

### Aktueller Marktkommentar

Der Nasdaq 100 erreichte ein neues Rekordhoch letzte Woche. Seit Anfang 2008 sind die Gewinnschätzungen für die US-Tech-Werte um sagenhafte 220 Prozent gestiegen. Die große Finanzkrise wurde somit mehr als ausgemerzt. Die europäischen Barometer, allen voran der Euro Stoxx 50, können da nicht mithalten. Der Index verlor über 20% seit 2008, während die Gewinnschätzungen sogar um 30% fielen. Und zuletzt sah das Bild nicht besser aus: In den letzten vier Wochen stiegen US-Aktien, während der Euro Stoxx 50 fiel, bedingt durch die Sorgen um Italien. Wir sehen kurzfristig kein großes Aufwärtspotential für die europäischen Aktienmärkte: Schrumpfende Bilanzsummen der Zentralbanken, Zolldiskussionen und politische Risiken beschränken das Upside. Unterstützend ist hingegen das mittlerweile eingetrübte Sentiment, wie an der hohen Put/Call-Ratio für den Euro Stoxx 50 zu sehen ist. Zudem ist der Euro nicht mehr so stark im Jahresvergleich gestiegen, was positiv für die Eurozonen-Unternehmensgewinne ist.

### Kurzfristiger Ausblick

Diese Woche hält wichtige Weichenstellungen für die Anleger bereit. Am Mittwoch tagt die US-Notenbank Fed und Marktteilnehmer erwarten dieses Jahr die zweite US-Leitzinserhöhung um 25Bp auf 1,75-2,0%. Die Kommunikation der Fed dürfte dabei auch durch die am Vortrag veröffentlichten US-Verbraucherpreise beeinflusst werden. Am Donnerstag folgt die Sitzung der EZB, von der Marktteilnehmer einen Fahrplan zum Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm erwarten. Politisch stehen diesen Dienstag das Treffen von US-Präsident Trump und dem nordkoreanischen Machthaber Kim Jong Un sowie die Diskussion und Abstimmung des britischen Unterhauses zum Brexit an.

In der kommenden Woche wird am 20./21. Juni mit Spannung das OPEC-Meeting erwartet. Bislang sind von den Teilnehmerländern am Kürzungsabkommen konträre Meinungen zur weiteren Förderpolitik geäußert worden. Am 21. Juni ist die Sitzung der Bank of England (BoE), jedoch werden keine Maßnahmen erwartet.

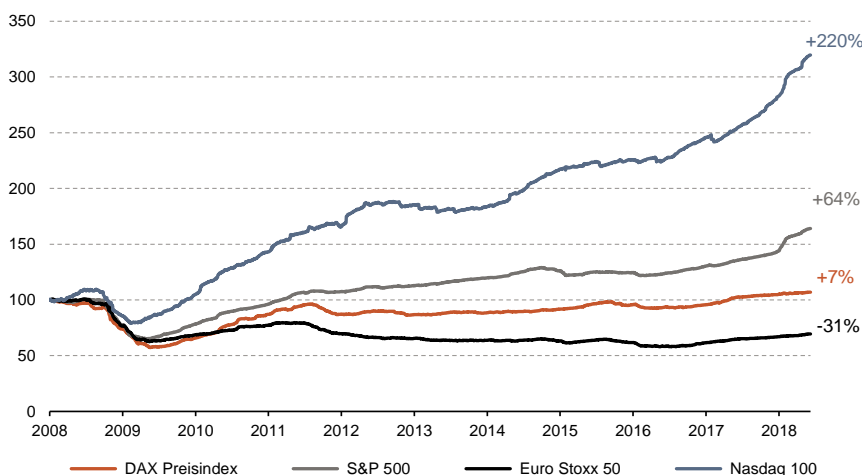
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Die Fed-Zinsentscheidung und die EZB-Kommunikation zum Ende der Anleihekäufe bestimmen diese Woche.*

*Die Sitzungen der OPEC und der BoE rücken nächste Woche in den Fokus.*

### Nasdaq 100 mit neuem Rekordhoch dank steigenden Gewinnen



- Der Nasdaq 100 erreichte letzte Woche ein neues Rekordhoch: Die Gewinnschätzungen sind seit Anfang 2008 um 220% gestiegen, während der Nasdaq um gut 240% zulegen konnte.
- Für die europäischen Aktienmärkte sieht das Bild anders aus. Für den Euro Stoxx 50 sind die Gewinnschätzungen seit 2008 sogar um 31% gefallen. Da ist es nicht verwunderlich, dass der Index im selben Zeitraum auch um 22% nachgegeben hat – auch wenn er inklusive Dividenden um 9% zugelegt hat.

Konsensus-Gewinnschätzungen für ausgewählte Aktienindizes für die nächsten 12 Monate, indexiert, Januar 2008 = 100  
Quelle: Factset, Commerzbank Research; Stand: 08.06.2018



Multi-Asset

|                              | Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD) |                           | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre |          |          |          |          |
|------------------------------|------------------------------------|---------------------------|---|----------|----------|----------|----------|
|                              | 4W (11.05.18 - 08.06.18)           | YTD (31.12.17 - 08.06.18) | 08.06.17                                | 08.06.16 | 08.06.15 | 08.06.14 | 07.06.13 |
| Industriemetalle             | 6,8                                | 5,8                       | 24,9                                    | 19,6     | -20,5    | 5,7      | -5,3     |
| REITs                        | -1,5                               | 2,6                       | -5,2                                    | -0,3     | 9,7      | 19,9     | 4,2      |
| Globale Wandelanleihen       | 2,4                                | 7,2                       | 5,3                                     | 16,4     | -4,6     | 22,0     | 14,0     |
| Aktien Industrienationen     | -2,1                               | 4,8                       | 7,8                                     | 17,4     | -2,5     | 25,0     | 16,7     |
| USD/EUR-Wechselkurs          | 1,5                                | 2,0                       | -4,7                                    | 1,6      | -0,9     | 20,9     | -3,1     |
| Brent                        | 1,3                                | 20,7                      | 56,9                                    | -17,7    | -31,8    | -36,0    | 6,1      |
| Globale Unternehmensanleihen | -0,8                               | 1,0                       | -3,8                                    | 3,5      | 3,9      | 16,8     | 2,4      |
| Globale Staatsanleihen       | 0,7                                | 1,5                       | -3,4                                    | -1,3     | 10,0     | 10,4     | 0,3      |
| Eonia                        | 0,0                                | -0,2                      | -0,4                                    | -0,4     | -0,2     | 0,0      | 0,2      |
| Gold                         | -0,1                               | 1,7                       | -3,2                                    | 2,9      | 6,5      | 13,2     | -12,2    |
| Aktien Frontier Markets      | -0,2                               | -0,7                      | 4,1                                     | 15,2     | -9,6     | 5,0      | 24,8     |
| Aktien Emerging Markets      | -0,7                               | 0,8                       | 8,5                                     | 25,8     | -13,0    | 16,2     | 5,7      |

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index; Globale Staatsanleihen: Bloomberg Barclays Global Agg Treasuries TR; Globale Unternehmensanleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate Credit TR; Globale Wandelanleihen: Bloomberg Barclays Global Convertibles Composite TR; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR; Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Eonia: Eonia Capitalization Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- Die meisten Anlageklassen legten über die letzten vier Wochen, in Euro gerechnet, zu. Dabei half auch ein stärkerer US-Dollar. Am besten schnitten Industriemetalle ab, getrieben durch Kupfer und Nickel. Aktien gewannen nach der im April startenden Erholungsrallye nur noch leicht hinzu.
- Frontier-Markets-Aktien (Argentinien) und EM-Aktien (steigende US-Anleiherenditen) verloren hingegen an Wert.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.06.2013 - 08.06.2018

Aktien

|                        | Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD) |                           | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre |          |          |          |          |
|------------------------|------------------------------------|---------------------------|---|----------|----------|----------|----------|
|                        | 4W (11.05.18 - 08.06.18)           | YTD (31.12.17 - 08.06.18) | 08.06.17                                | 08.06.16 | 08.06.15 | 08.06.14 | 07.06.13 |
| Russell 2000           | 5,8                                | 11,8                      | 14,0                                    | 22,8     | -5,1     | 32,4     | 15,9     |
| S&P 500                | 3,7                                | 7,1                       | 10,9                                    | 19,2     | 2,7      | 32,2     | 17,4     |
| MSCI EM Asien          | 1,9                                | 4,0                       | 12,0                                    | 29,9     | -14,3    | 29,1     | 7,5      |
| Topix                  | 0,6                                | 4,0                       | 9,5                                     | 18,7     | -4,3     | 36,5     | 9,8      |
| Stoxx Europa Small 200 | -0,2                               | 3,1                       | 7,4                                     | 17,1     | -3,9     | 13,4     | 28,1     |
| MSCI Großbritannien    | -0,3                               | 1,8                       | 6,7                                     | 23,1     | -4,1     | 2,3      | 10,7     |
| Stoxx Europa Defensiv  | -1,1                               | 2,2                       | -0,3                                    | 7,4      | -5,2     | 13,3     | 25,5     |
| DAX                    | -1,8                               | 1,2                       | 0,4                                     | 24,4     | -7,7     | 10,8     | 21,0     |
| Stoxx Europa 50        | -1,9                               | -1,5                      | -1,3                                    | 14,9     | -10,2    | 12,6     | 16,7     |
| Stoxx Europa Zyklisch  | -2,5                               | 0,5                       | 4,1                                     | 24,6     | -13,7    | 10,5     | 22,1     |
| Euro Stoxx 50          | -2,7                               | 0,4                       | -0,7                                    | 21,2     | -10,4    | 8,0      | 24,4     |
| MSCI EM Osteuropa      | -3,8                               | -1,8                      | 8,6                                     | 16,8     | -3,4     | -9,8     | 2,5      |

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Stoxx Europa 50: Stoxx Europe 50 TR; Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; Topix: Topix TR (japanische Aktien); Stoxx Europa Small 200: Stoxx Europe Small 200 TR; Russell 2000: Russell 2000 TR (US Small Caps); 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.

