

### Aktueller Marktkommentar

Die letzten zwei Wochen standen ganz im Zeichen von „Bad News is Good News“. Die PMIs in der Eurozone signalisieren eine Kontraktion und das US-Wirtschaftswachstum war nun das zweite Quartal infolge negativ – die USA befinden sich in einer technischen Rezession. Die Zentralbanken hoben derweil die Zinsen weiter an, die EZB um 50Bp, die Fed um 75Bp. Allerdings erklärte Powell von nun an datengetrieben über weitere Zinsschritte zu entscheiden. Die Hoffnung auf eine kurze Rezession gepaart mit bald wieder lockereren Finanzierungsbedingungen, sorgte für eine Rallye über alle Anlageklassen hinweg. Anleger dürften sich in diesem Umfeld wieder mehr auf Gewinnstabilität und -wachstum und weniger auf Bewertungen fokussieren, und unser Quality-Growth-Stil wieder besser funktionieren. Für eine Entwarnung bei Aktien ist es unseres Erachtens allerdings zu früh. Die Gewinnerwartungen sind ambitioniert, der Kostendruck hoch, die Inflation noch nicht rückläufig, die Fed hat noch nicht gedreht und die Energiekrise schwelt.

### Kurzfristiger Ausblick

Nachdem die letzten zwei Wochen von den Zinsentscheidungen der Fed und EZB beherrscht waren, kehrt für die nächsten zwei Wochen mehr Ruhe an der Zentralbank-Front ein. Lediglich die Bank of England veröffentlicht am 4. August den Juli-Inflations-Bericht und die neue Zinsentscheidung. Die Q2-Berichtsaison ist weiterhin in vollem Gange. Nachdem bereits 50% der Unternehmen des S&P 500 und Stoxx 600 berichtet haben, folgt die zweite Hälfte noch bis Mitte August. Auch geopolitisch wird es spannend. In Zeiten der Energieknappheit entscheidet die OPEC+ am 3. August über den weiteren Förderungsumfang.

Nachdem heute die finalen Einkaufsmanagerdaten (Jul.) für die USA, Europa und China veröffentlicht werden, stehen Mittwoch die US-Industrie-Auftragseingänge, Donnerstag die US-Handelsbilanz (Jun.) und Freitag die US-Arbeitsmarktdaten an (Jul.). In der Folgewoche werden für die USA und Europa die Inflationsdaten (Jul.) und das vorläufige US-Verbrauchervertrauen (Aug.) bekannt gegeben.

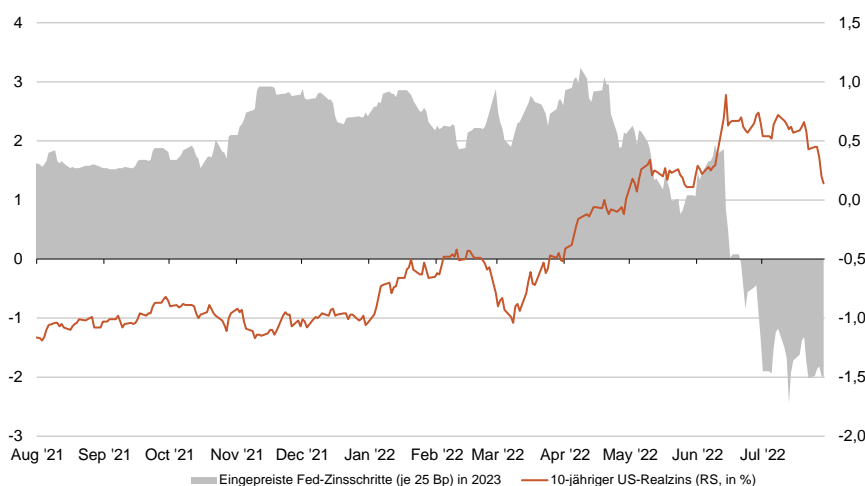
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Q2-Berichtsaison, Bank of England und OPEC+ im Fokus der Märkte.*

*Finale Einkaufsmanagerindizes sowie Inflationsdaten für Juli dürften Konjunktüreinsicht bieten.*

### Favoritenwechsel durch erwarteten „Fed-Pivot“ mit Zinssenkungen 2023



- Die Fed hat die Zinsen schneller und stärker angehoben als zu Jahresbeginn erwartet. Ein kräftiger Realzinsanstieg und die Belastung aller aber insbesondere hoch bewerteter Anlagen folgten.
- Mit der drohenden Rezession und nach den großen Zinsschritten erwartet der Markt nun eine Fed-Wende und Zinssenkungen statt -erhöhungen für 2023.
- Dies führte zu fallenden Realzinsen und einem Favoritenwechsel am Markt: von den Gewinnern seit Jahresbeginn hin zu den Verlierer und damit auch von Value- zu Wachstums- und Qualitätsaktien.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.07.2021 - 29.07.2022



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (01.07.22 - 29.07.22)	YTD (31.12.21 - 29.07.22)	29.07.21	29.07.20	29.07.19	29.07.18	28.07.17
			29.07.22	29.07.21	29.07.20	29.07.19	29.07.18
Aktien Industrienationen	-4,2	9,5	5,2	33,9	0,9	9,5	12,9
REITs	-4,5	8,7	8,9	24,5	-11,9	17,3	-0,4
Globale Wandelanleihen	-8,5	7,0	-8,0	31,6	13,6	5,6	5,3
Industriemetalle		6,4	13,7	43,2	-6,7	1,0	5,8
EUR Unternehmensanleihen	-8,3	3,8	-9,8	3,2	-0,4	5,9	0,7
Aktien Frontier Markets	-10,2	3,6	-2,0	37,9	-18,9	8,1	3,4
Aktien Emerging Markets	-8,2	2,6	-8,1	20,3	0,7	2,8	5,9
USD/EUR-Wechselkurs		2,0	16,3	-0,8	-5,5	4,6	0,8
EUR Staatsanleihen	-4,9	1,5	-6,2	0,7	0,6	4,4	0,3
Euro-Übernachteinlage	0,0	-0,3	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4
Gold	-0,5	7,4	12,4	-8,0	30,6	22,0	-2,9
Brent	-1,3	74,1	98,6	67,7	-35,9	-6,7	53,0

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.

- Nachdem die amerikanische Notenbank letzte Woche eine erneute Zinserhöhung von 75 Basispunkten beschloss, preisten die Märkte damit den Beginn einer Verlangsamung der restriktiven Zinspolitik. Entsprechend erholten sich die Märkte und sowohl Aktien als auch zinssensitive REITs gewannen deutlich dazu.
- Im Gegensatz dazu mussten Rohstoffe moderate Verluste hinnehmen. Insbesondere Brent-Öl blieb belastet.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.07.2017 - 29.07.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (01.07.22 - 29.07.22)	YTD (31.12.21 - 29.07.22)	29.07.21	29.07.20	29.07.19	29.07.18	28.07.17
			29.07.22	29.07.21	29.07.20	29.07.19	29.07.18
MSCI USA Small Caps	-3,2	11,4	3,4	48,9	-8,4	4,5	17,9
S&P 500	-2,4	10,3	10,6	36,5	4,1	14,4	17,1
Stoxx Europa Zyklisch	-13,7	9,7	-9,5	37,8	-5,0	-3,0	4,3
Stoxx Europa Small 200	-17,2	8,7	-15,4	40,2	-2,3	-0,4	10,1
MSCI Japan	-6,0	7,6	-1,6	21,1	-0,4	-2,0	12,3
Euro Stoxx 50	-11,8	7,0	-7,6	27,1	-4,4	2,7	4,4
MSCI Großbritannien		5,5	13,7	27,5	-18,5	1,6	9,1
Stoxx Europa 50	-2,2	6,5	5,4	21,5	-3,7	5,2	5,9
DAX	-15,1	5,2	-13,8	22,0	3,3	-3,4	5,7
MSCI EM Osteuropa	-81,5	3,8	-80,8	29,3	-15,9	21,6	15,0
Stoxx Europa Defensiv		3,1	10,2	13,4	0,3	5,2	9,8
MSCI EM Asien	-8,7	1,6	-8,3	18,4	9,8	0,1	7,0

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

- Die Aktienmärkte sahen über die letzten vier Wochen eine leichte Erholung. Insbesondere amerikanische Aktien – hier vor allem Nebenwerte – gewannen dazu. Auch japanische, britische, und europäische Aktienindizes legten zu.
- Zykliker hielten sich besser als defensive Aktien.
- Asiatische Aktien bildeten das Schlusslicht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.07.2017 - 29.07.2022

