

Aktueller Marktkommentar

Die großen Aktienmärkte sind jüngst volatil seitwärts gelaufen. Eine Ausnahme bildeten chinesische Aktien, die unter erneuten Covid-Ausbrüchen und den damit verbundenen Lockdowns litten. Die Anleiherenditen erreichten größtenteils Jahreshöchststände, getrieben durch falckenhafte Äußerungen von Zentralbankern. Die Kombination aus hoher Inflation, abnehmender Wirtschaftsdynamik und quantitativer Drosselung limitieren das Aufwärtspotenzial bei Aktien – wir dürften vor allem keine Bewertungsausweitung sehen. Unterdessen nehmen die Rezessionsängste zu. Eine Wirtschaftsabkühlung dürfte jedoch keine große Überraschung für den Markt sein. Die Wirtschaftsinstitute/Broker haben ihre Schätzungen teilweise schon deutlich reduziert und die Positionierung sowie die Anlegerstimmung sind bereits sehr negativ. Zudem nimmt der Anteil nicht-fundamentaler Investoren (Stichwort: passives Investieren) immer weiter zu. Das wirkt unterstützend. Ein starker Abverkauf scheint ohne externen Auslöser deshalb ebenso unwahrscheinlich.

Kurzfristiger Ausblick

Die global hohen Inflationswerte setzen die Zentralbanken weiterhin unter Druck. Der Markt schaut daher gespannt auf die monatliche Sitzung der Fed am 4. Mai und der BoE am 5. Mai. Bei der Fed preist der Markt eine Zinserhöhung von 50 Basispunkten und bei der BoE von 25 Basispunkten. In Japan sind die Märkte vom 26. April bis 5. Mai (außer 2. Mai) aufgrund der Golden Week Feiertage geschlossen. Die Auftragseingänge langlebiger Güter (Mrz.) sowie das Verbrauchervertrauen (Apr.) der USA werden morgen veröffentlicht. Am Mittwoch folgen die deutschen Einzelhandelsumsätze (Mrz.) und am Donnerstag das Verbrauchervertrauen (Apr.) aus der Eurozone, die vorläufigen Inflationszahlen (Apr.) aus Deutschland und das Q1-BIP-Wachstum der USA. Die vorläufigen Q1-BIP-Zahlen der Eurozone sowie die Haushaltsdaten (Mrz.) und der Chicago-Einkaufsmanagerindex (Apr.) der USA werden am Freitag bekannt gegeben. Die deutschen Industriedaten (Mrz.) sowie der ISM-Index (Apr.) und die Arbeitsmarktdaten der USA folgen nächste Woche.

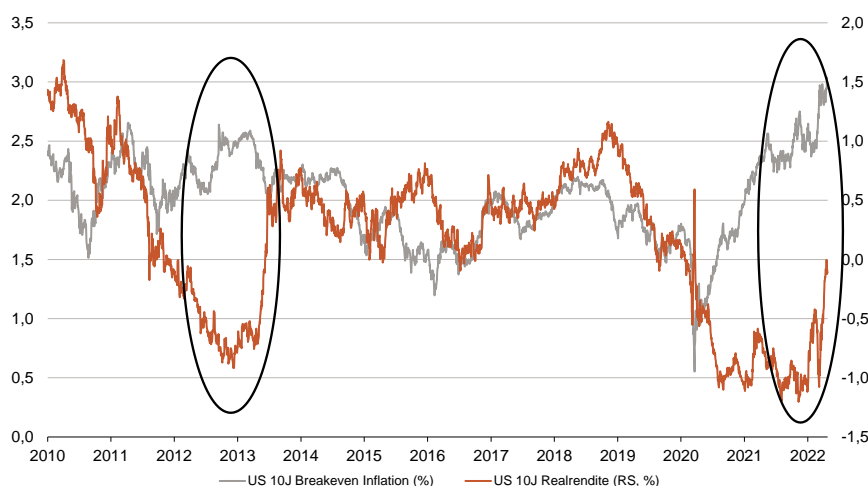
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