- US Small Caps führen weiterhin die Gewinnerliste der letzten vier Wochen an. Sie legten 5,8% zu, während der S&P 500 um knapp 4% kletterte.
- Europäische Aktien schnitten zuletzt wesentlich schlechter ab. Enttäuschende Konjunkturdaten und Sorgen um Italien belasteten die Investorenstimmung.
- Innerhalb der Emerging Markets schnitten asiatische Aktien deutlich besser als ihre osteuropäischen Pendanten ab.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.06.2013 - 08.06.2018

Anleihen

|                             | Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD) |                           | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre |          |          |          |          |
|-----------------------------|------------------------------------|---------------------------|---|----------|----------|----------|----------|
|                             | 4W (11.05.18 - 08.06.18)           | YTD (31.12.17 - 08.06.18) | 08.06.17                                | 08.06.16 | 08.06.15 | 08.06.14 | 07.06.13 |
| USD Hochzinsanleihen        | 2,1                                | 2,6                       | -2,5                                    | 12,6     | -0,7     | 21,7     | 5,0      |
| US-Staatsanleihen           | 0,4                                | 2,0                       | -6,1                                    | 0,9      | 3,6      | 24,3     | -2,5     |
| USD Unternehmensanleihen    | -1,2                               | 1,5                       | -5,5                                    | 4,9      | 4,3      | 23,4     | 1,6      |
| EM-Staatsanleihen (hart)    | -0,7                               | 1,0                       | -4,7                                    | 8,7      | 4,9      | 18,9     | 3,0      |
| Deutsche Staatsanleihen     | 0,9                                | 0,7                       | -0,2                                    | -1,3     | 6,8      | 4,5      | 2,7      |
| Britische Staatsanleihen    | 0,0                                | 0,8                       | -2,6                                    | -4,8     | 2,7      | 20,8     | 5,1      |
| EUR Nicht-Finanzanleihen    | -0,4                               | -0,7                      | 0,1                                     | 1,8      | 4,4      | 2,6      | 5,2      |
| EUR Finanzanleihen          | -0,7                               | -1,3                      | 0,1                                     | 3,1      | 3,6      | 2,4      | 6,1      |
| EUR Hochzinsanleihen        | -0,9                               | -0,9                      | 1,0                                     | 6,9      | 1,3      | 2,5      | 9,6      |
| EM-Staatsanleihen (lokal)   | -1,3                               | -1,7                      | -4,1                                    | 7,5      | 1,0      | 7,3      | 1,2      |
| EUR Inflationsind. Anleihen | -2,6                               | -1,4                      | 1,0                                     | 0,3      | 3,4      | 0,9      | 2,1      |
| Italienische Staatsanleihen | -7,6                               | -5,8                      | -4,1                                    | -2,5     | 7,7      | 5,5      | 12,4     |

Deutsche Staatsanleihen: Barclays Germany Govt All Bonds TR; Italienische Staatsanleihen: Barclays Italy Govt All Bonds TR; US-Staatsanleihen: Barclays US Treasury TR; Britische Staatsanl.: Barcl. UK Govt All Bonds TR; EUR Inflationsind. Anl.: Barcl. Euro Govt Inflation-Linked Bond All Maturities TR; EUR Finanzanl.: iBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: iBOXX Euro Non-Fin. Overall TR; EUR Hochzinsanleihen: Markt iBOXX EUR Liquid HY TR; USD Unternehmensanl.: iBOXX USD Corporates TR; USD Hochzinsanl.: iBOXX USD Liquid HY TR; EM-Staatsanl. (hart): Barcl. EM Hard Currency Agg Govt Related TR; EM-Staatsanl. (lokal): Barcl. EM Local Currency Govt TR.

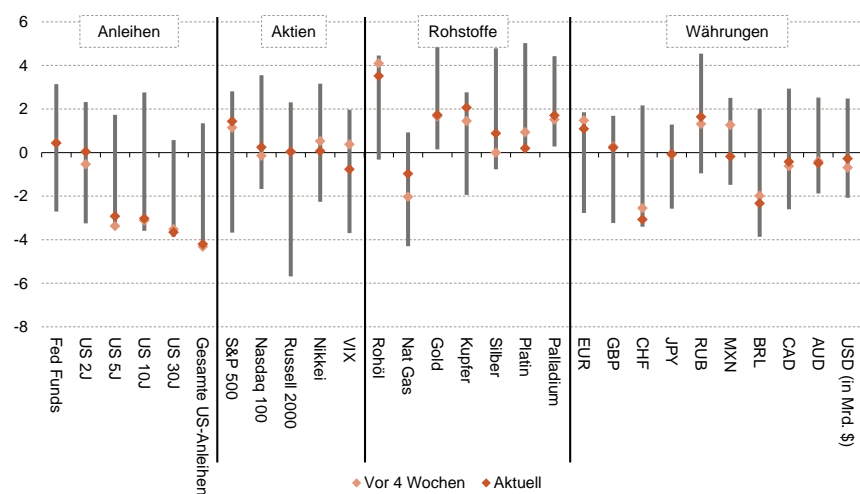
- USD-Hochzinsanleihen legten um 2,1% in den letzten vier Wochen zu, auch wegen eines stärkeren Dollars. Robuste Konjunkturdaten und eine kurze Duration halfen. Auch andere USD-Anleihen gehörten zu den Gewinnern.
- Italienische Staatsanleihen kamen hingegen im Zuge der Regierungsbildung in Rom unter Druck. Die Anleger befürchteten steigende Schulden und im schlimmsten Fall einen Euro-Austritt Italiens.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.06.2013 - 08.06.2018



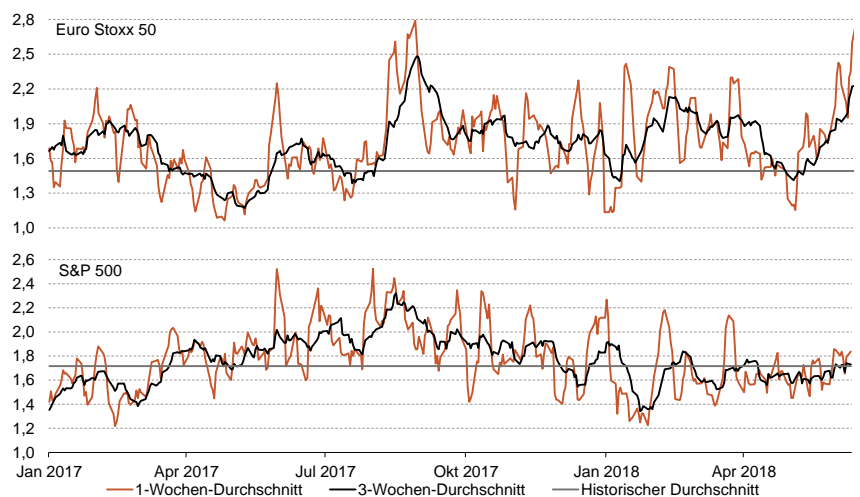
Spekulative Positionierung



- Die spekulativen Anleger bleiben skeptisch bzgl. lang laufender US-Anleihen und optimistisch auf Öl. Die extreme EUR-Long-Position wurde hingegen weiter zurückgefahren. Die USD-Positionierung ist entsprechend weniger short.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. Dabei wird zwischen den Positionen von „Non-Commercial“ und „Commercial Traders“ unterschieden. „Non-Commercial Traders“ gehen rein spekulative Positionen ein. „Commercial Traders“ sichern zugrundeliegende Geschäfte durch Futures oder Optionen ab. 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“ und gibt so an, wie sich spekulative Anleger positioniert haben.  
\*Gewichtet mit der Duration des jeweiligen Futures.  
Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 10.06.2008 - 05.06.2018

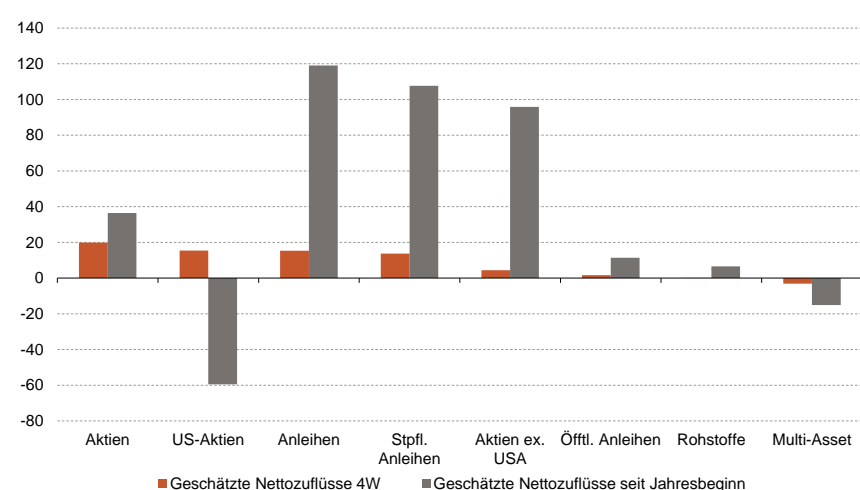
Put-Call-Ratio



- In den letzten Wochen sind die Marktteilnehmer für den Euro Stoxx 50 stetig pessimistischer geworden. Die Put-Call-Ratio befindet sich weit oberhalb des historischen Durchschnitts.
- Für den S&P 500 sind die Marktteilnehmer zuletzt weder besonders optimistisch noch pessimistisch gestimmt.