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (01.07.22 - 29.07.22)	YTD (31.12.21 - 29.07.22)	29.07.21	29.07.20	29.07.19	29.07.18	28.07.17
			29.07.22	29.07.21	29.07.20	29.07.19	29.07.18
USD Hochzinsanleihen	-8,9	5,8	-7,7	11,2	2,7	7,1	2,3
EUR Hochzinsanleihen	-10,8	4,9	-10,9	9,7	-0,9	5,1	1,4
Britische Staatsanleihen	-12,0	4,1	-13,0	2,4	10,5	4,5	2,3
EUR Nicht-Finanzanleihen	-8,6	4,1	-10,3	3,2	-0,4	6,2	0,9
EM-Staatsanleihen (hart)	-8,6	3,9	-5,8	3,5	-3,1	16,1	1,1
EUR Finanzanleihen	-7,8	3,6	-9,2	3,2	-0,3	5,4	0,4
Deutsche Staatsanleihen	-7,2	3,5	-8,7	-0,6	0,9	6,0	1,8
US-Staatsanleihen		3,0	6,6	-3,8	5,6	12,5	-0,5
USD Unternehmensanleihen	-11,4	2,7	-12,2	1,8	11,8	10,4	-0,8
EM-Staatsanleihen (lokal)	-4,4	2,5	-5,4	1,9	-5,7	12,7	-1,7
Chinesische Staatsanleihen		0,8	4,4	4,0	4,6	5,9	4,3
Italienische Staatsanleihen	-10,0	0,3	-12,5	4,0	5,4	10,5	-1,8

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

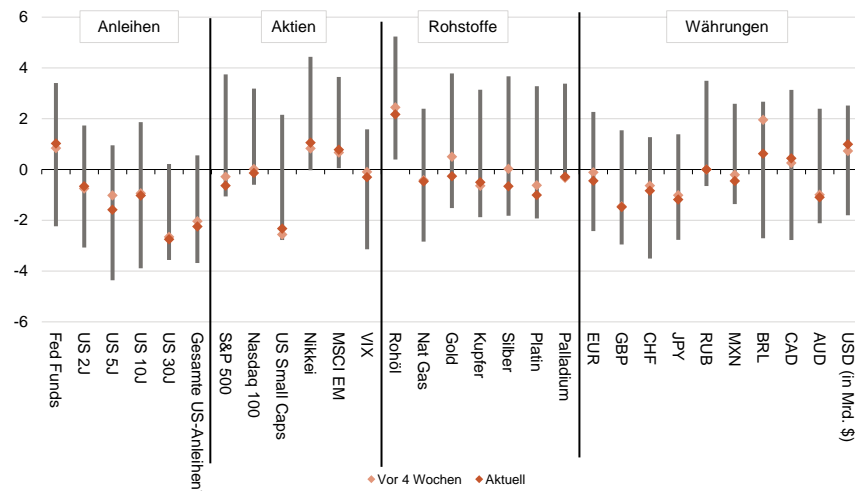
- Die Renditelevel sicherer Staatsanleihen sind seit Anfang Juli deutlich zurückgegangen. US-, britische und deutsche Staatsanleihen gewannen deutlich dazu.
- Hervorzuheben ist auch die immer deutlicher werdende Divergenz zwischen europäischen Kern- und Peripheriestaaten wie Italien trotz des neuen Programms der EZB zur Bekämpfung der Defragmentierung.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 28.07.2017 - 29.07.2022



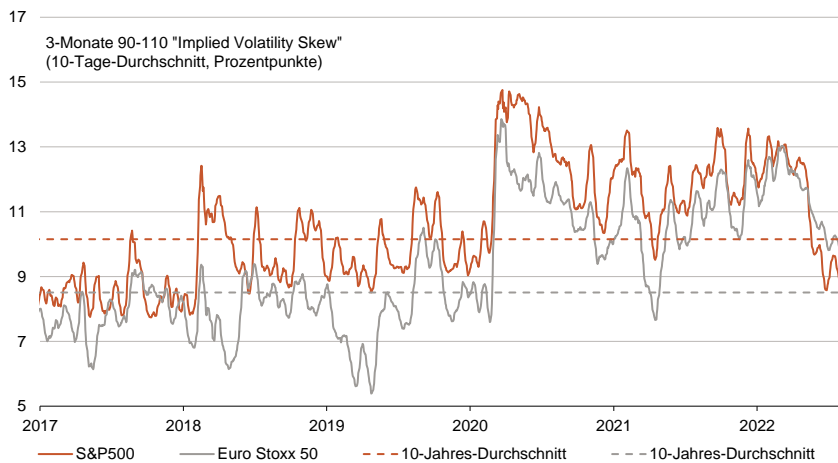
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Anleger sind jüngst nochmal ein Stück pessimistischer geworden.
- Innerhalb von Aktien haben sie ihre Shorts im S&P 500 ausgebaut und innerhalb von Rohstoffen sind sie mittlerweile mit der Ausnahme von Rohöl bei allen hier dargestellten Rohstoffen netto-short.

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: 26.07.2012 - 26.07.2022

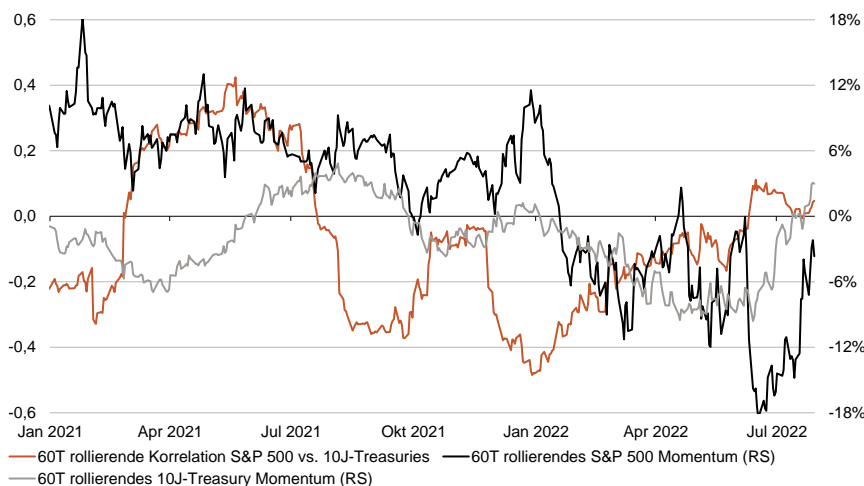
Put-Call-Skew



- Die Skew hat sich im Zuge der Rallye an den Märkten jüngst wieder etwas verflacht. In den USA liegt sie unter dem langfristigen Durchschnitt, in Europa noch darüber.
- Getrieben wurde die Verflachung vor allem über die Call-Skew (100-110). Anleger haben also wieder vermehrt auf steigende Kurse mit aus dem Geld liegenden Call-Optionen gesetzt.

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: 29.07.2012 - 29.07.2022

60-Tage-Momentum und -Korrelation

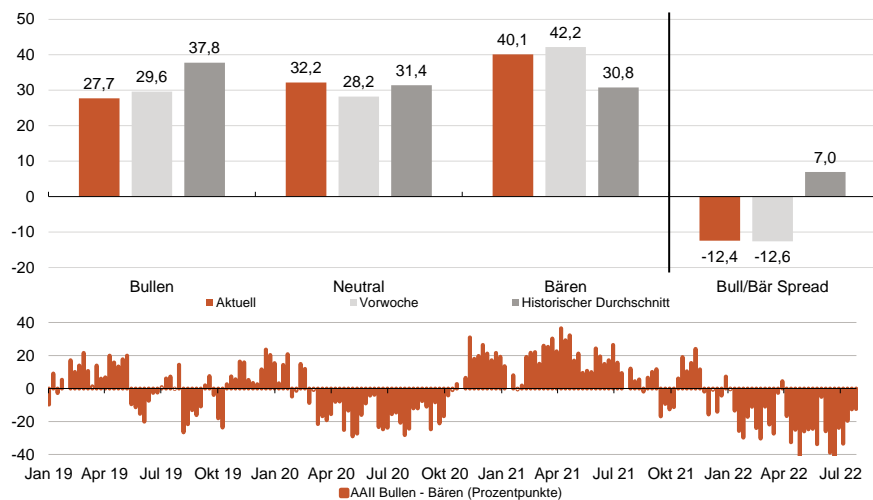


- Das Momentum sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen hat ab Mitte Juni begonnen kräftig zu drehen. Entsprechend dürften CTAs und andere Momentum-Strategien wieder mehr Aktien und Anleihen nachfragen und so kurzfristig den Märkten Rückenwind verleihen.