Zentralbanken unter Inflationsdruck

Q1-Wirtschaftswachstum im Fokus

Anleihen trotz höherer Realrenditen noch nicht wesentlich attraktiver



- Sowohl die Nominal- als auch die Realrendite, also erstere abzüglich der erwarteten Inflation, 10-jähriger US-Staatsanleihen sind zuletzt kräftig gestiegen. Die Realrendite erreichte jüngst erstmals seit Anfang 2020 die 0%.
- Höhere Realrenditen steigern die Attraktivität von Anleihen absolut und relativ zu Aktien. Das erreichte Niveau dürfte jedoch den meisten Anlegern noch nicht attraktiv genug für eine stärkere Reallokation in Anleihen sein, zumal die Renditen vorerst weiter steigen dürften, was auf den Anleihekursen lastet.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2010 - 22.04.2022



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (25.03.22 - 22.04.22)	YTD (31.12.21 - 22.04.22)	22.04.21	22.04.20	22.04.19	22.04.18	21.04.17
REITs	5,8	0,3	25,9	15,8	-8,5	22,7	-17,5
Aktien Frontier Markets	-3,7	1,7	13,9	29,8	-15,0	-3,8	7,9
USD/EUR-Wechselkurs	1,7	5,3	11,2	-9,9	4,0	9,2	-12,7
Gold	0,4	11,3	20,6	-6,2	39,8	4,2	-9,2
Euro-Übermächteinlage	0,0	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Industriemetalle	-1,5	28,2	57,0	42,3	-16,4	-5,5	12,0
EUR Unternehmensanleihen	-2,0	-7,5	-8,0	6,7	-1,8	2,8	1,2
EUR Staatsanleihen	-2,1	-5,3	-5,9	2,6	0,3	1,5	1,2
Aktien Emerging Markets	-2,3	-7,3	-8,6	38,8	-12,8	4,3	8,0
Globale Wandelanleihen	-3,3	-7,6	-4,9	47,9	1,9	11,5	-6,4
Aktien Industrienationen	-3,4	-5,3	11,4	35,8	-3,4	14,7	1,0
Brent	-4,7	56,8	113,8	122,5	-63,4	13,3	24,1

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-Übermächteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

- Die Unsicherheit an den Märkten ließ Anleger Sicherheit in defensiven Anlagen suchen. Infolgedessen gewannen defensive REITs trotz ihrer enormen Zinsensensitivität hinzu und bildeten über die letzten vier Wochen die Spitze.
- Aktien der Schwellenländer konnten ebenfalls zulegen und auch Gold und der US-Dollar zählten zu den Gewinnern.
- Rohöl – der Topperformer seit Jahresbeginn – musste Teile seiner Gewinne wieder abgeben.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 21.04.2017 - 22.04.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (25.03.22 - 22.04.22)	YTD (31.12.21 - 22.04.22)	22.04.21	22.04.20	22.04.19	22.04.18	21.04.17
Stoxx Europa Defensiv	2,6	3,6	17,9	13,6	-1,3	8,5	2,0
Stoxx Europa 50	-1,6	1,0	11,9	24,6	-8,6	7,7	0,7
MSCI Großbritannien	0,2	5,4	19,7	24,4	-21,4	6,5	2,4
Stoxx Europa Small 200	-11,2	0,2	-2,1	49,1	-14,3	2,3	8,1
Euro Stoxx 50	-0,5	-10,2	-2,5	44,6	-16,9	2,9	4,1
DAX	-1,1	-11,0	-7,7	47,1	-14,8	-2,5	4,1
Stoxx Europa Zyklisch	-1,7	-9,4	1,4	55,8	-23,7	0,8	7,4
MSCI EM Asien	-2,5	-9,3	-12,6	39,4	-6,2	4,5	10,1
MSCI EM Osteuropa	-2,7	-79,1	-75,2	24,7	-18,8	20,3	2,7
MSCI USA Small Caps	-3,6	-5,7	2,8	70,3	-19,2	13,8	-0,7
S&P 500	-4,0	-4,9	16,7	35,3	2,2	21,4	0,8
MSCI Japan	-6,0	-8,9	-4,4	26,3	-3,3	0,7	4,4

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 blieben durch die geopolitische Unsicherheit, die restriktive Zinspolitik und zunehmende Rezessionsorgen belastet. Defensive Aktien blieben so auch über die letzten vier Wochen gefragt und lagen vorne. Britische Aktien profitierten leicht durch ihre maßgeblichen Gewichte in Rohstoff- und Banken-Aktien von den weiterhin hohen Energiepreisen und steigenden Zinsen.
- Amerikanische und japanische Aktien bildeten über den letzten Monat das Schlusslicht.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 21.04.2017 - 22.04.2022