Die Put-Call-Ratio gibt das Verhältnis von gehandelten Put-Optionen (Spekulation auf fallende Kurse) zu Call-Optionen (Spekulation auf steigende Kurse) über alle Laufzeiten an. Je höher (niedriger) das Ratio ist, desto vorsichtiger (optimistischer) sind die Marktteilnehmer. Die Daten sind für den S&P 500 seit 20.12.1993 und für den Euro Stoxx 50 seit 24.02.2006 verfügbar.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 20.12.1993 - 08.06.2018

Mittelzuflüsse

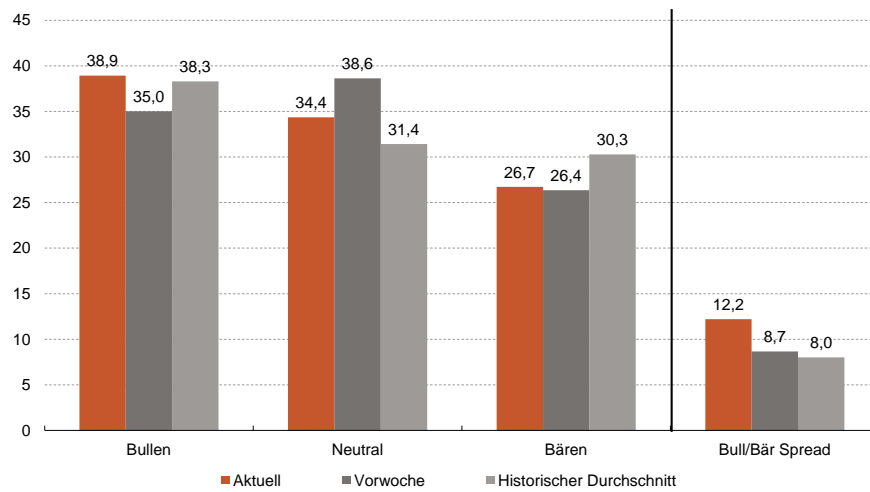


- US-Anleger zeigen sich nach wie vor skeptisch gegenüber Multi-Asset-Produkten. Sie haben Multi-Asset-Fonds in einem Wert von 3 Mrd. USD in den letzten vier Wochen netto verkauft.
- Aktien und Anleihen wurden hingegen im selben Zeitraum im Umfang von 20 bzw. 15 Mrd. US-Dollar gekauft. Insbesondere US-Aktien sahen Zuflüsse.
- Anlagen in Rohstoffe sind zuletzt ebenfalls in den USA gestiegen.

Von Investment Company Institute geschätzte Gesamtmitteflüsse (Publikumsfonds und ETFs) von US-Investoren, in Mrd. USD, Stpfl. = Steuerpflichtig, Öfftl. = Öffentlich  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 03.01.2018 - 30.05.2018



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

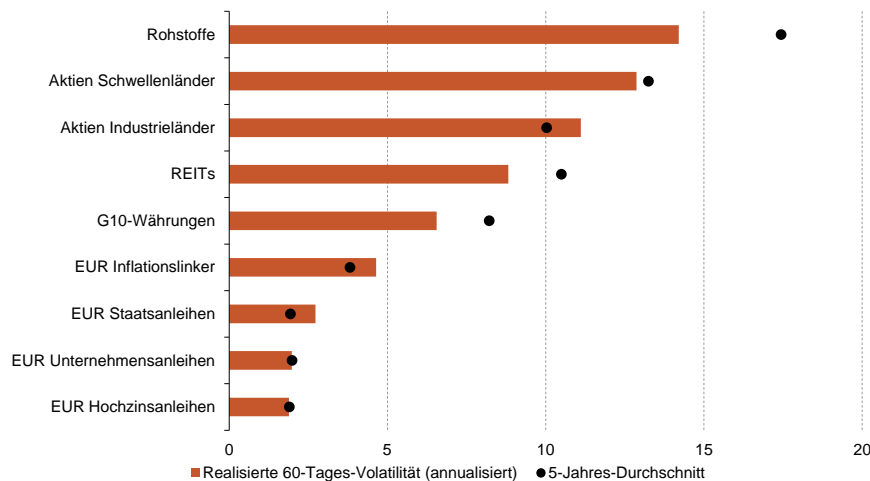


- Der Anteil der Optimisten hat in den USA zugelegt und liegt nun bei 38,9%, während der Bärenanteil mit 26,7% historisch eher niedrig ist.
- Der Bull/Bär-Spread ist somit stark positiv, was ein Warnsignal für zu viel Optimismus ist.

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. Ein Kontraindikator ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.

Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 07.06.2018

**Realisierte Volatilitäten**

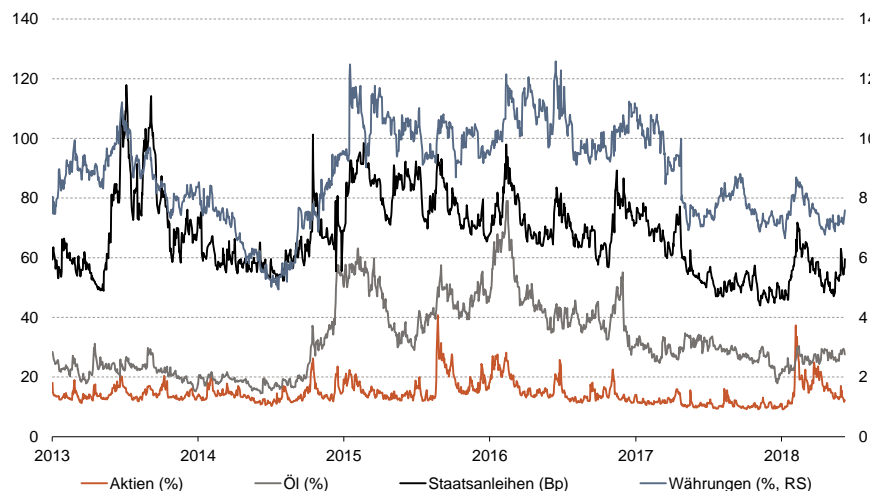


- Die letzten Wochen gingen nicht spurlos an den Anleihemärkten vorbei. Staatsanleihen, insbesondere italienische, verzeichneten eine stark steigende Volatilität, aufgrund des Risk-on/Risk-off Verhalten der Marktteilnehmer.
- Mittlerweile befindet sich die Schwankungsbreite für EUR Inflation Linker und für EUR Staatsanleihen über ihren jeweiligen 5-Jahres-Durchschnitt.

Die realisierte Volatilität (in Prozent) misst die Schwankungsbreite einer Zeitreihe und ist hier definiert als die Standardabweichung der täglichen Rendite über die letzten 60 Handelstage. Die Volatilität dient häufig als Risikomaß.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 08.06.2013 - 08.06.2018

**Implizite Volatilitäten**



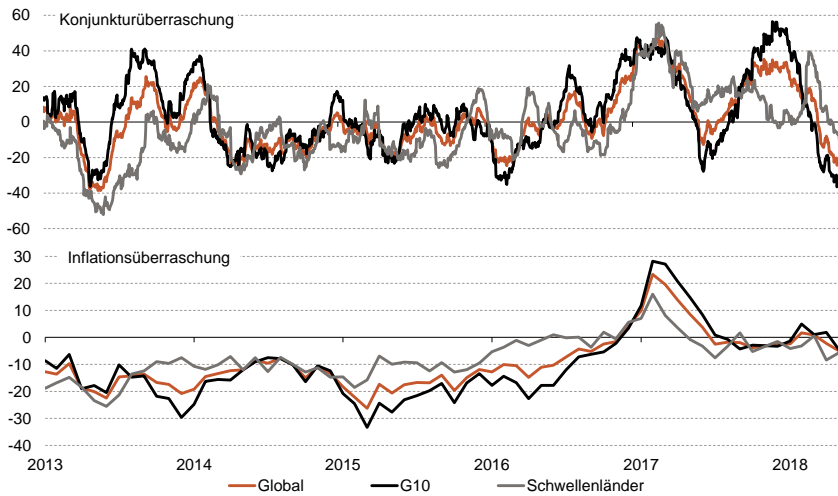
- Die implizite Volatilität auf dem Ölmarkt ist weiter gestiegen. Mögliche Angebotsengpässe durch den Irankonflikt und Venezuela sorgten für Verunsicherung auf den Märkten.
- Im Gegensatz dazu fiel die implizite Volatilität von US-Aktien zuletzt weiter. Der VIX schloss letzte Woche bei 12.