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: 31.12.2020 - 29.07.2022



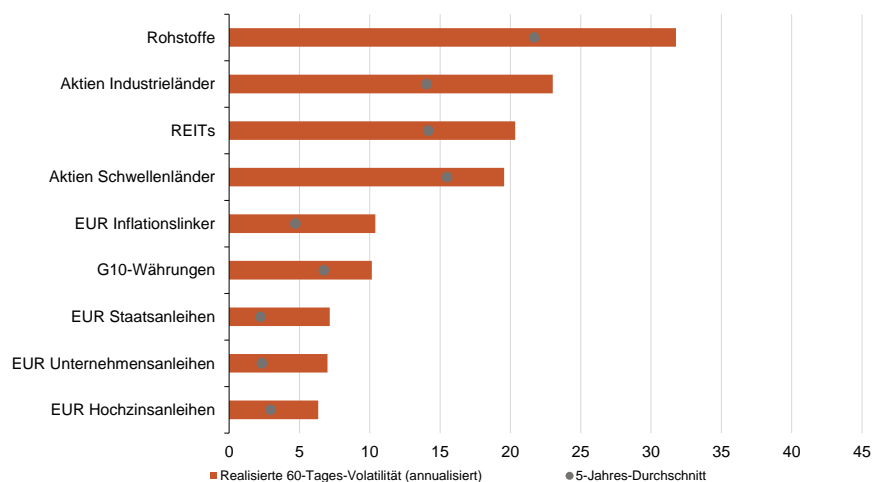
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- US-Privatanleger schauen seit zwei Wochen etwas weniger pessimistisch in die Zukunft. Der aktuelle Bull/Bär-Spread von -12Pp liegt gut 10Pp über dem Durchschnitt seit Jahresanfang.
- Im historischen Vergleich ist die Stimmung allerdings immer noch sehr schlecht.

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 - 28.07.2022

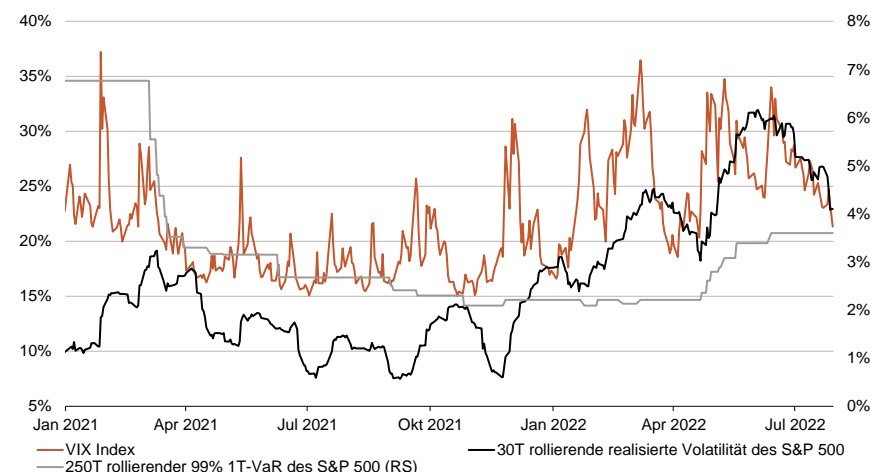
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten Volatilitäten bleiben überdurchschnittlich hoch über alle Anlageklassen hinweg.
- Die Volatilität bei Staatsanleihen notiert aktuell dreimal höher als im Durchschnitt der jüngeren Historie.
- Auffällig ist auch die höhere Schwankungsbreite von Industrieländeraktien gegenüber Schwellenländeraktien. In den letzten 5 Jahren war gegenteiliges zu beobachten.

Die realisierte Volatilität (in Prozent) misst die Schwankungsbreite einer Zeitreihe und ist hier definiert als die Standardabweichung der täglichen Rendite über die letzten 60 Handelstage. Die Volatilität dient häufig als Risikomaß.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 29.07.2017 - 29.07.2022

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

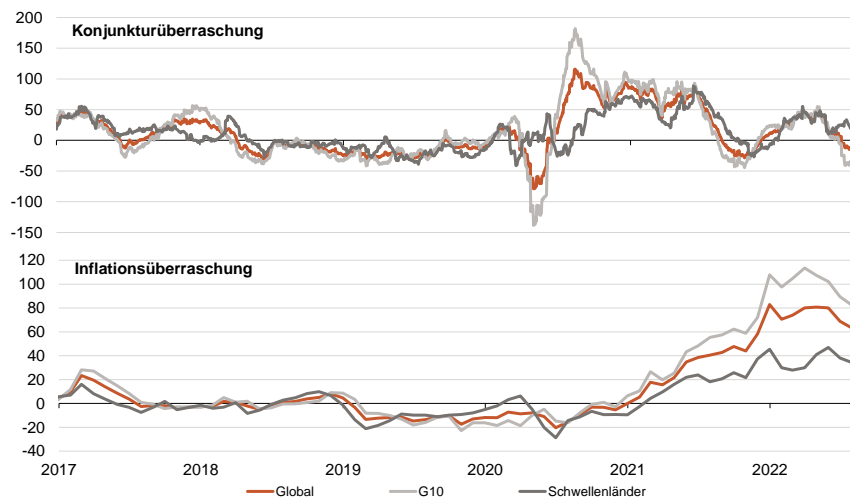


- Realisierte und implizite Volatilität des S&P 500 sind über die letzten Wochen im Einklang heruntergekommen.
- Noch ist die Volatilität relativ hoch, sollte sie aber weiter herunterkommen, dürften risikobasierte Strategien wieder vermehrt Aktienquote aufbauen.

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: 31.12.2020 - 29.07.2022



## Global

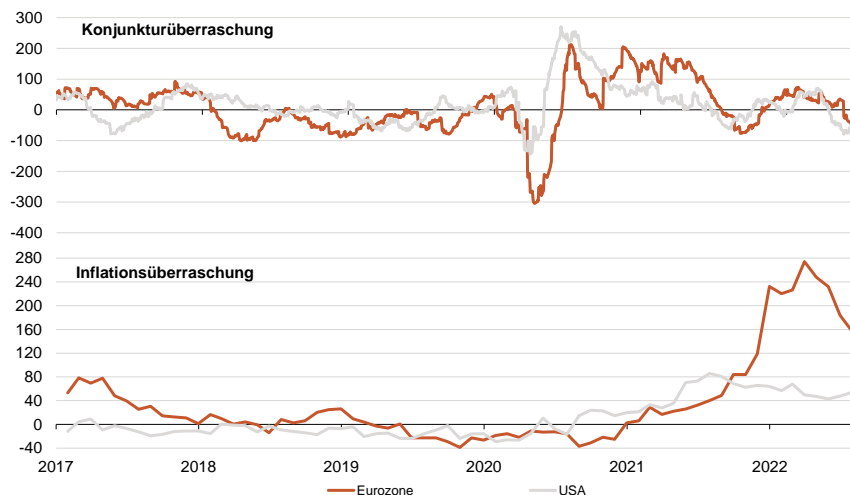


- Die Konjunkturüberraschungsindikatoren deuten zunehmend auf die Verfestigung einer wirtschaftlichen Verlangsamung hin. In den Industrienationen und auf globaler Ebene haben die Konjunkturüberraschungen die Bewegung in den negativen Bereich deutlich ausgebaut.
- In den Schwellenländern hingegen dominieren weiterhin die positiven Konjunkturüberraschungen und fingen sich nach einer leichten Abnahme Mitte Juli wieder.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 29.07.2022