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (25.03.22 - 22.04.22)	YTD (31.12.21 - 22.04.22)	22.04.21	22.04.20	22.04.19	22.04.18	21.04.17
Chinesische Staatsanleihen	0,5	1,0	5,2	-0,5	9,3	4,9	2,7
US-Staatsanleihen	-0,4	-3,4	3,1	-13,7	19,6	13,9	-14,3
EUR Hochzinsanleihen	-1,0	-6,2	-5,0	17,3	-6,9	2,8	4,7
EM-Staatsanleihen (lokal)	-1,0	-5,3	-4,5	2,8	-2,4	3,2	-3,7
EM-Staatsanleihen (hart)	-1,3	-9,1	-3,5	6,5	-2,8	14,5	-10,8
USD Hochzinsanleihen	-1,8	-7,2	-3,8	20,0	-5,1	6,0	4,3
EUR Finanzanleihen	-1,8	-6,8	-7,2	6,8	-2,1	2,6	1,7
EUR Nicht-Finanzanleihen	-2,1	-8,0	-8,6	6,6	-1,5	2,9	0,9
Britische Staatsanleihen	-3,1	-10,2	-6,7	-5,1	13,5	5,2	-6,7
Deutsche Staatsanleihen	-3,2	-8,1	-8,1	-1,7	3,6	4,3	-1,9
USD Unternehmensanleihen	-3,3	-12,1	-10,1	5,9	9,5	5,7	0,7
Italienische Staatsanleihen	-3,7	-8,0	-9,4	11,2	3,7	-2,0	5,3

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

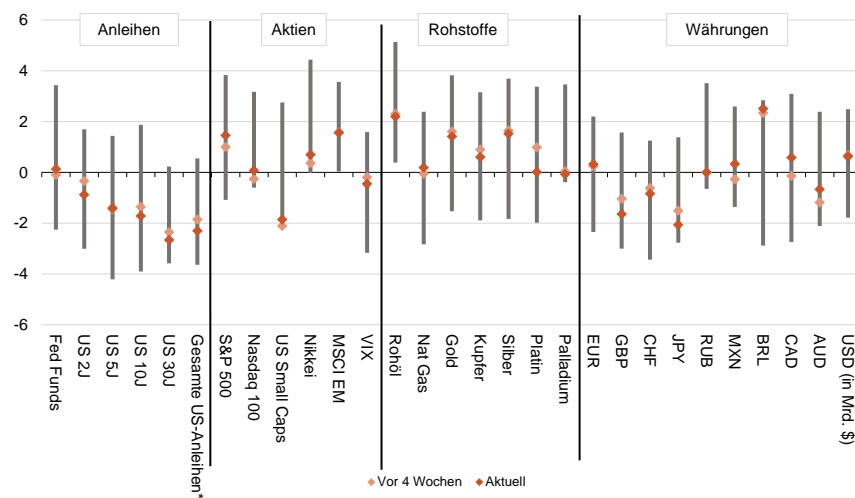
- Die restriktive Zinspolitik der Zentralbanken und die kontinuierlich steigenden Renditen setzen Staatsanleihen weiterhin unter Druck.
- Für die Fed preisen die Märkte bis Jahresende mittlerweile schon über 9 Zinserhöhungen à 25 Basispunkte. Für die EZB rechnen die Märkte mit über 8 Zinserhöhungen à 10 Basispunkte, was bedeuten würde, dass die EZB in diesem Jahr zum ersten Mal seit 2012 den Leitzins über Null anheben würde.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 21.04.2017 - 22.04.2022