Der Preis von Optionen hängt von der Schwankungsbreite, d.h. der Volatilität des Basisinstruments ab. Die implizite Volatilität lässt sich entsprechend als Maß für die aktuell am Markt erwartete Schwankungsbreite des Basiswertes über die Restlaufzeit der Option interpretieren. Sie ist ein Maß für die vorherrschende Unsicherheit an den Finanzmärkten. Aktien = VIX Index, Öl = OVX Index, Staatsanleihen = MOVE Index, Währungen = CVIX Index

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 08.06.2018



## Global

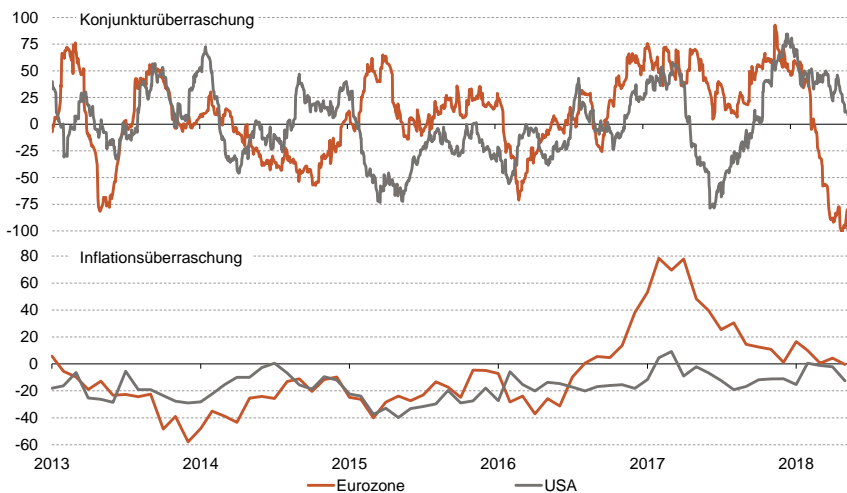


- Die negativen Konjunkturüberraschungen der G10-Länder und der Schwellenländer gingen in den letzten Wochen weiter. Die Bodenbildung dürfte nahe sein.
- Die Schwellenländer litten insbesondere unter den hohen US-Anleiherenditen und dem starken US-Dollar.
- Inflationsdaten überraschten im Mai nach unten. Jüngst haben sich die G10-Länder diesem Trend angeschlossen. Inflationsangst ist aktuell kein akutes Thema.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 08.06.2018

## Eurozone & USA

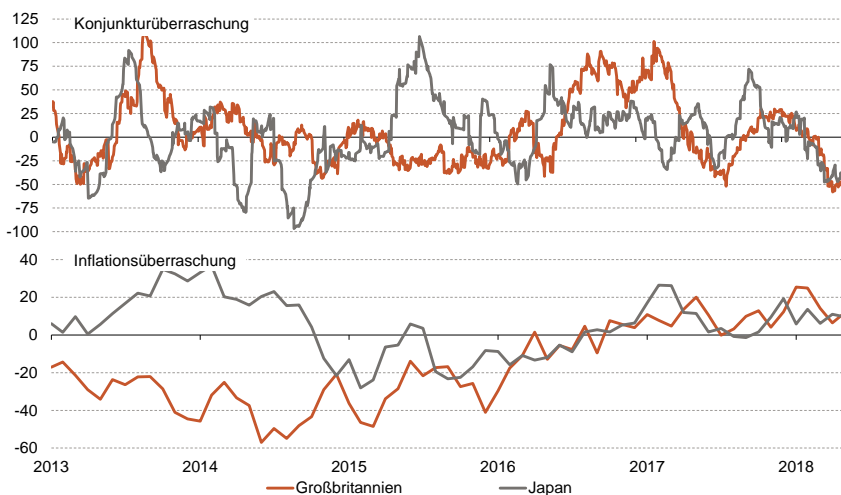


- US-Konjunkturdaten überraschten weiter nach oben. Der Abwärtstrend bei den positiven Überraschungen scheint gebrochen. Die Mai-Arbeitslosenquote sank z. B. unerwartet auf 3,8%.
- In der Eurozone scheint die Bodenbildung der negativen Überraschungen vollzogen zu sein. In Deutschland z. B. ist die Arbeitslosenquote überraschend auf 5,2% gefallen (erwartet waren 5,3%).
- Die US-Inflation überraschte nach unten, während die Inflationsüberraschung in der Eurozone (1,9% statt erwarteten 1,6%) nach oben überraschte.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 08.06.2018

## Großbritannien & Japan



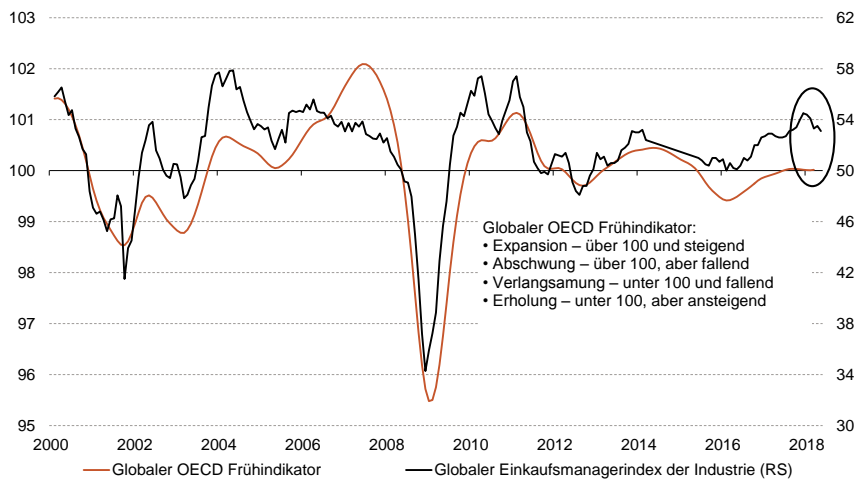
- In Großbritannien hat die negative Dynamik nachgelassen. Zuletzt überraschte der Einkaufsmanagerindex für die Industrie nach oben.
- Die Inflation hat sowohl in Japan als auch in Großbritannien nach oben überrascht – in Japan jüngst etwas weniger.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 08.06.2018



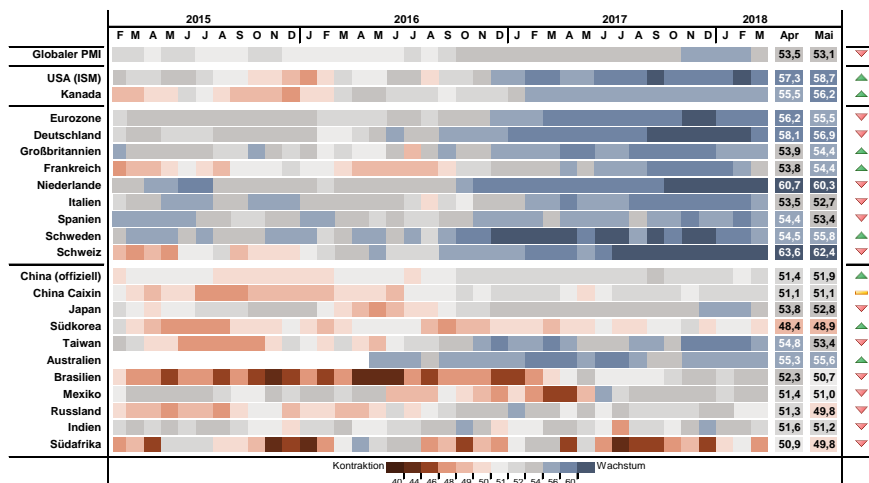
## OECD Frühindikator & Einkaufsmanagerindex



- Die globale Wirtschaft ist zwar noch expansiv, die Stimmung der Industrie im globalen Aggregat lässt jedoch nach.
- Der globale PMI ist im Mai auf 53,1 gefallen (April: 53,5). Politische Unsicherheiten rund um Italien und Spanien trübten das Bild für Europa, während der US-Protektionismus die Weltwirtschaft in Atem hält.

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: Bloomberg, Zeitraum: 31.01.2000 - 31.05.2018

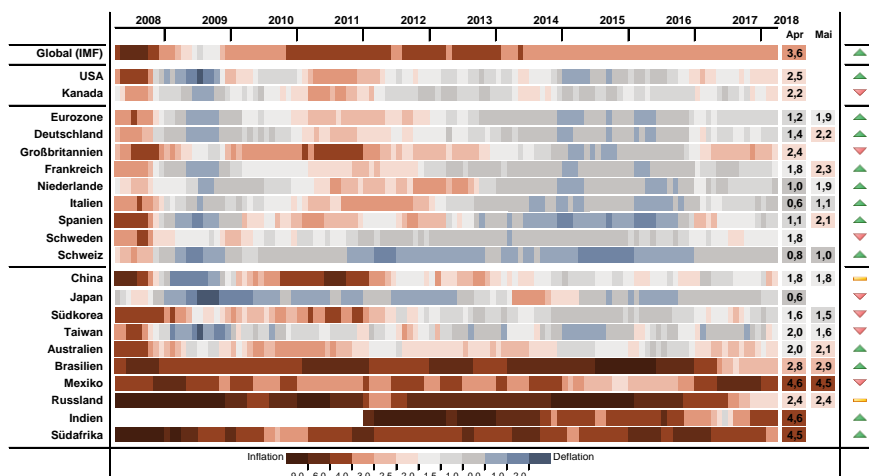
## Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers Index) der Industrie



- In Nordamerika sind PMIs zuletzt weiter gestiegen, die Stimmung unter den Einkaufsmanagern bleibt sehr positiv.
- In Europa konnten nur Großbritannien, Frankreich und Schweden überzeugen.
- Die Stimmung in China blieb, entgegen einiger Befürchtungen, mit einem PMI von 51,1 und 51,9 (offiziell) stabil.