## Eurozone & USA

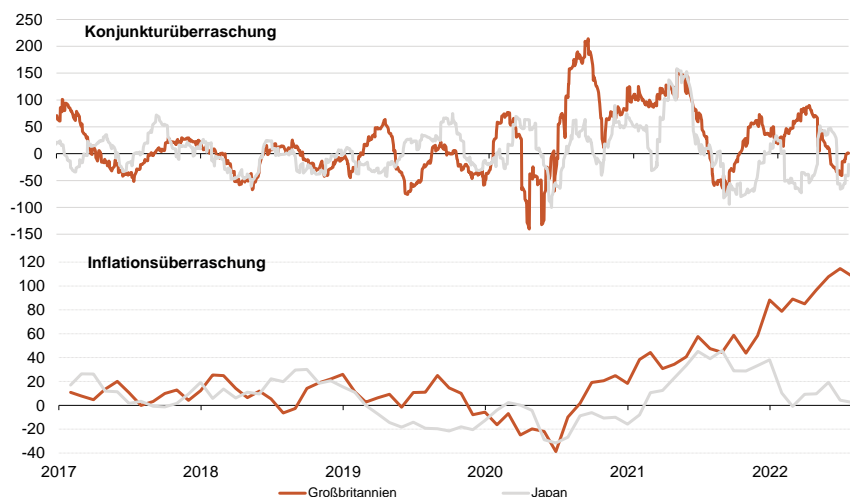


- In der Eurozone nahmen die negativen Konjunkturüberraschungen über die letzten zwei Wochen deutlich zu. Hier lagen die vorläufigen Einkaufsmanagerdaten für Juli und das Verbraucher-, Wirtschafts-, und Industrier Vertrauen unter den Erwartungen.
- In den USA hingegen scheinen sich die Konjunkturüberraschungen – wenn auch weiterhin im negativen Bereich – auf dem Niveau der letzten zwei Wochen zu halten. Hier enttäuschten die Arbeitsmarktdaten und das vierteljährliche BIP, während der vorläufige PMI für Juli die Erwartungen übertraf.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 29.07.2022

## Großbritannien & Japan



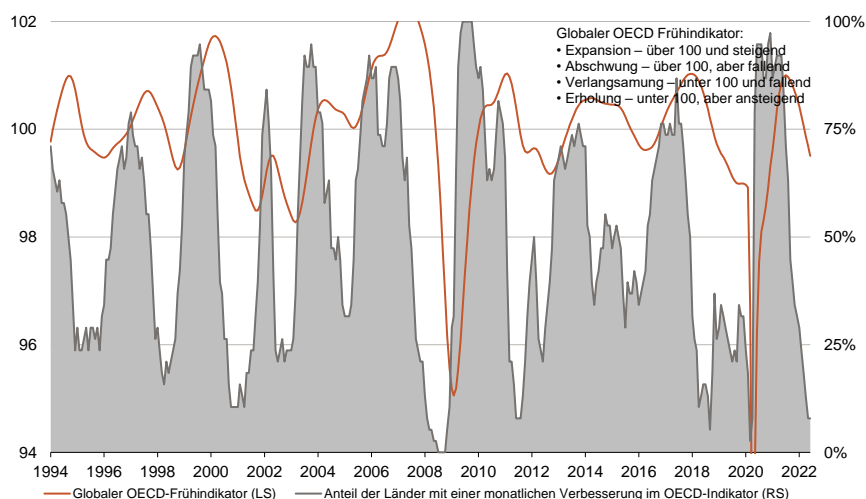
- In Großbritannien drehte sich das Bild über die letzten Tage und die Konjunkturüberraschungen traten das erste Mal seit Anfang Juni wieder in den positiven Bereich. Auch in Japan scheint sich die Situation zu wenden. Auch hier nahmen die negativen Überraschungen ab.

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: 01.01.2017 - 29.07.2022



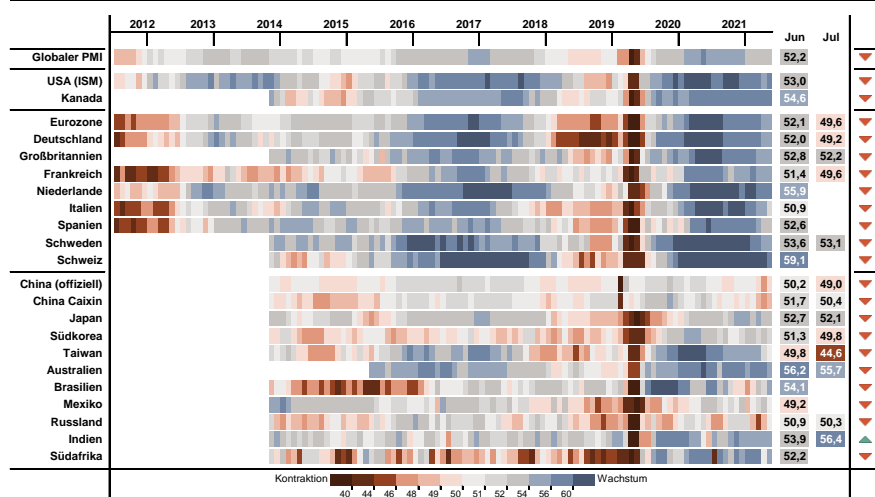
## OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator notiert bereits seit einigen Wochen unter 100 mit weiterhin fallendem Trend - diese Bewegung unter der Kernmarke 100 bedeutet eine wirtschaftliche Verlangsamung.
- Auch auf Länderebene wird die Verlangsamung bestätigt. Lediglich 8% der Länder verbesserten sich im Vergleich zum Vormonat. Anfang des Jahres waren es noch knapp 30%.

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 - 30.06.2022

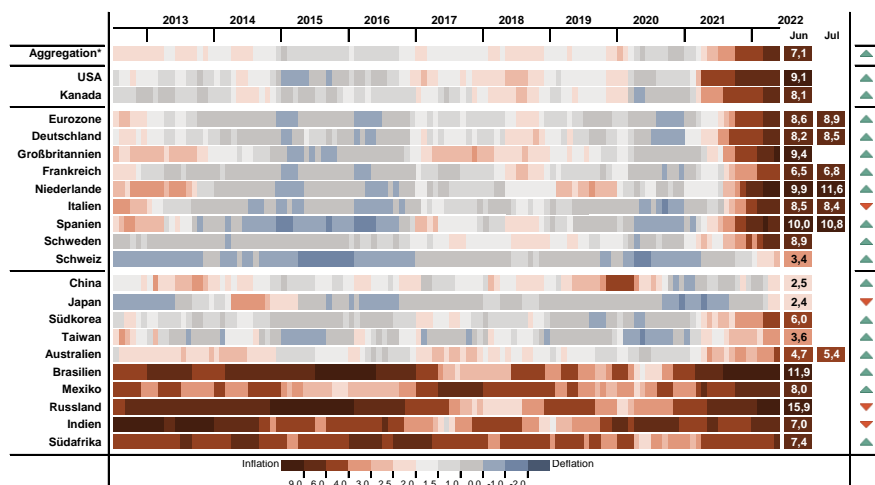
## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die vorläufigen Einkaufsmanagerindexdaten (PMI) für den Monat Juli zeigen bisher ein eindeutiges Bild. In der Eurozone insgesamt, Deutschland, Frankreich, Japan, China, Australien und Großbritannien nahm der PMI ab. Die Eurozone, Deutschland und Frankreich deuten mit einem Wert unter 50 sogar auf eine rückläufige Aktivität.

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: 29.07.2012 - 29.07.2022

## Gesamtinflation

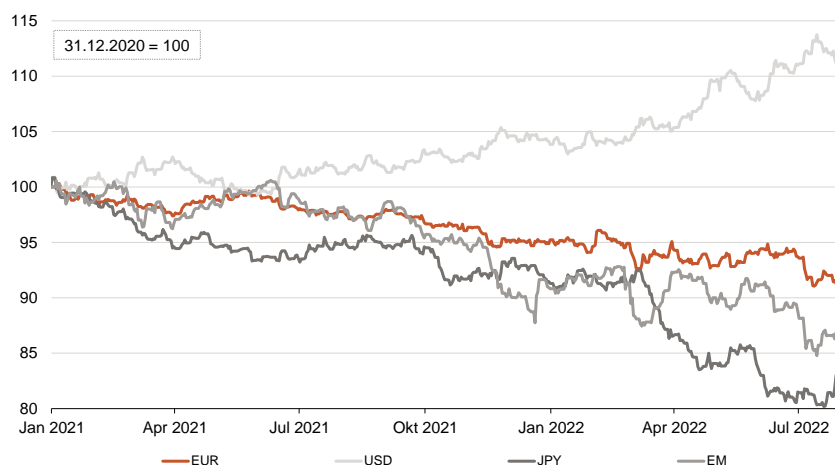


- Für den Monat Juli ist die Teuerungsrate in Deutschland merklich gestiegen und notierte bei 8,5%. Auch in Frankreich, der Niederlande, Australien und Spanien ist die Inflation für den Juli gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Lediglich in Italien ist die Inflation leicht abgekühlt.