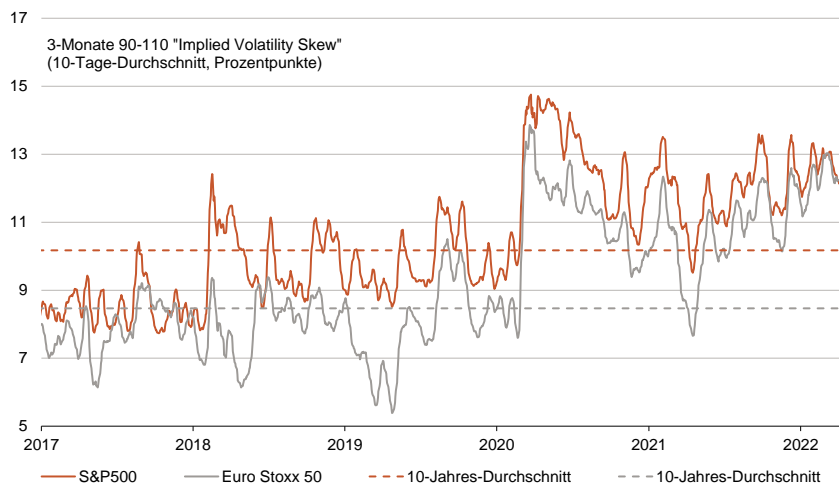
Spekulative Positionierung



- Hedge-Fonds waren in den letzten Wochen insbesondere bei den Währungen aktiv. So haben sie ihre Shorts im JPY aufgrund des scheinbar unumstößlich expansiven Kurs der BoJ weiter ausgebaut, während sie ihre Longs im BRL dank hoher Carry beibehalten.

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht jeden Freitag den "Commitments of Traders"-Bericht. Der Chart zeigt die historische, normalisierte Verteilung in Standardabweichungen und konzentriert sich auf die Netto-Future-Position (Long-Positionen minus Short-Positionen) von „Non-Commercial Traders“ (Anleihen, Währungen), „Asset Manager/Institutional“ & „Leveraged Funds“ (Aktien) und „Managed Money“ (Rohstoffe) und zeigt, wie sich spekulative Anleger positioniert sind. *Gewichtet mit der jeweiligen Duration
Quelle: Bloomberg, CFTC, Zeitraum: 19.04.2012 - 19.04.2022

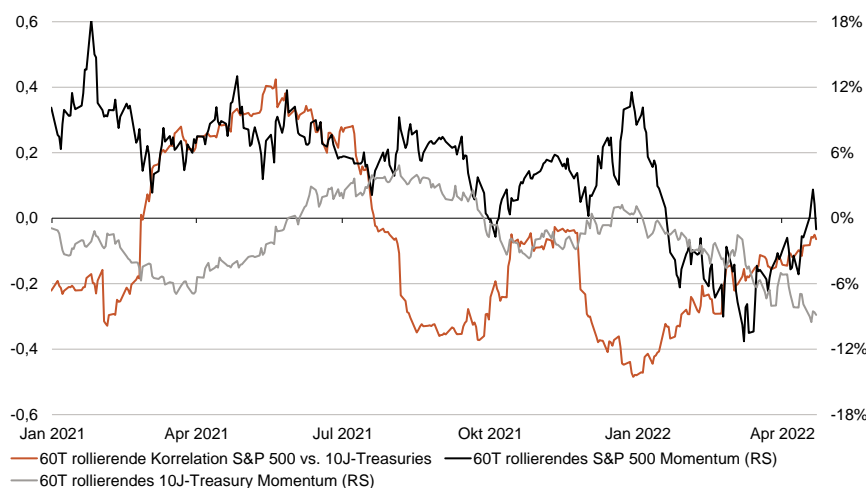
Put-Call-Skew



- Die Put-Call-Skew ist in den letzten Wochen in Europa leicht zurück gekommen. In den USA ist dies noch nicht zu beobachten. Dort scheinen die Anleger mit Blick auf das anstehende FOMC-Meeting nächste Woche etwas nervöser zu sein.
- Insgesamt ist aber in beiden Regionen die Nachfrage nach Absicherung weiter überdurchschnittlich hoch.

Die Put-Call-Skew (90-110) gibt die Differenz der impliziten Volatilität von Puts gegenüber Calls an, deren Strike jeweils 10% vom aktuellen Basiswert entfernt ist. Sie ist ein Maß dafür, wie viel mehr Anleger bereit sind für Absicherungen (Puts) gegenüber Aufwärtspartizipation (Calls) zu bezahlen. Je höher (niedriger) die Skew, desto vorsichtiger (optimistischer) sind die Marktteilnehmer. Außerdem steigt die Skew typischerweise mit dem Niveau der impliziten Volatilität.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.04.2012 - 22.04.2022