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: 31.01.2015 - 31.05.2018

## Gesamtinflation

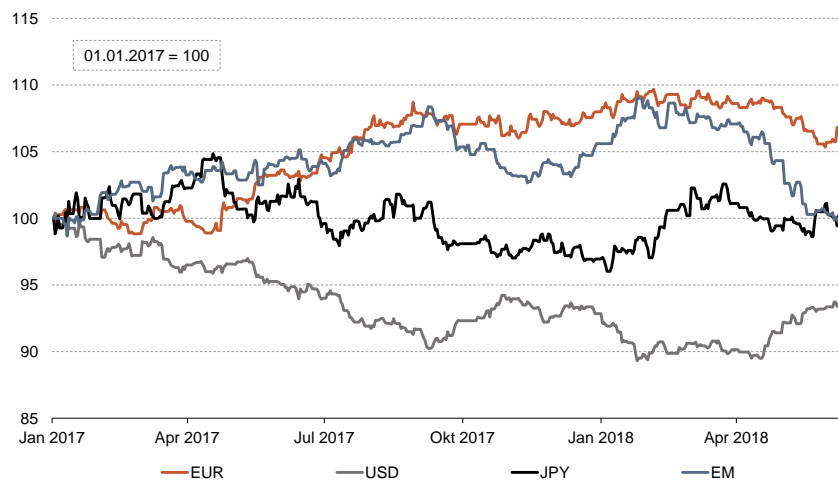


- Im Mai verzeichneten die meisten Regionen höhere Inflationsraten, getrieben auch durch einen Ölpreis-Basiseffekt und teilweise lokalen Währungsentwicklungen.
- Die Eurozone ist mit einer Mai-Inflation von 1,9% nahe dem EZB-Inflationsziel von 2%. Aufgrund des genannten Basiseffektes dürfte die EZB diesen Wert auf ihrer Sitzung am 14. Juni jedoch nicht zu stark gewichten.

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.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.01.2008 - 31.05.2018



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

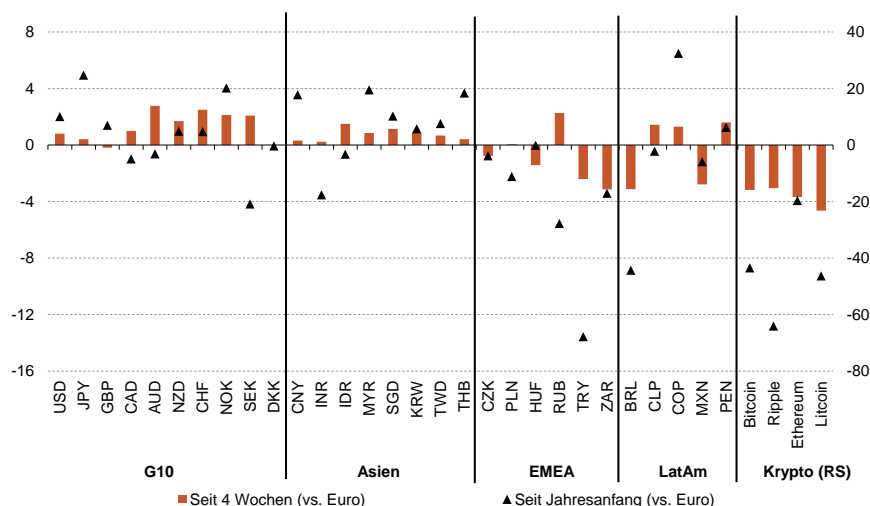


- Nach der Aufwertung in den letzten Wochen hat sich der handelsgewichtete US-Dollar zuletzt stabilisiert.
- Nach der Abwertung im Zuge schlechterer Konjunkturdaten und der italienischen Regierungsbildung hat der Euro in den letzten Tagen wieder hinzugewonnen.
- Auch der Yen notierte fester, während EM-Währungen unter Druck blieben.

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: 01.01.2017 - 08.06.2018

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

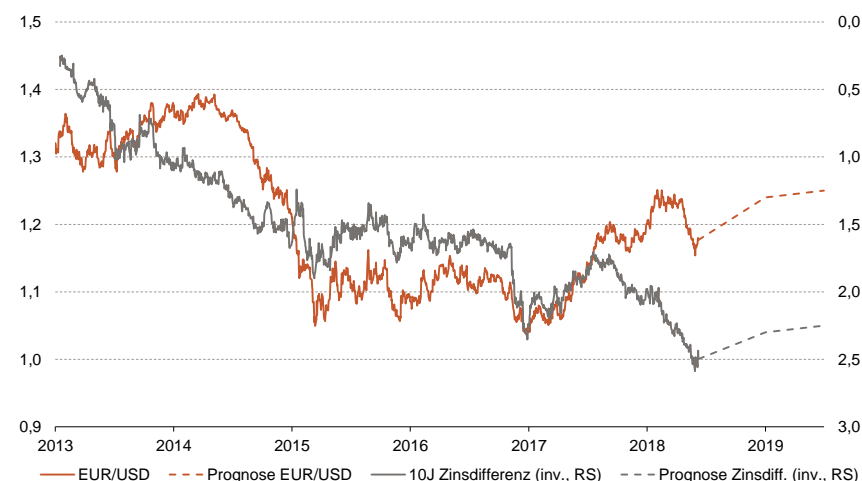


- Auf 4-Wochen-Sicht hat der Euro gegenüber den G10-Währungen und wichtiger asiatischer Währungen abgewertet. Die Sorge vor neuen Risiken um Italien spiegelt sich darin wider.
- In den letzten Wochen waren die Währungen ausgewählter EM-Länder aufgrund von schlechten Daten und Mittelabflüssen unter Druck, darunter insbesondere der brasilianische Real, die türkische Lira, der mexikanische Peso und der südafrikanische Rand.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 08.06.2018

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



- Die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen US-Treasuries und Bundesanleihen ist auf 2,4% gesunken, bleibt damit jedoch hoch und unterstützt den Dollar.
- Mit der Abschwächung der Sorgen um Italien ist der EUR/USD-Wechselkurs wieder auf 1,18 gestiegen. Mit einer Erholung der Fundamentaldaten könnte der Euro gegenüber dem US-Dollar in den kommenden Monaten wieder aufwerten.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigend Bundesanleihen.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 30.06.2018



## Sektor- und Styleperformance in Europa

|                         | Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD) |                             | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre |          |          |          |          |
|-------------------------|------------------------------------|-----------------------------|---|----------|----------|----------|----------|
|                         | ■ 4W (11.05.18 - 08.06.18)         | ■ YTD (31.12.17 - 08.06.18) | 08.06.17                                | 08.06.16 | 08.06.15 | 08.06.14 | 07.06.13 |
|                         |                                    |                             | 08.06.18                                | 08.06.17 | 08.06.16 | 08.06.15 | 08.06.14 |
| Informationstechnologie | 5,0                                | 12,7                        | 14,8                                    | 30,3     | -4,3     | 25,0     | 15,5     |
| Grundstoffe             | 1,6                                | 5,7                         | 19,4                                    | 27,8     | -14,6    | 5,5      | 15,0     |
| Growth                  | 0,6                                | 2,2                         | 2,6                                     | 13,6     | -4,3     | 18,3     | 15,9     |
| Gesundheit              | -0,9                               | 0,2                         | -8,3                                    | 7,8      | -8,4     | 26,4     | 20,1     |
| Energie                 | -0,1                               | 13,4                        | 27,7                                    | 11,9     | -5,9     | -10,3    | 20,3     |
| Zyklische Konsumgüter   | -0,5                               | 5,7                         | 7,4                                     | 16,4     | -12,1    | 21,0     | 23,7     |
| Basiskonsumgüter        | -5,3                               | -0,7                        | -8,5                                    | 9,6      | 8,0      | 19,1     | 9,4      |
| Industrie               | -0,7                               | 1,9                         | 2,9                                     | 23,6     | -3,2     | 9,7      | 21,3     |
| Versorger               | -3,6                               | 0,6                         | -4,8                                    | 8,8      | -2,5     | 2,9      | 29,0     |
| Value                   | -3,6                               | -0,7                        | 0,6                                     | 19,3     | -13,0    | 8,2      | 24,3     |
| Telekommunikation       | -7,8                               | -4,9                        | -12,0                                   | -0,7     | -8,7     | 20,8     | 32,1     |
| Finanzen                | -6,7                               | -5,3                        | -2,9                                    | 25,6     | -19,4    | 12,0     | 22,9     |

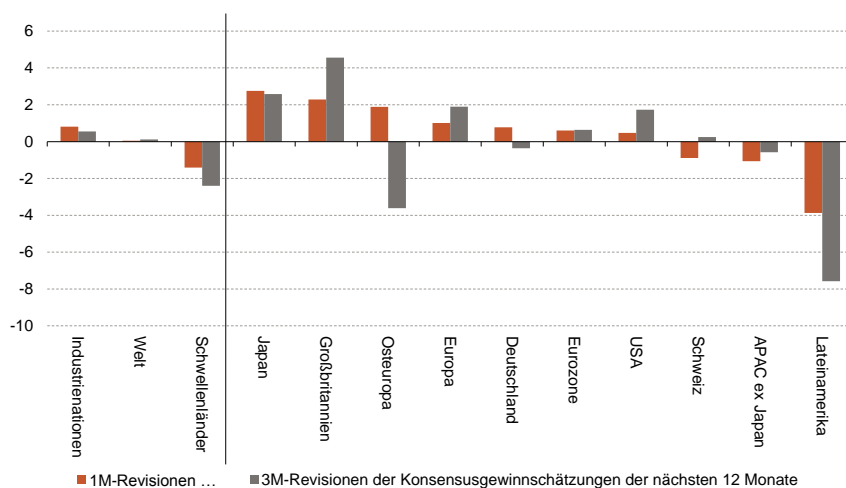
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Das Momentum von Technologie- und Grundstoffunternehmen hält weiter an. In den letzten vier Wochen waren beide Sektoren die Top-Performer.
- Mit 13,4% Rendite ist Energie der beste Sektor seit Jahresanfang, konnte jedoch in den letzten vier Wochen nicht weiter an Wert gewinnen.
- Europäische Finanztitel verloren kräftig, insbesondere Italien-Sorgen belasteten.