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: 29.07.2012 - 29.07.2022



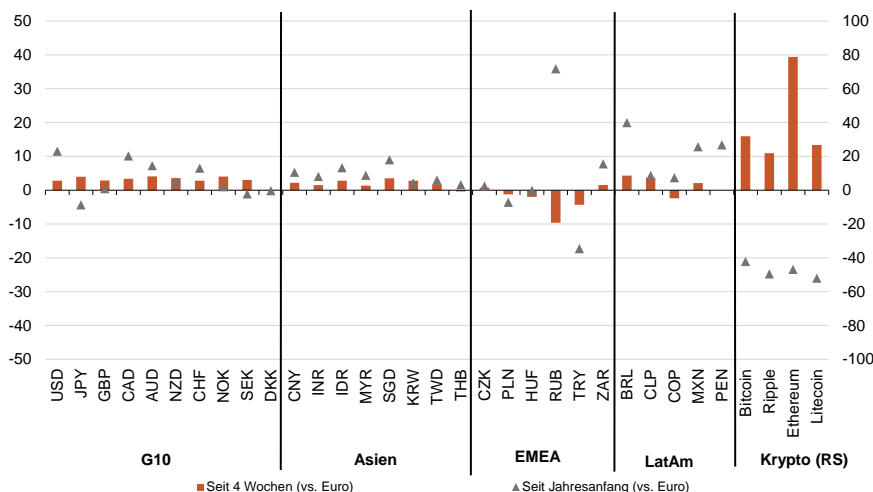
## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes



- Zuletzt hat der US-Dollar auf handelsgewichteter Basis etwas nachgegeben. Die Profiteure davon waren Schwellenländerwährungen und der japanisch Yen. Von einer Trendumkehr sollte man allerdings noch nicht sprechen.
- Der Euro schwankte nach der deutlichen Abwertung Anfang Juli zuletzt seitwärts.

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: 01.01.2021 - 29.07.2022

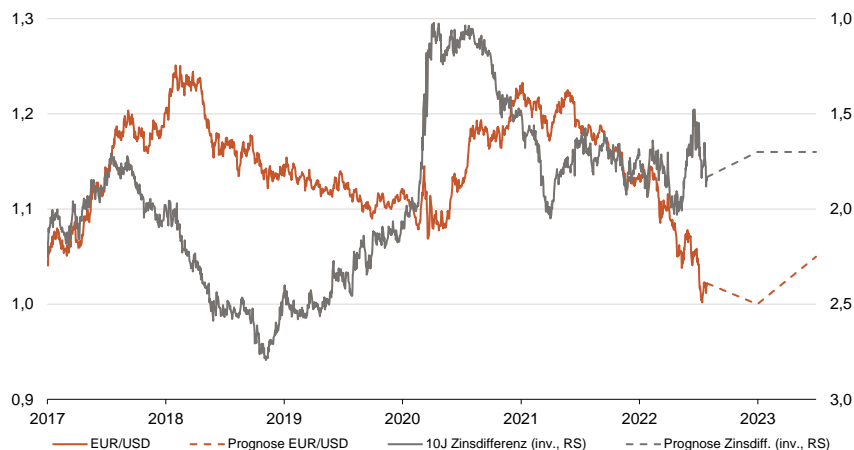
## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro



- Gegenüber den G10-Währungen war der Euro über den letzten Monat der klare Verlierer – und das, obwohl die EZB die Zinsen sogar stärker als erwartet angehoben hat. Denn die Energiekrise und die politische Sackgasse in Italien wiegen schwer auf dem Wirtschaftsausblick der EU.
- Krypto-Währungen scheinen nach herben Verlusten im Vormonat nun einen Boden auszubilden.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 29.07.2022

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



- Der EUR/USD-Wechselkurs schwankte in den letzten Wochen oberhalb der Parität. Eine klare Richtung lässt sich aktuell noch nicht ausmachen.
- Angesichts der Energiekrise in Europa und des Zinsvorteils in den USA, hält der Markt die extreme Stärke des US-Dollars weiter für gerechtfertigt.

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: 01.01.2017 - 30.06.2023



## Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (01.07.22 - 29.07.22)	■ YTD (31.12.21 - 29.07.22)	29.07.21	29.07.20	29.07.19	29.07.18	28.07.17
			29.07.22	29.07.21	29.07.20	29.07.19	29.07.18
Informationstechnologie	-21,5	18,2	-16,9	39,4	13,0	5,8	19,1
Industrie	-14,5	13,6	-9,2	41,5	-2,4	3,5	8,7
Zyklische Konsumgüter	-15,6	11,3	-14,3	52,9	-10,0	4,3	7,7
Growth	-12,1	11,2	-6,1	28,4	5,4	7,5	8,6
Grundstoffe	-9,8	7,9	-9,0	42,1	2,6	-1,8	15,6
Basiskonsumgüter	-1,6	6,3	6,0	11,2	-2,0	12,0	2,1
Energie		5,0	45,7	25,9	-39,4	-3,8	31,5
Versorger	-4,1	4,6	1,4	9,0	15,1	15,4	6,8
Value	-2,9	4,1	2,0	28,4	-15,9	-1,9	4,1
Finanzen	-8,9	3,9	-1,5	34,5	-18,7	-5,3	-4,2
Gesundheit		3,9	9,5	11,2	13,6	9,4	6,9
		1,0					
		0,0					
Telekommunikation		0,6	-0,3	19,8	-16,9	0,6	-8,8

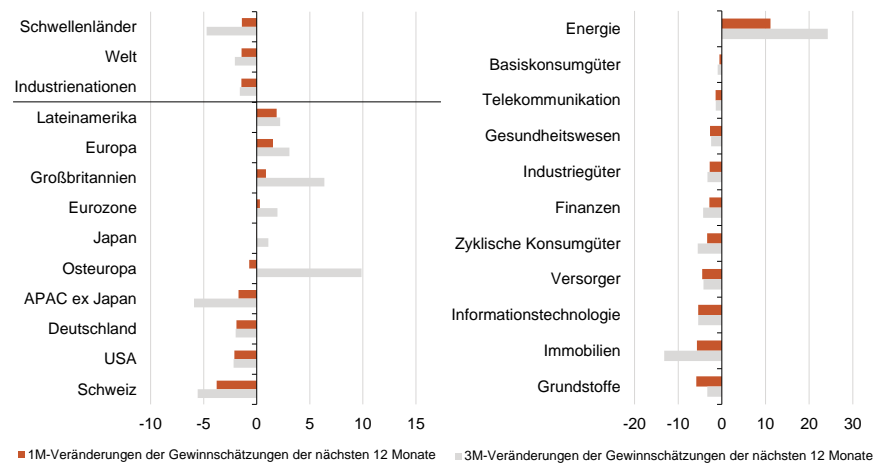
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: MSCI Europe Materials NR; Telekommunikation: MSCI Europe Communication Services NR; Versorger: MSCI Europe Utilities NR; Value: MSCI Europe Value NR; Growth: MSCI Europe Growth NR.

- Auf Sektor- und Style-Ebene waren die Gewinner über die letzten vier Wochen breit gestreut. Geführt vom Informationstechnologiesektor, gewannen auch der Industriesektor, Basiskonsumgüter, der Gesundheits- und Versorgungssektor hinzu. Auch zyklische Konsumgüter und Wachstums-Aktien erholten sich nach der Belastung seit Jahresbeginn deutlich.

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: 13.01.2017 - 29.07.2022

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnsschätzungen

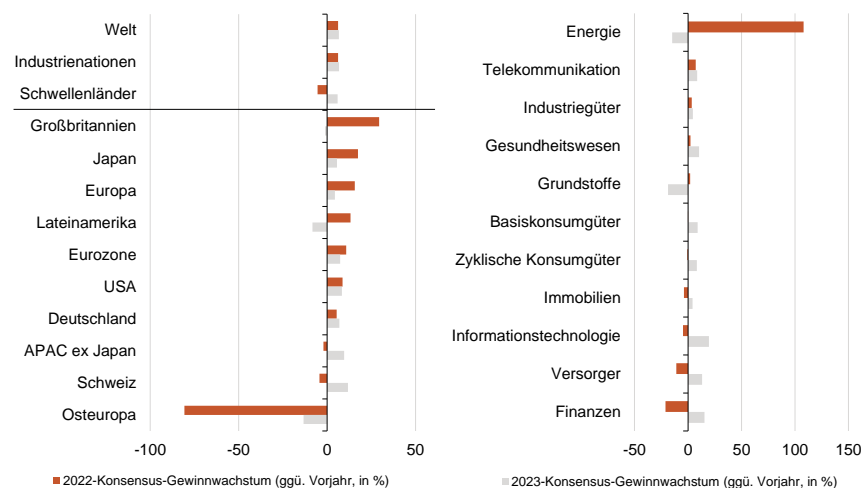


- Die Analysten haben mit der fortschreitenden Q2-Berichtssaison die Gewinnsschätzungen für die nächsten zwölf Monate deutlich reduziert. Die negativsten Gewinnrevisionen erfuhren die USA und die Schweiz. Lateinamerika aber auch Großbritannien und Europa verzeichneten jedoch positive Gewinnrevisionen.
- Auf Sektorebene bietet lediglich der Energiesektor dem Trend negativer Gewinnrevisionen die Stirn.

