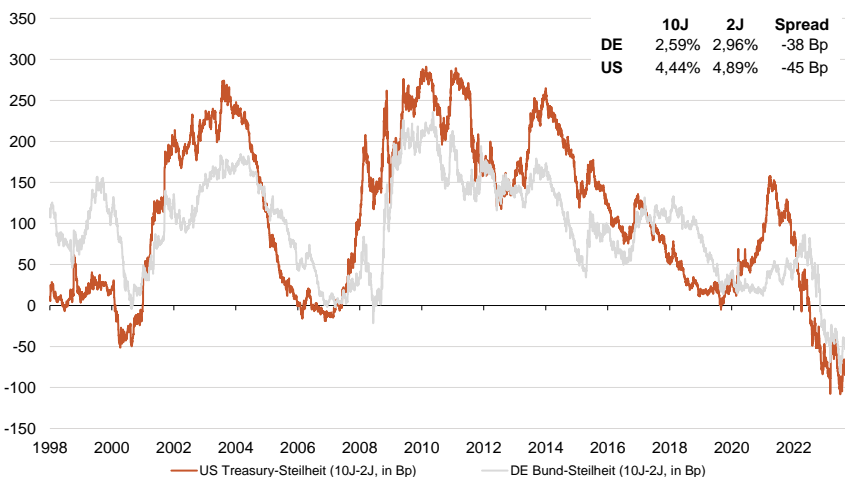


- Sichere Staatsanleihen sahen dank der niedriger als erwarteten US-Inflation für Oktober (nur 3,2 % statt der erwarteten 3,3 %) deutlich fallende Renditen. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen gaben knapp 50 Basispunkte über die letzten vier Wochen nach.
- Italienische Staatsanleihen sahen im 4-Wochen-Verlauf den stärksten Renditerückgang. Die Ratingagentur Moody's bestätigte letzte Woche Italiens Kreditwürdigkeit (Italien hat eine aktuelle Schuldenquote von 140% zum BIP) von Baa3 und entfernte damit vorerst das Risiko einer Abstufung auf Ramschniveau.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 17.11.2023

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

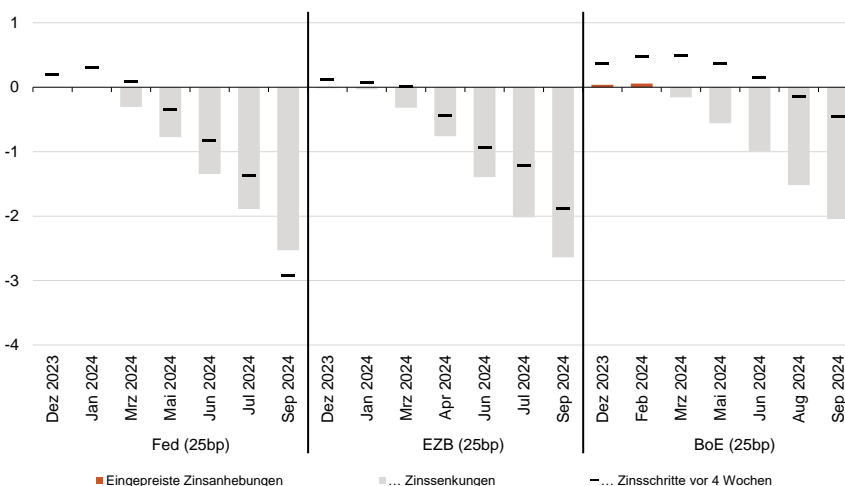


- Über die letzten zwei Wochen sind die Renditen am langen Ende stärker gefallen als am kurzen Ende.
- Die Zinsdifferenz zwischen 2- und 10-jährigen US-Staatsanleihen weitete sich über den gleichen Zeitraum von -27 auf -45 Basispunkte aus.