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: 07.06.2013 - 08.06.2018

## Gewinnrevisions

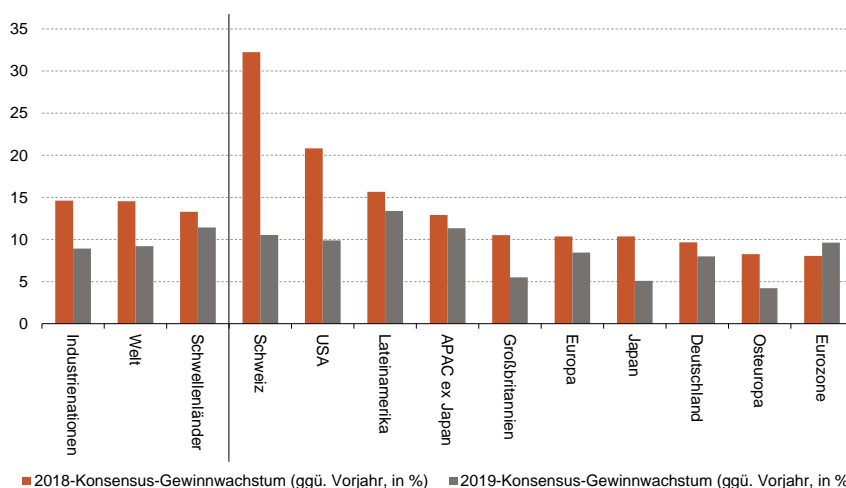


- Japan, Großbritannien und Osteuropa sahen die größten positiven Gewinnrevisionen über den letzten Monat.
- Ein schwächerer Euro beflügelte die Gewinnerwartungen für deutsche und Eurozonenunternehmen.
- In Lateinamerika wurden hingegen die Gewinnschätzungen kräftig nach unten genommen, nicht zuletzt auch wegen des Streiks der LKW-Fahrer in Brasilien, die eine Wiedereinführung eines staatlich regulierten Ölpreises forderten.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate, in Prozent. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan

Quelle: FactSet, Stand: 08.06.2018

## Gewinnwachstum



- Das erwartete Gewinnwachstum für 2018 ist dank der positiven Gewinnrevisionen nun größer für die Industrienationen als für die Schwellenländer.
- Die Eurozone bleibt die einzige Region mit einem höheren erwarteten Gewinnwachstum für 2019 als für 2018. Für 2018 wird das niedrigste Gewinnwachstum für die Eurozone erwartet, gefolgt von Osteuropa und Deutschland.

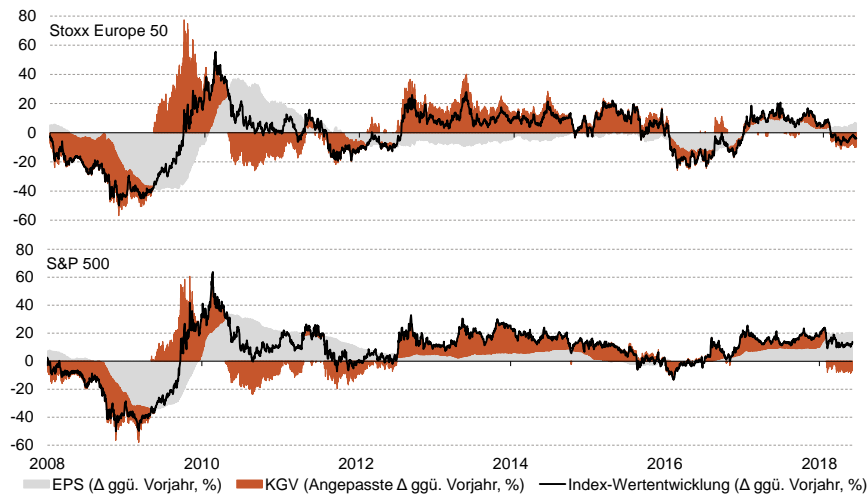
Vom Konsensus erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan

Quelle: FactSet, Stand: 08.06.2018





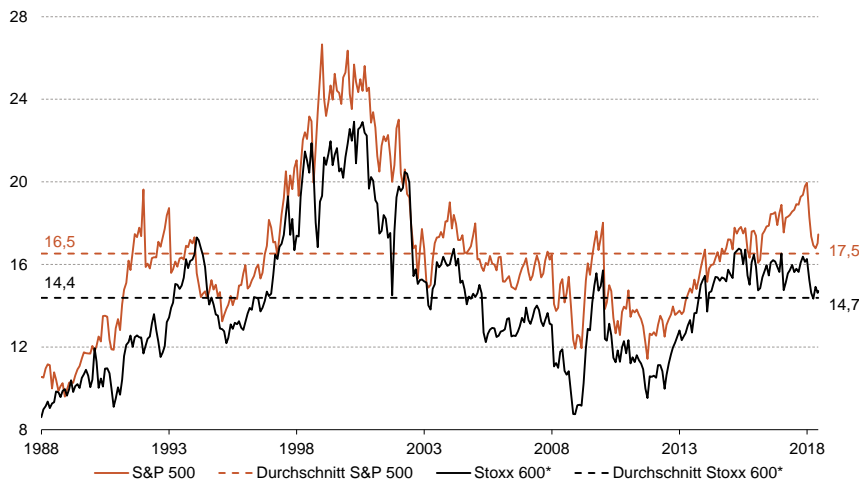
Kontributionsanalyse



- Trotz steigender Gewinnerwartungen sind europäische Aktien über die letzten zwölf Monate gefallen. Die KGV-Bewertung ist entsprechend stark zurückgegangen.
- In den USA sieht das Bild anders aus: Die Bewertung ist zwar auch über die letzten zwölf Monate attraktiver geworden, allerdings nur weil die Gewinn-schätzungen stärker als der S&P 500 gestiegen sind.

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: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2008 - 08.06.2018

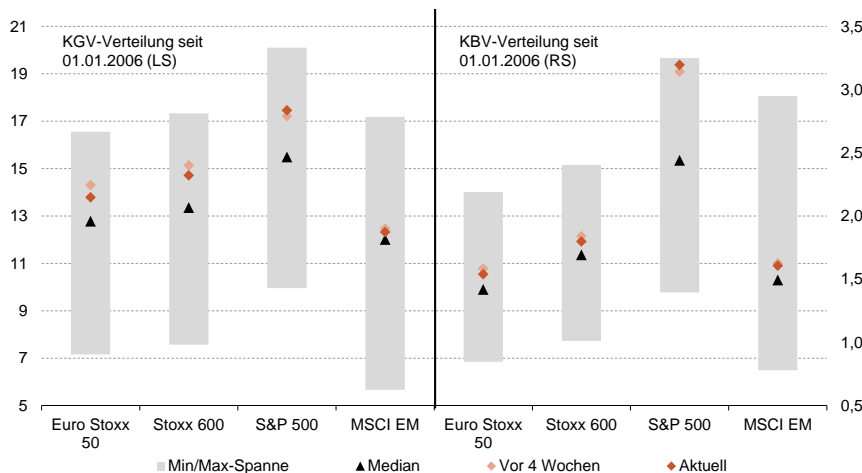
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Das KGV für die nächsten zwölf Monate liegt nun bei 17,5 für den S&P 500 – und damit ist es nur leicht teurer als im historischen Durchschnitt. Für europäische Aktien sieht es ähnlich aus. Sie sind zwar deutlich günstiger als ihre US-Pendants, allerdings ebenfalls leicht ambitionierter bewertet im Vergleich zur eigenen Historie. Das KGV liegt bei 14,7.