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

Quelle: FactSet, Stand: 29.07.2022

## Gewinnwachstum



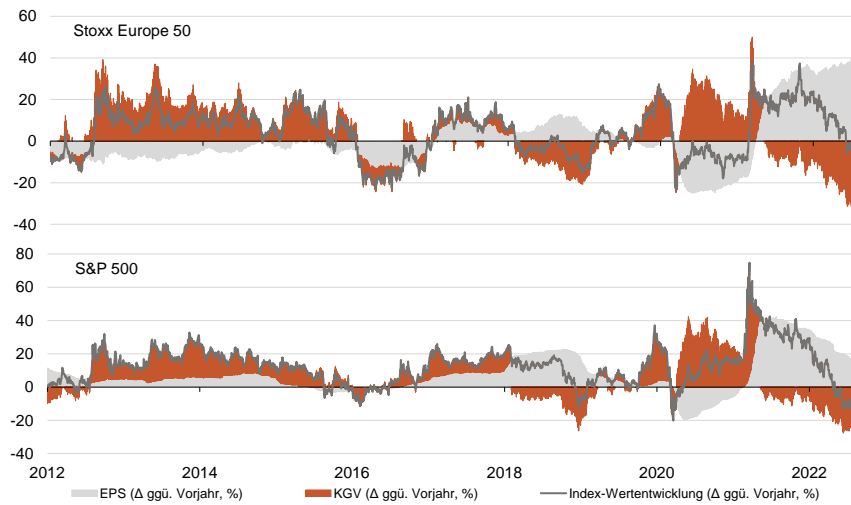
- Regional betrachtet erwarten die Analysten für dieses Jahr für Großbritannien, Japan, Europa und Lateinamerika das größte Gewinnwachstum. Für 2023 erwarten die Analysten für Lateinamerika ein negatives Gewinnwachstum.
- Auf Sektorebene soll der Energiesektor – Gewinnwachstums-Gewinner in 2022 – nächstes Jahr an Schwung verlieren.

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

Quelle: FactSet, Stand: 29.07.2022



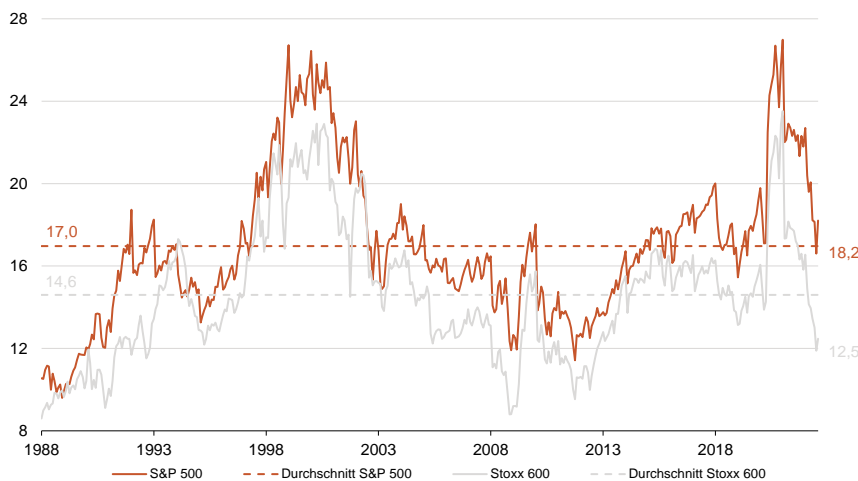
Kontributionsanalyse



- Haupttreiber für die im Jahresvergleich negative Entwicklung des Stoxx Europe 50 war die anhaltende Bewertungseinengung. Die Gewinnentwicklung wirkte jedoch unterstützend für die Aktienmarktentwicklung in Europa. Zuletzt hat der Bewertungsdruck jedoch deutlich abgenommen.
- In den USA hingegen litt der S&P 500 vor allem unter weniger stark steigenden Gewinnen. Im Jahresvergleich sind sie nun deutlich unter 20% Wachstum gefallen.

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 - 29.07.2022

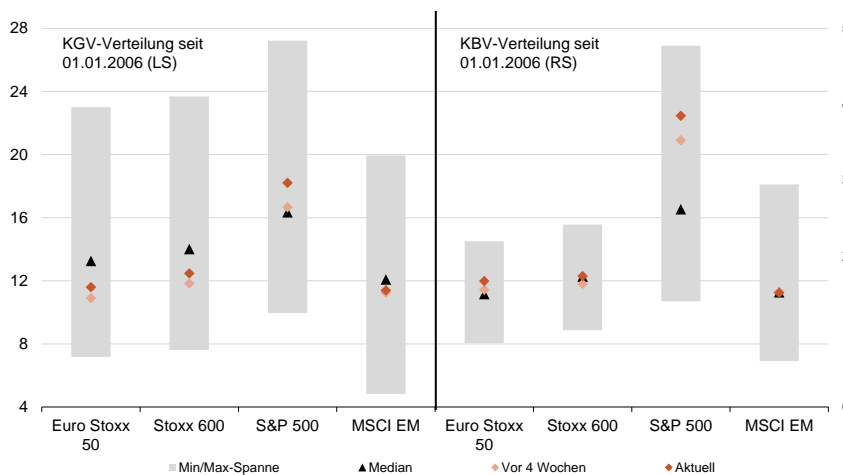
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Mit den jüngst fallenden Anleiherenditen bei weiter zuspitzenden Rezessionsorgen hat der Druck auf die Bewertungskennzahlen abgenommen. Der S&P500 notieren wieder über seiner historischen Durchschnittsbewertung. Aber auch der Stoxx 600 sah eine Erholung der Bewertung.

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 - 29.07.2022

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

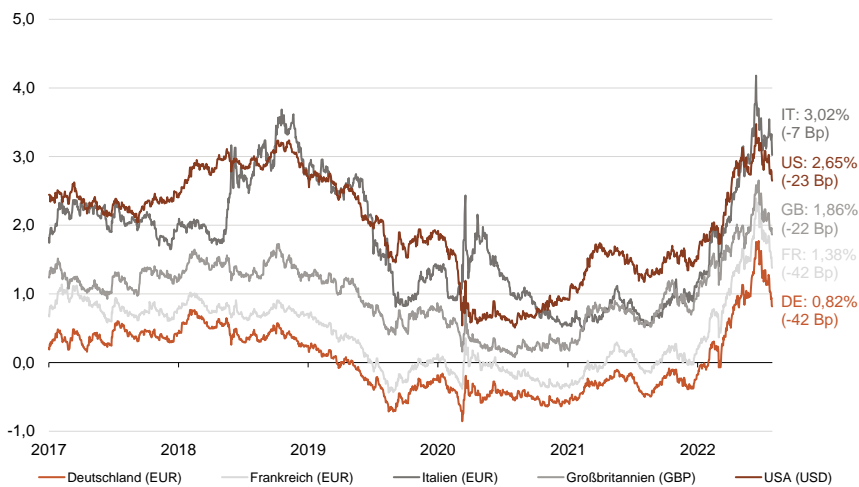


- Die Bewertungsanpassung, welche wir seit Beginn des Jahres gesehen haben, hat sich in den letzten Wochen nicht fortgesetzt.
- Im Aggregat hat sich sowohl das KGV als auch das KBV bei dem Gros der Indizes im Vergleich zu vor vier Wochen merklich erholt. Lediglich der EM-Aktien sahen kaum eine Erholung der Bewertungskennzahlen.