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 - 17.11.2023

## Implizite Leitzinsveränderungen



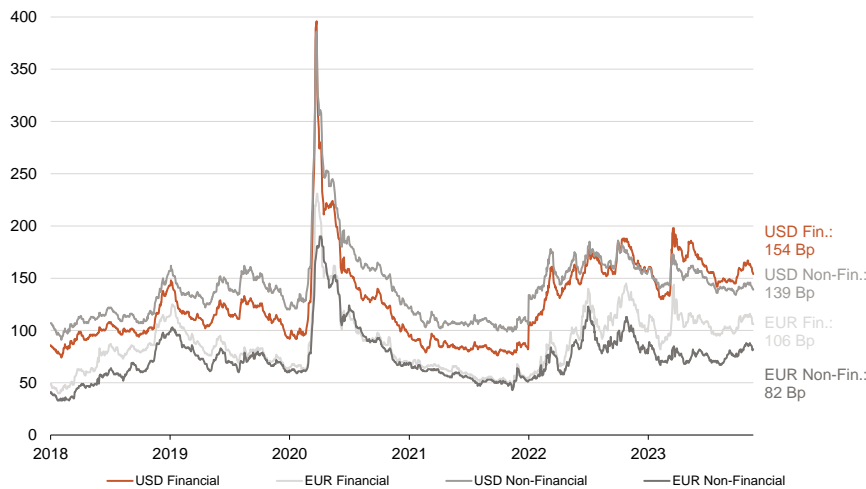
- Das Zinsnarrativ „Höher für Länger“ scheint vergessen. Der Markt rechnet mit keiner einzigen weiteren nennenswerten Zinserhöhung für die Fed, EZB und BoE.
- Stattdessen erwartet der Markt sowohl für die Fed als auch die EZB knapp zwei Zinssenkungen à 25 Basispunkten bis Juli 2024. Solch starker Konsens birgt Potenzial für negative Überraschungen.
- Die anstehenden Fed- und EZB-Protokolle dürften mehr Signale liefern.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Änderung (Anzahl der Schritte) des Leitzins zu ermitteln.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 17.10.2023 - 17.11.2023



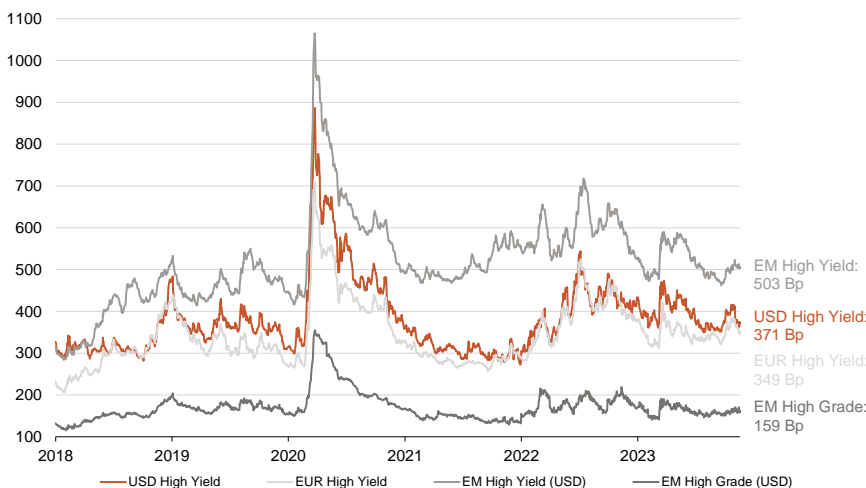
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Über die letzten zwei Wochen gab es nur wenig Bewegung bei den Risikoaufschlägen für Investment-Grade-Unternehmensanleihen. USD-Finanz und Nicht-Finanzanleihen sahen nur eine marginale Spreadeinengung von jeweils 10 und 6 Basispunkten.
- Bei EUR-IG-Anleihen war die Bewegung identisch. Auch hier gaben die Risikoaufschläge bei EUR-Finanz- und Nicht-Finanzanleihen gaben nur je 10 und 6 Basispunkte nach.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 17.11.2023

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Mit dem gestiegenen Risikoappetit der Anleger sind die Risikoaufschläge bei den risikosensitiven Hochzinsanleihen leicht gefallen. Dabei sind die Risikoaufschläge stärker bei EUR- als bei USD-Hochzinsanleihen gesunken.
- Die Risikoaufschläge bei Schwellenländer-Hochzinsanleihen sahen ebenfalls eine leichte Spreadeinengung.