60-Tage-Momentum und -Korrelation

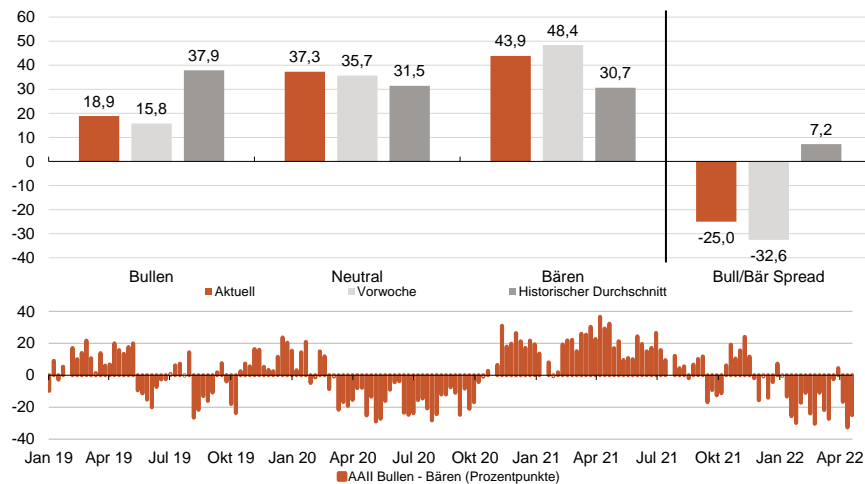


- Das 60T-Momentum des S&P 500 hat zeitweise ins Positive gedreht. Bei US-Treasuries ist es hingegen weiter gefallen. Dennoch ist zwischen den beiden Anlagen ein höherer Gleichlauf zu beobachten. Seit Jahresanfang hat die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen sukzessive abgenommen und notiert aktuell nahe der 0%.

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 - 22.04.2022



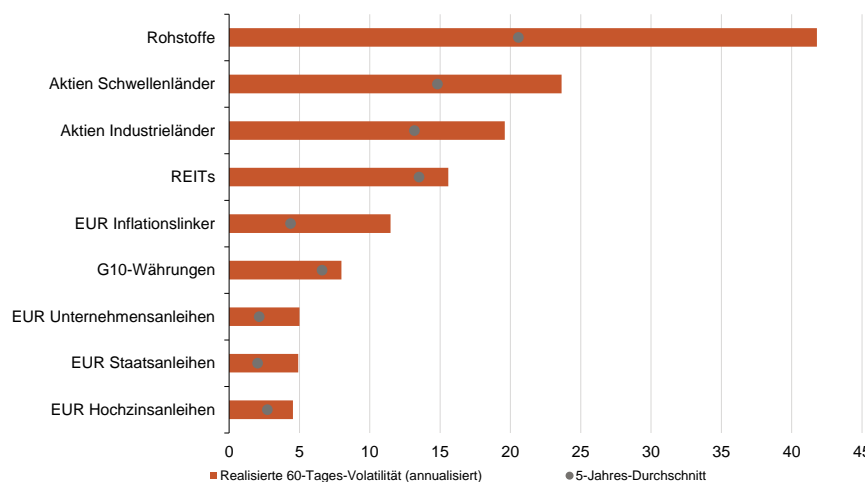
AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung der US-Privatanleger bleibt äußerst negativ. Vor allem die Anzahl der Bullen ist extrem niedrig. Die 15,8% der Vorwoche stellen den niedrigsten Wert seit 1992 dar.
- Mit so negativem Sentiment dürften die Märkte in den kommenden Wochen weniger anfällig für schlechten Newsflow sein.

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 - 21.04.2022

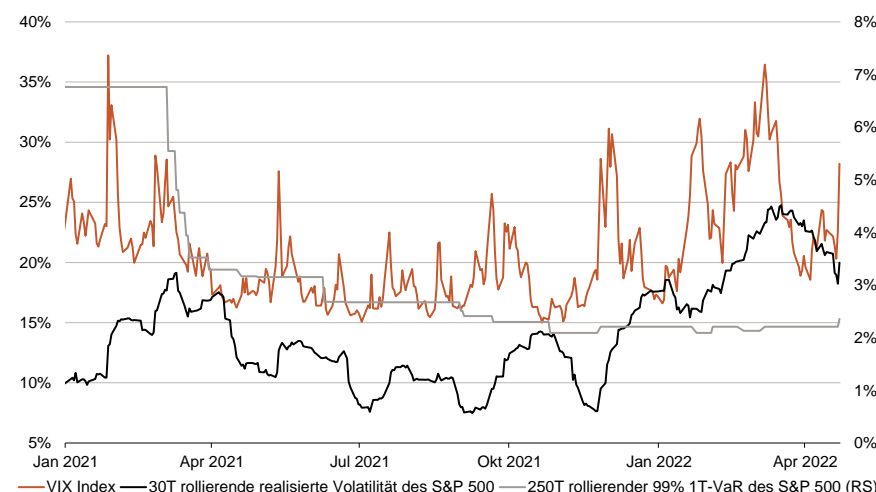
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierten Volatilitäten und auch ihre Reihenfolge sind praktisch unverändert im Vergleich zu vor zwei Wochen.
- Die extrem hohe Volatilität bei Rohstoffen gepaart mit kräftigen Zinsanstiegen dürfte die im historischen Vergleich äußerst hohe Volatilität bei EUR Inflationslinkern bedingen.