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, Zeitraum: 31.12.1987 - 08.06.2018

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

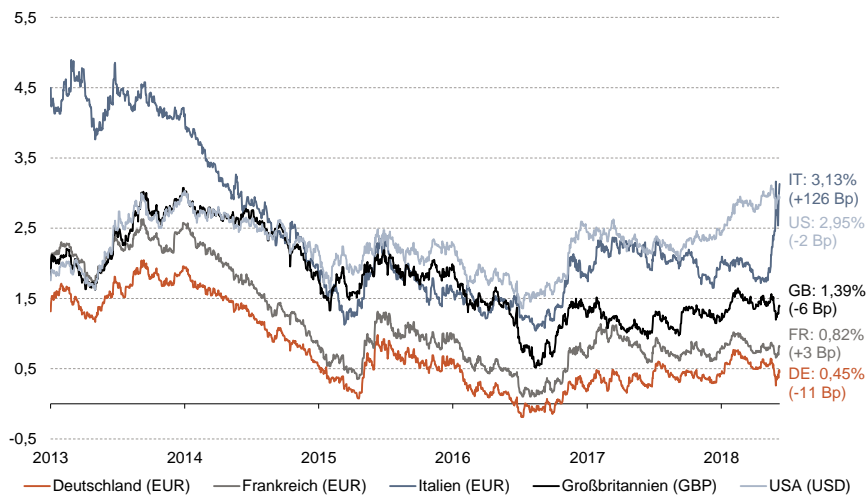


- Die Bewertungen haben sich zuletzt nicht stark bewegt. Der Euro Stoxx 50 sah die größte Veränderung und ist nun dank steigender Gewinnerwartungen günstiger als vor vier Wochen geworden.
- Schwellenländer-Aktien sind im Vergleich mit allen anderen Regionen und im Vergleich zur eigenen Historie am günstigen bewertet – US-Aktien erscheinen am teuersten.

Historische Verteilung von Bewertungskennziffern für ausgewählte Aktienregionen seit 2006. Gezeigt werden neben dem aktuellen Wert, der Beobachtung vor vier Wochen und dem historischen Median das Maximum (obere Grenze des grauen Balkens) sowie Minimum (untere Grenze des grauen Balkens).  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2006 - 08.06.2018



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

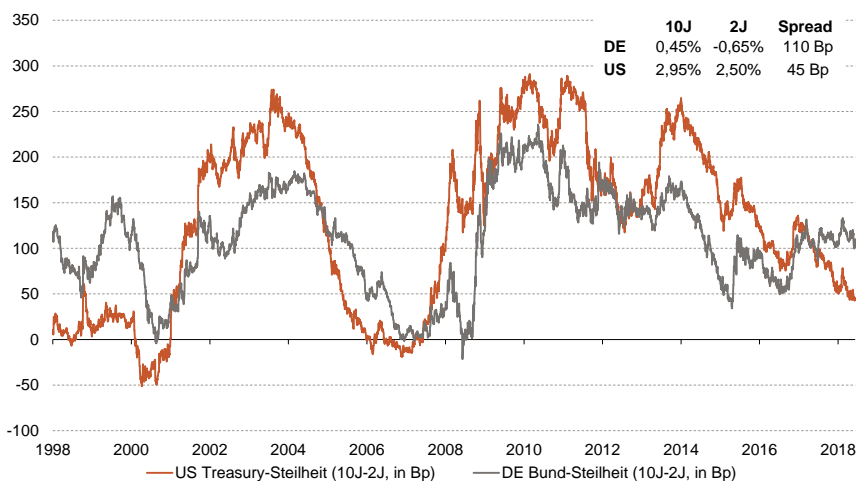


- Der Anleihenmarkt ist gezeichnet vom Schwanken der Marktteilnehmer zwischen Risk-on und Risk-off. Aktuell schürt Italiens populistische Regierung Ängste einer erneuten Euro-Krise.
- Infolgedessen stiegen die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen stark an. Renditen sicherer Häfen wie Deutschland fielen dagegen. Der Anleihenmarkt hat sich in den letzten Tagen leicht beruhigt, dürfte aber weiterhin sehr volatil bleiben.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 08.06.2018

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

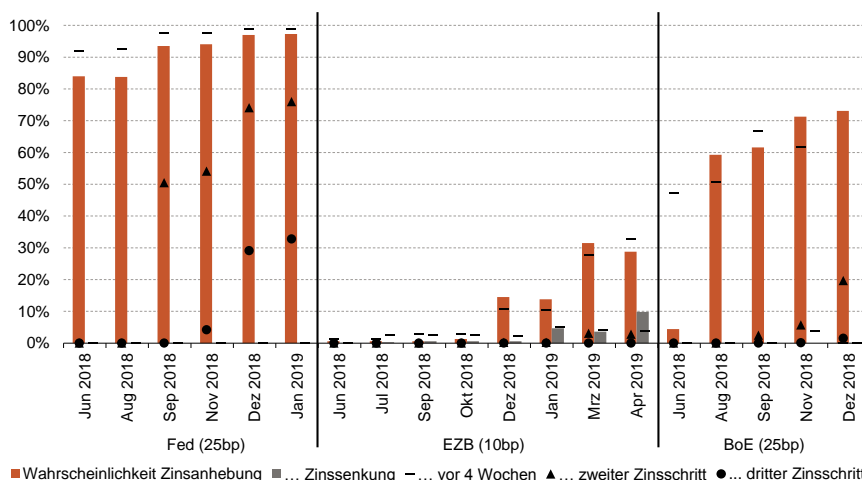


- Die Differenz der Steilheit zwischen der US- und der deutschen Renditestrukturkurve ist weiter gestiegen. Die Ankündigung des Endes der EZB Anleihekäufe könnte dies vorerst weiter treiben.
- Die Steilheit der US-Renditestrukturkurve verharrte nahe 50 Bp und ist somit noch ein gutes Stück von der Invertierung entfernt.
- In Deutschland gab es eine kleine Ausweitung auf 110 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 - 08.06.2018

## Implizite Wahrscheinlichkeiten für Leitzinsveränderungen



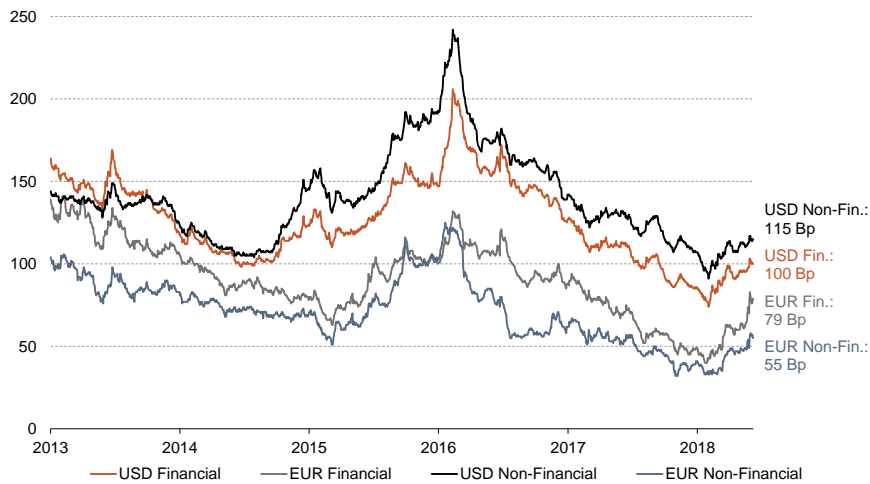
- Die EZB diskutiert am 14. Juni über das Ende des Anleihekaufprogramms. Mögliche Folge: steigende Renditen.
- Positive Konjunkturdaten, sinkende Arbeitslosigkeit und steigende Konsumtenausgaben bestätigen den Zinserhöhungskurs der Fed. Zinsanhebung am 13. Juni ist zu ~85% eingepreist.
- Nach guten PMI-Werten steigt die Wahrscheinlichkeit einer BoE-Zinsanhebung im August von ~50% auf ~60%.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepriceste Wahrscheinlichkeit einer Änderung des Leitzinses zu ermitteln.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 11.05.2018 - 08.06.2018



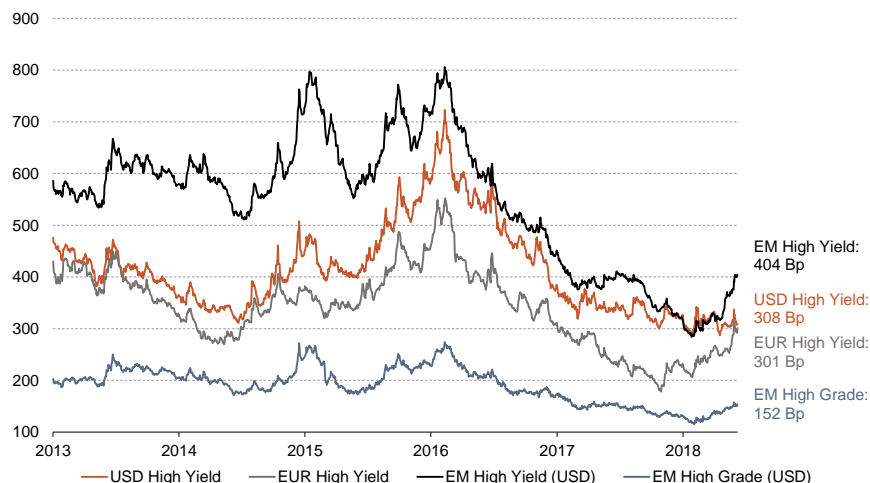
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoprämien sind weiter gestiegen, auch wenn sie jüngst etwas zurückkamen.
- EUR-Finanzanleihen verzeichneten die größten Spreadausweitungen, getrieben von der Versicherungs- und Bankenindustrie, aufgrund des Preisverfalls von Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie.
- Bei EUR-Unternehmensanleihen haben, nach schlechteren Konjunkturaussichten, insbesondere die Versorger- und die Autoindustrie zu steigenden Risikoprämien beigetragen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2013 - 08.06.2018