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 - 29.07.2022



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

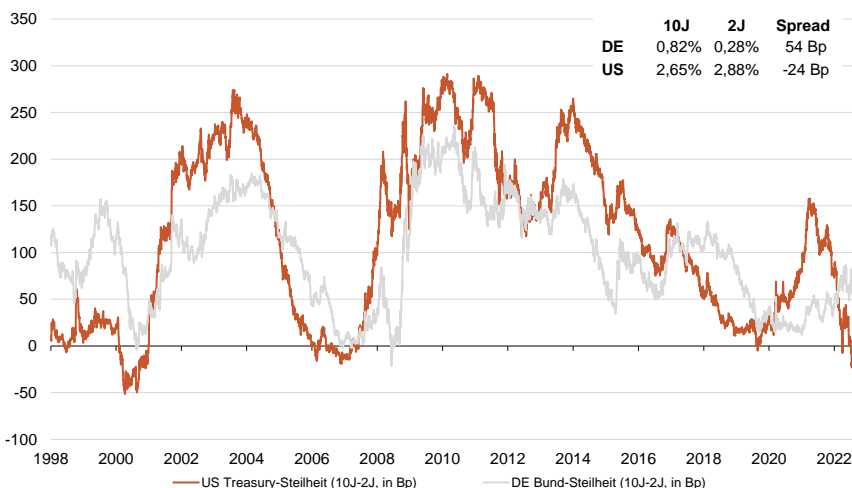


- Die Renditen auf Staatsanleihen sind in den letzten vier Wochen zum Teil erheblich gefallen.
- Bei sicheren Papieren in der Eurozone fielen die Zinsen um über 40Bp. Begründet ist die Rallye in dem trüben Wirtschaftsausblick und den damit wahrscheinlich weniger restriktiven Zentralbanken. Trotzdem ist das Ausmaß der Bewegung extrem und dürfte auch durch technische Faktoren wie Short-Covering und dünne Liquidität getrieben sein.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 29.07.2022

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

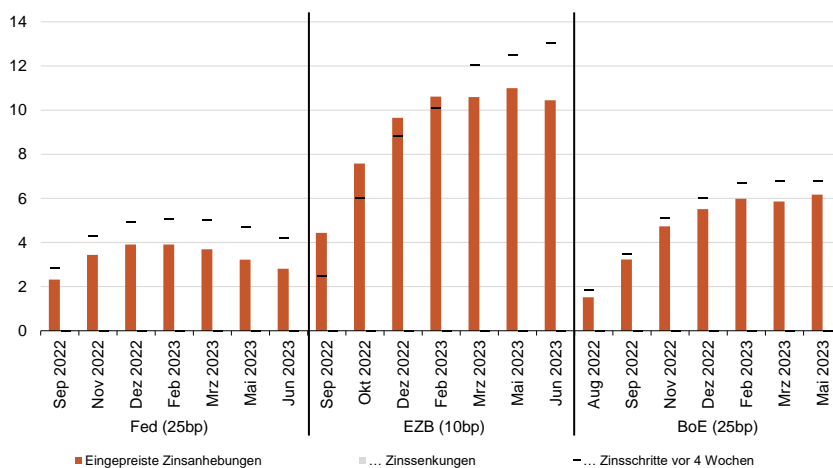


- Der Rendite-Spread zwischen 10J- und 2J-Treasuries ist in den letzten zwei Wochen auf bis zu -30Bp gefallen. Die jüngsten Aussagen der Fed nun datengetrieben zu agieren ließen den Zinsvorteil kurzlaufender Anleihen wieder um etwa 6Bp fallen.
- Die Zinskurve deutscher Bundesanleihen bleibt im Gegensatz hierzu erstaunlich steil. Denn der Markt hat zuletzt einige Zinsschritte der EZB ausgepreist.

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 - 29.07.2022

## Implizite Leitzinsveränderungen



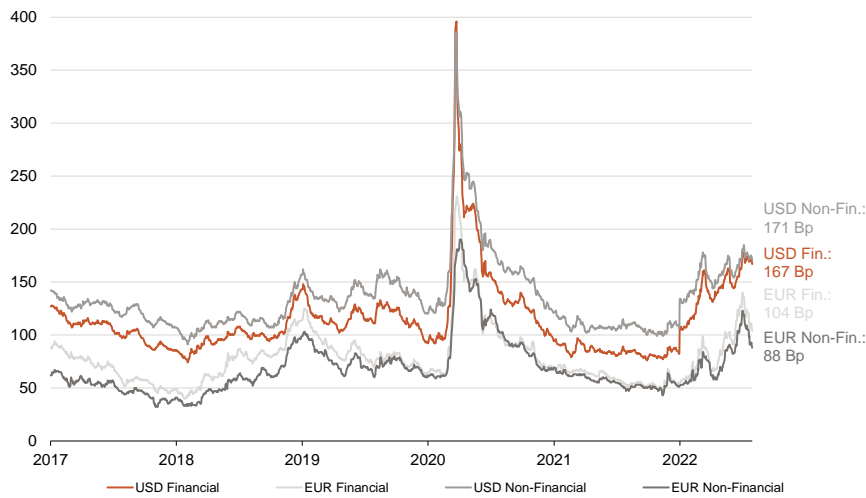
- Im letzten Monat haben Anleger bei allen drei Zentralbanken weitere Zinsschritte für nächstes Jahr ausgepreist. Denn die Rezessionsorgen, fallenden Inflationserwartungen und bereits restriktive Zentralbanken mindern die Dringlichkeit weiterer Zinsschritte für die kommenden Sitzungen.
- Die Fed gab mit der jüngsten Erhöhung um 75Bp bekannt, dass sie nun den neutralen Zinssatz erreicht habe und nun datengetrieben agieren werde.

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: 01.07.2022 - 29.07.2022



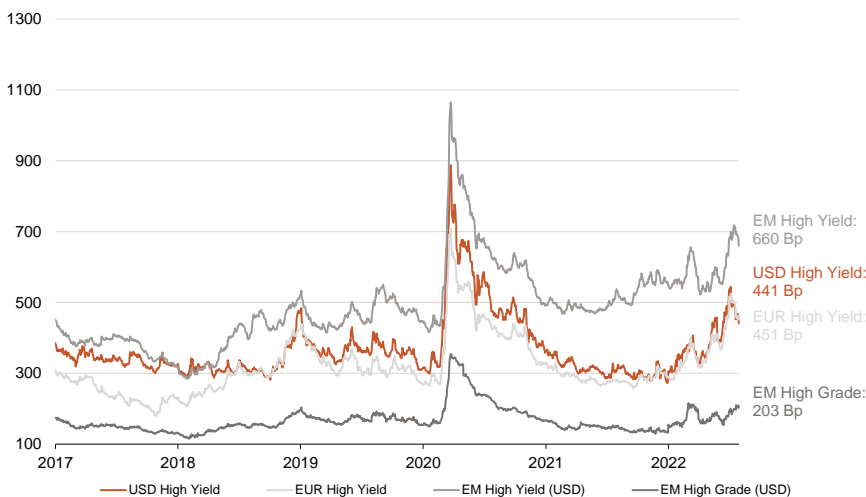
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Nicht nur die Zinsen auch die Risikoaufschläge sind in den letzten Wochen merklich gefallen. Dies ist insofern ungewöhnlich, als dass die beiden Kennzahlen nach Lehrbuch negativ korreliert sein sollten: fallen die Zinsen aufgrund von Rezessionsorgen, steigen die Risikoaufschläge aus selbigem Grund.
- Auch hier dürften die Erklärungen für die Bewegung technischer Natur sein. Positives Momentum, sehr dünne Liquidität und eine geringe Anlegerpositionierung dürften Unternehmensanleihen Rückenwind gegeben haben.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 29.07.2022

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Auch bei risikoreicheren Papieren in Euro und US-Dollar sind die Risikoaufschläge aus selbigen Gründen wie bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen zuletzt deutlich heruntergekommen.
- Im Bereich der Schwellenländer-Anleihen waren bisher nur bei High Yield erste Spreadengungen zu beobachten.