Die realisierte Volatilität (in Prozent) misst die Schwankungsbreite einer Zeitreihe und ist hier definiert als die Standardabweichung der täglichen Rendite über die letzten 60 Handelstage. Die Volatilität dient häufig als Risikomaß.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.04.2017 - 22.04.2022

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

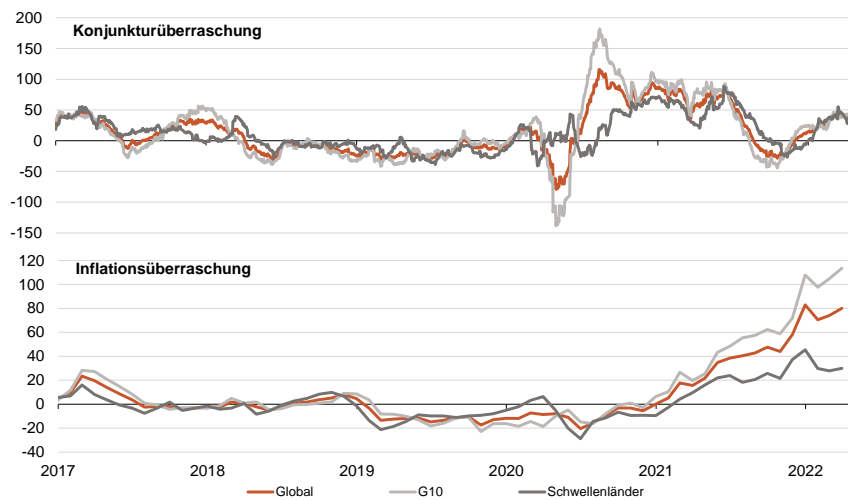


- Der VIX ist jüngst wieder über die Marke von 25 gesprungen. Allerdings verunsichern nun nicht nur der Krieg und die Zentralbanken, sondern auch der jüngste Anstieg der Infektionszahlen in China die Anleger. Denn sie befürchten eine Verschärfung der Disruptionen globaler Lieferketten.

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 - 22.04.2022



Global

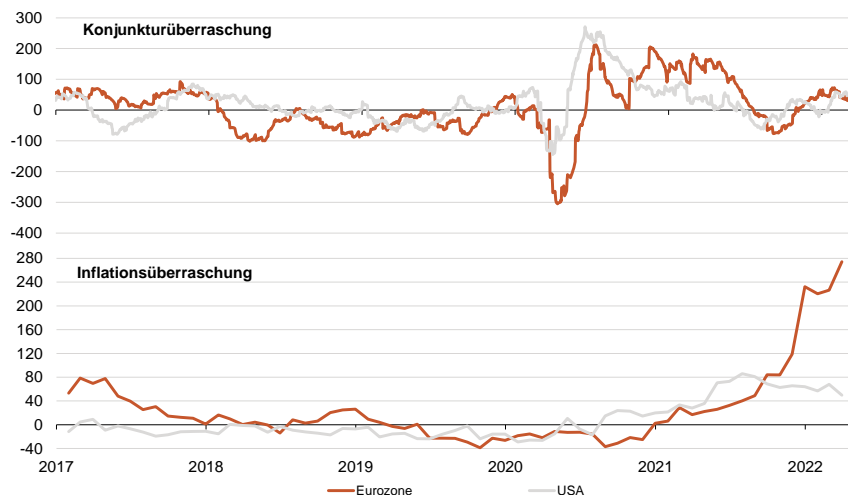


- Die Konjunkturüberraschungsdaten haben sich trotz allgemeiner Rezessionsbefürchtungen an den Märkten zuletzt positiv entwickelt.
- Der globale Konjunkturüberraschungsindex, sowie der Konjunkturüberraschungsindex der Industrieländer (G10) und der Schwellenländer-Index sind über die letzten zwei Wochen gestiegen. In China übertrafen beispielsweise die Handelsbilanz, die Industrieproduktion und die Einzelhandelsverkäufe die Erwartungen.
- Die Inflationsdaten überraschten global weiter nach oben.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 22.04.2022