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 - 17.11.2023

## Anleihe-segmente in der Übersicht

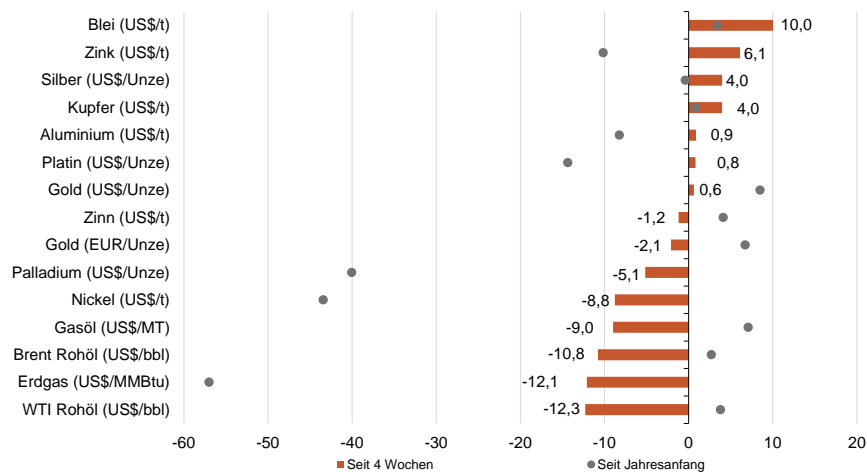
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	17/11/22 17/11/23	17/11/21 17/11/22	17/11/20 17/11/21	17/11/19 17/11/20	17/11/18 17/11/19
<b>EUR Government</b>	3,27	-0,36	7,0	-	-	-	2,8	2,0	-1,4	-16,2	-2,4	4,0	9,6
Germany	2,69	-0,28	7,1	-	-	-	2,2	0,7	-2,3	-15,7	-1,9	1,7	5,3
<b>EUR Corporate</b>	4,26	-0,37	4,4	91	-2	75	2,2	4,2	3,6	-13,7	-0,4	2,2	6,3
Financial	4,50	-0,39	3,7	106	-6	79	2,1	4,4	4,3	-11,9	0,0	1,9	5,6
Non-Financial	4,11	-0,35	4,8	82	0	73	2,2	4,1	3,1	-14,6	-0,5	2,4	6,6
<b>EUR High Yield</b>	7,40	-0,47	3,0	349	-12	60	1,9	7,6	8,2	-12,0	5,4	2,6	8,1
<b>US Treasury</b>	4,69	-0,39	6,1	-	-	-	2,7	-0,4	0,0	-12,7	-2,9	8,1	9,8
<b>USD Corporate</b>	5,90	-0,44	6,6	144	-2	61	3,5	2,6	3,8	-16,0	0,1	9,3	14,5
Financial	6,13	-0,45	4,9	154	-4	79	3,0	3,3	4,6	-13,4	-0,1	8,8	12,5
Non-Financial	5,79	-0,44	7,4	139	-2	49	3,8	2,2	3,4	-17,2	0,1	9,5	15,3
<b>USD High Yield</b>	8,78	-0,56	3,9	371	-21	48	2,9	7,8	8,2	-10,9	7,5	5,6	9,5
<b>EM High Grade</b>	6,08	-0,36	5,1	159	5	33	2,3	2,5	4,8	-15,8	0,6	5,5	12,4
<b>EM High Yield</b>	10,34	-0,31	3,7	503	12	41	1,9	3,9	9,3	-19,7	0,7	6,7	11,4

- Alle hier dargestellten Anleihe-Segmente weisen über den letzten Monat eine positive Entwicklung auf.
- Die Risikoaufschläge notieren nun jedoch bei EUR-Hochzins- und USD-Unternehmensanleihen nahe und bei USD-Hochzins- und Schwellenländeranleihen sogar unterhalb des 50sten Perzentils und sind somit historisch nicht mehr attraktiv.