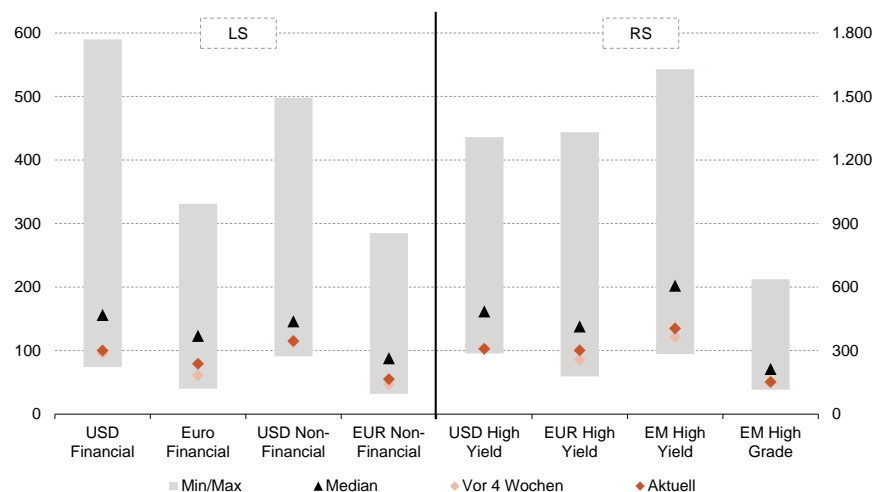
## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- EM High Yield Spreads erreichten einen neuen Jahreshöchststand mit 404 Bp.
- Während USD High Yield in den letzten zwei Wochen fallende Risikoprämien verzeichneten, stiegen die Risikoprämien für EUR High Yield. Die Gründe sind bekannt: politische Unsicherheiten im Euroraum sowie enttäuschende Konjunkturdaten.
- EM High Grade blieb recht stabil.

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: 01.01.2013 - 08.06.2018

## Historische Verteilung der Credit-Spreads (in Bp)

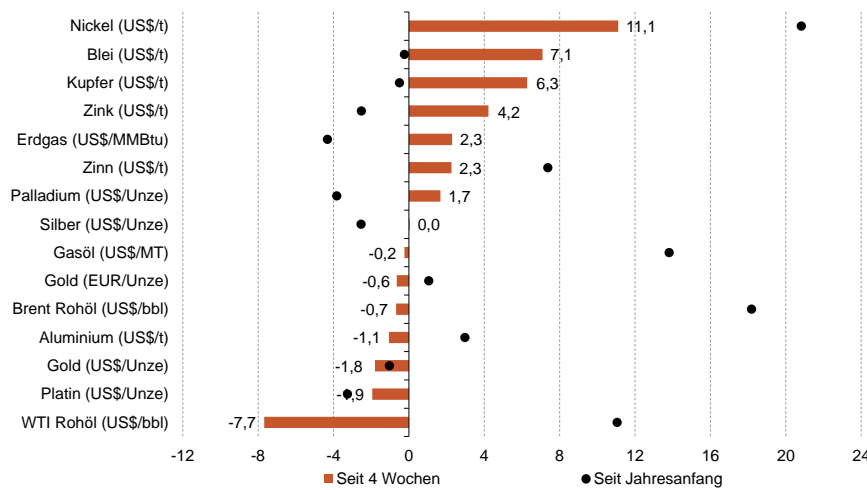


- Zunehmende Risikoaversion auf den Märkten stoppte die Spreadeinengung bei Investmentgrade-Anleihen, während insbesondere EUR Hochzinsanleihen höher Risikozuschläge verzeichneten.
- EUR-Anleihen und EM-Hochzinsanleihen sind im Vergleich zu vor vier Wochen deutlich günstiger geworden.

USD Financial = ICE BofAML US Financial; EUR Financial = ICE BofAML Euro Financial; USD Non-Financial = ICE BofAML US Non-Financial; EUR Non-Financial = ICE BofAML Euro Non-Financial; USD High Yield = ICE BofAML US High Yield; EM High Yield = ICE BofAML High Yield Emerging Markets Corporate Plus; EM High Grade = ICE BofAML High Grade Emerging Markets Corporate Plus. Die hier dargestellten EM-Indizes sind Hartwährungsanleihen.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 06.06.2008 - 08.06.2018



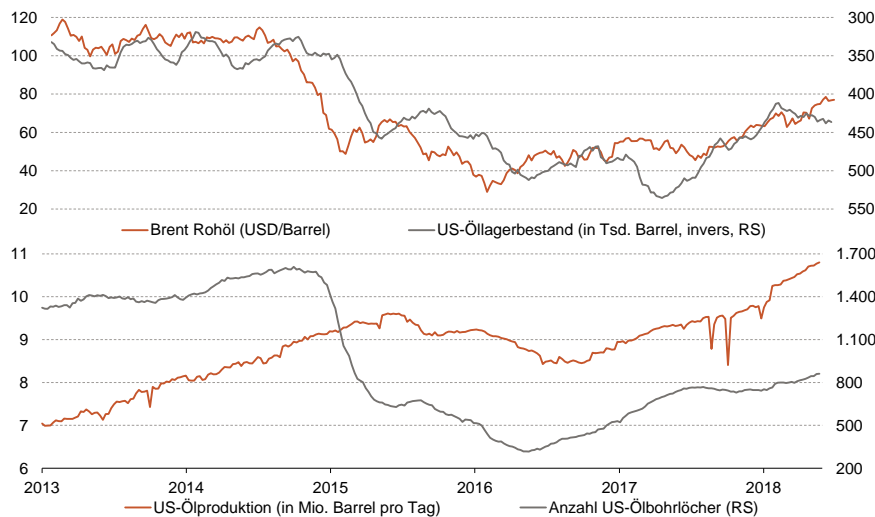
Performance Rohstoffe



- Das Segment der Industriemetalle verzeichnete in den letzten Wochen die größten Gewinne unter den Rohstoffen. Dabei haben bessere Nachfrage- und Konjunkturdaten aus China eine Rolle gespielt.
- Die Edelmetallpreise hielten sich vergleichsweise stabil.
- WTI-Rohöl kam aufgrund der steigender US-Lagerdaten und einer rekordhohen US-Rohölproduktion unter Druck.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 08.06.2018

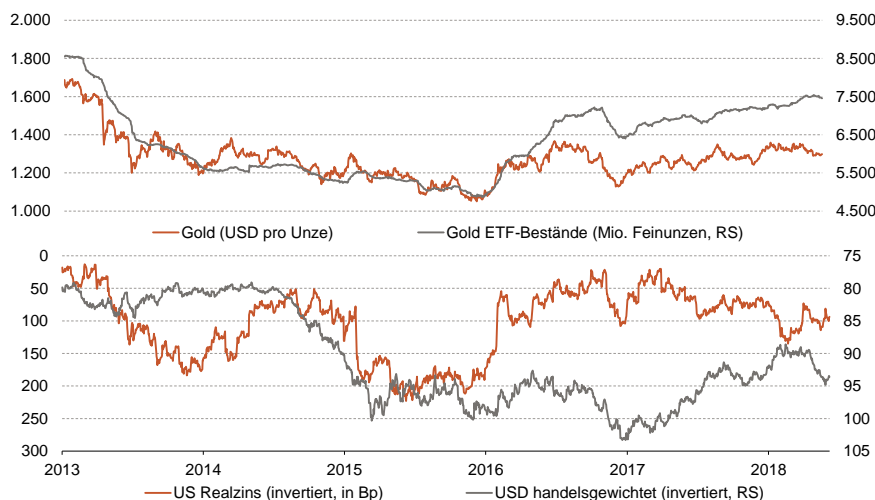
Rohöl



- Der Ölpreis der Sorte Brent schwankt um die Marke von 75 US-Dollar je Barrel seitwärts, unterstützt durch das geringe Angebot der OPEC. Der anhaltende Rückgang der Ölexporte Venezuelas wirkte preistreibend.
- Die Preisdifferenz zwischen Brent- und WTI-Rohöl hat weiter zugenommen. Die rekordhohe US-Produktion, höhere Netto-Importe und gut gefüllte US-Lager haben WTI-Öl belastet.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2013 - 08.06.2018

Gold



- Der Goldpreis kämpft weiter mit der Marke von 1.300 US-Dollar je Unze, knapp unterhalb der 200-Tageslinie.
- Die US-Dollar-Aufwertung und die geringere Risikoaversion haben zuletzt belastet. Hingegen haben politische Risiken kaum preisunterstützend gewirkt. Vor der nächsten Fed-Zinsentscheidung hielten sich Marktteilnehmer zurück.

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: 01.01.2013 - 08.06.2018

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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)



**Guido Urban, CFA | Senior Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Ist zuständig für die Kapitalmarktpublikationen, erstellt Analysen, insbesondere für Rohstoffe, unterstützt den Investmentprozess und generiert Anlageideen  
+49 69 91 30 90-215 | [guido.urban@berenberg.de](mailto:guido.urban@berenberg.de)



**Karsten Schneider, 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)

## WICHTIGE HINWEISE

Bei den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Es handelt 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 genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können 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 Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

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

Stand: 11. Juni 2018

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)