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: 01.01.2017 - 29.07.2022

## Anleihe-segmente in der Übersicht

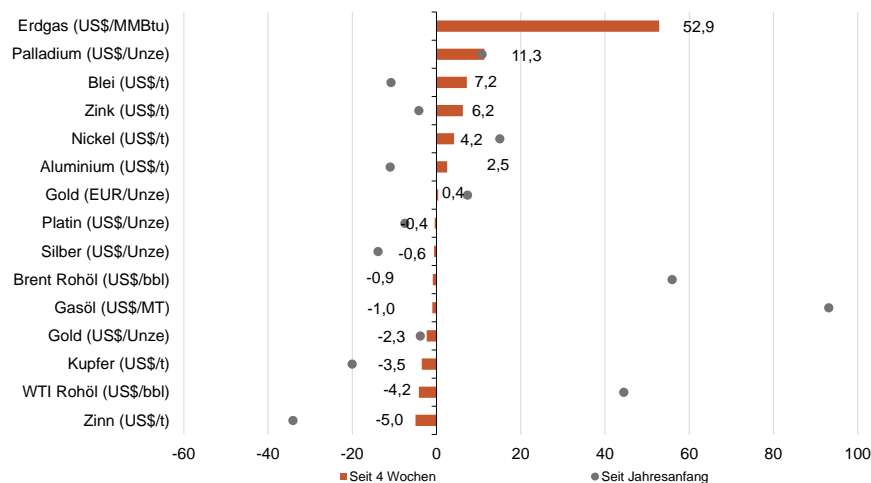
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)								
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	29/07/21	29/07/22	29/07/21	29/07/19	29/07/20	29/07/18	29/07/17
<b>EUR Government</b>	1,32	-0,57	7,8	-	-	-	4,9	-8,7	-10,7	0,7	2,4	8,1	1,4		
Germany	0,58	-0,66	7,9	-	-	-	5,6	-7,2	-8,8	-0,6	0,9	6,0	1,8		
<b>EUR Corporate</b>	2,34	-0,82	4,9	94	-26	72	5,0	-8,1	-9,7	3,2	-0,3	5,8	0,8		
Financial	2,37	-0,73	4,1	104	-24	71	4,1	-6,7	-7,9	2,7	0,0	5,1	0,5		
Non-Financial	2,32	-0,88	5,4	88	-27	75	5,6	-8,9	-10,6	3,5	-0,5	6,1	1,0		
<b>EUR High Yield</b>	6,31	-0,92	3,5	451	-24	88	4,1	-10,8	-10,9	9,7	-0,9	5,1	1,4		
<b>US Treasury</b>	2,88	-0,30	6,6	-	-	-	2,4	-7,7	-8,5	-3,2	12,1	7,6	-1,3		
<b>USD Corporate</b>	4,38	-0,39	7,4	170	-1	86	3,4	-11,4	-12,2	1,8	11,8	10,4	-0,8		
Financial	4,36	-0,35	5,5	167	1	89	2,6	-9,5	-10,3	2,1	10,4	9,8	-0,9		
Non-Financial	4,38	-0,42	8,3	171	-2	85	3,8	-12,2	-13,1	1,8	12,4	10,6	-0,8		
<b>USD High Yield</b>	7,72	-1,10	4,6	441	-68	69	5,6	-8,9	-7,7	11,2	2,7	7,1	2,3		
<b>EM High Grade</b>	4,80	-0,19	5,5	203	18	68	1,4	-12,5	-12,7	2,8	6,3	9,0	-0,1		
<b>EM High Yield</b>	10,85	-0,32	4,1	660	4	83	1,1	-18,1	-21,7	8,4	3,7	9,8	0,8		

- Über den letzten Monat verbuchten alle hier dargestellten Anleihe-Segmente mit der Ausnahme von EM High Yield eine positive Entwicklung.
- Aufgrund der deutlich fallenden Renditen haben sich Segmente mit höherer Duration deutlich besser entwickelt. So entwickelten sich z.B. deutsche Staatsanleihen mit einer Duration von 7,9 mit am besten.

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: 29.07.2017 - 29.07.2022



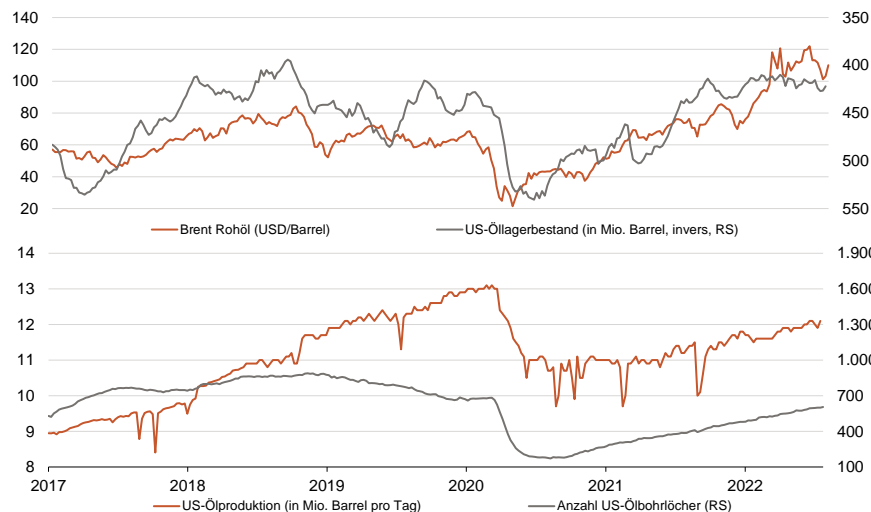
Performance Rohstoffe



- Die Rezessions- und anhaltenden China-Sorgen haben über die letzten vier Wochen ordentlich auf den Rohstoffmarkt gedrückt.
- Dennoch gewannen Erdgas, Palladium, Zinn, Nickel, Aluminium und Blei zuletzt wieder dazu.
- Zinn, Kupfer, Rohöl und Gasöl – mit deutlichem Abstand der Gewinner seit Jahresbeginn – waren hingegen die Verlierer über die letzten vier Wochen.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 29.07.2022

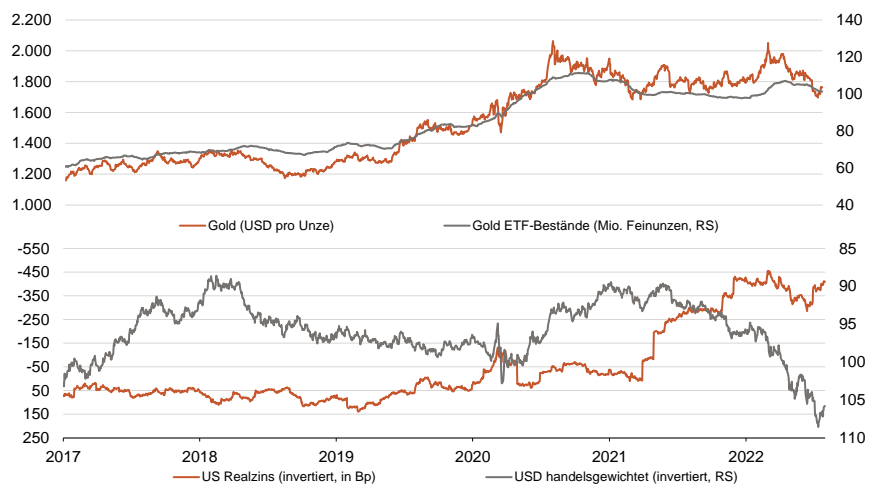
Rohöl



- Bei Rohöl, welches seit Jahresbeginn von der knappen Angebotsituation profitierte, dominierten zuletzt die Rezessionssorgen. Aus Angst vor dem Einbrechen der Nachfrage wurde der Energierohstoff über die letzten vier Wochen stark abverkauft, auch wenn der Ölpreis sich zuletzt wieder leicht erholen konnte. Dennoch ist ein Nachfrageeinbruch historisch betrachtet bisher ausschließlich bei sehr starken, globalen Rezessionen eingetreten. Auch die Angebotsseite dürfte laut IEA und OPEC+ weiterhin angespannt bleiben.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 29.07.2022

Gold



- Gold musste trotz der im Juli stagnierenden Realzinsen, über die letzten vier Wochen Verluste einbüßen. Haupttreiber war die massive US-Dollar-Stärke. Gold notierte so zuletzt wieder bei knapp über der 1.750-Marke. Gold handelte zuletzt im September 2021 auf diesem Niveau.

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: 01.01.2017 - 29.07.2022

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

## AUTOREN



**Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research**  
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation  
+49 69 91 30 90-501 | [ulrich.urbahn@berenberg.de](mailto:ulrich.urbahn@berenberg.de)



**Karsten Schneider, CFA | Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-502 | [karsten.schneider@berenberg.de](mailto:karsten.schneider@berenberg.de)



**Ludwig Kemper | 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 diesem Dokument 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 beschriebenen 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 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. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 1. August 2022

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)