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: 16.11.2018 - 17.11.2023



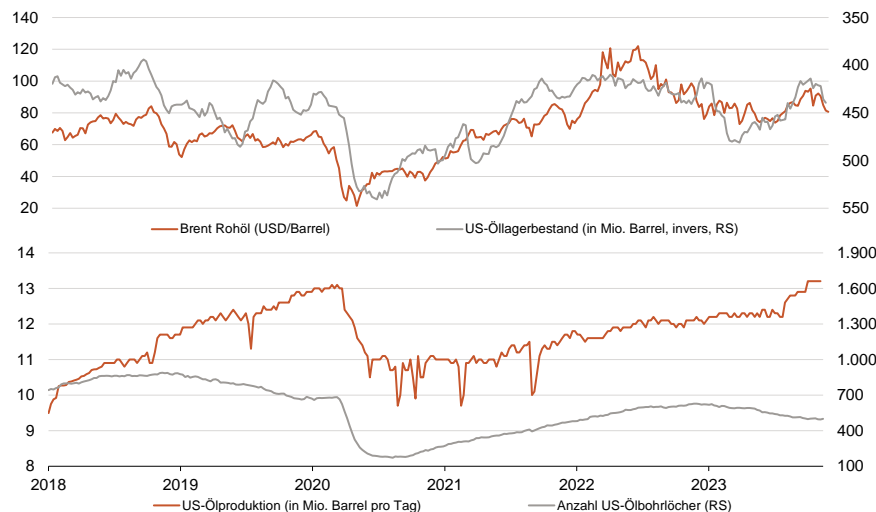
Performance Rohstoffe



- Energierohstoffe waren die großen Verlierer über den letzten Monat.
- Industriemetalle gehörten hingegen zu den besten Performern. Angesichts der Entwicklung von Öl und den jüngsten Konjunkturdaten sind Metalle erstaunlich robust über die letzten Wochen. Vor allem in China scheint die Nachfrage getrieben durch den Ausbau erneuerbarer Energien hoch zu sein.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 17.11.2023

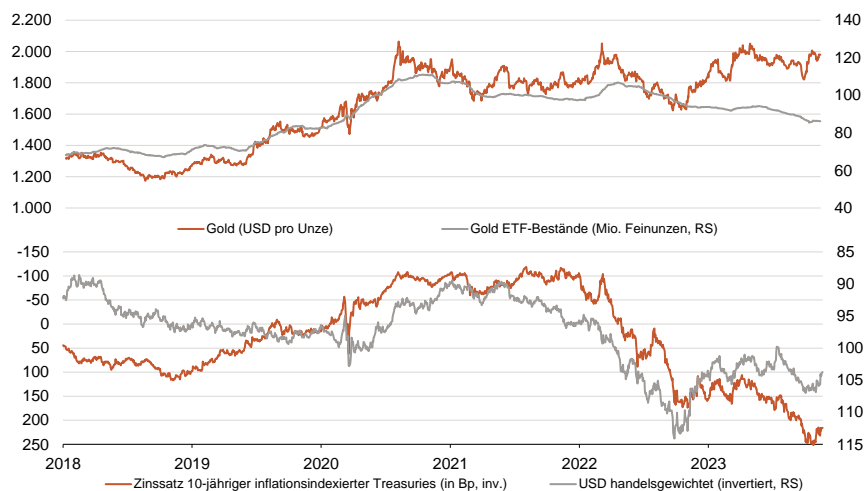
Rohöl



- Rohöl gab über die letzten Wochen erheblich nach. Die Sorte Brent notiert mittlerweile wieder unter 80 US-Dollar je Barrel und damit so niedrig wie seit Mitte Juli nicht mehr.
- Die Angebotssorgen aufgrund einer möglichen Ausweitung des Konflikts im Nahen Osten sind schnell verflogen und mittlerweile dominieren die Nachfragesorgen aufgrund zuletzt schwächerer Konjunkturdaten. Zudem ist laut der IEA das Produktionswachstum außerhalb der OPEC+ (USA, Brasilien) zuletzt überraschend stark.

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 - 17.11.2023

Gold



- Nachdem Gold seit Anfang November trotz gefallener Zinsen zunächst schwächelte, fand es mit den niedriger als erwarteten US-Inflationsdaten und schwächerem Dollar zu alter Stärke zurück.
- Positive ETF-Flows halten sich allerdings weiter sehr in Grenzen.

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 - 17.11.2023

**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: 20. November 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)