Eurozone & USA

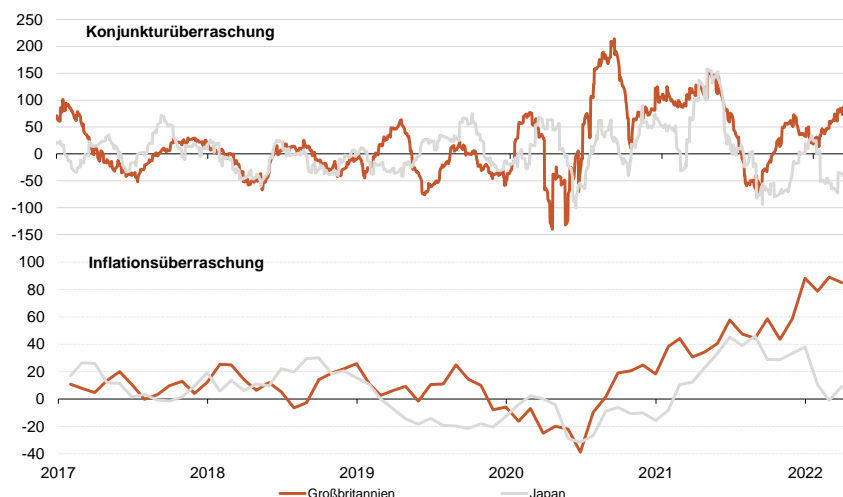


- In den USA und in der Eurozone überwogen in den letzten Wochen weiterhin die positiven Konjunkturüberraschungen. In den USA lagen die Industrieproduktions- und Immobilienmarktdaten über den Erwartungen. In der Eurozone übertrafen ebenfalls die Industrieproduktionsdaten die Erwartungen.
- Die Inflationsdaten in der Eurozone blieben unterschätzt und so überraschten die Inflationsdaten steil nach oben. In den USA haben die positiven Inflationsüberraschungen zuletzt leicht abgenommen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 22.04.2022

Großbritannien & Japan



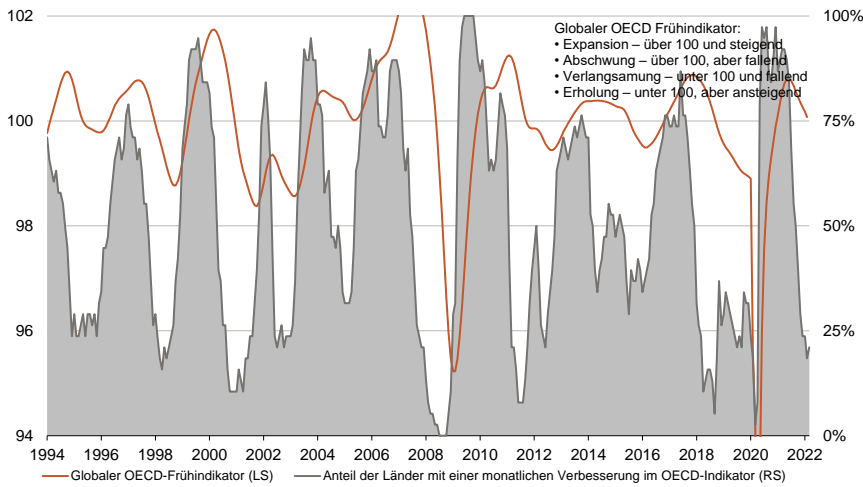
- Während in Großbritannien die positiven Konjunkturüberraschungen am Aufwärtstrend festhielten, überwogen in Japan die negativen Konjunkturüberraschungen und bewegten sich nach einer kurzen Erholung volatil seitwärts.

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 Zeiterfallfunktion, 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 - 22.04.2022



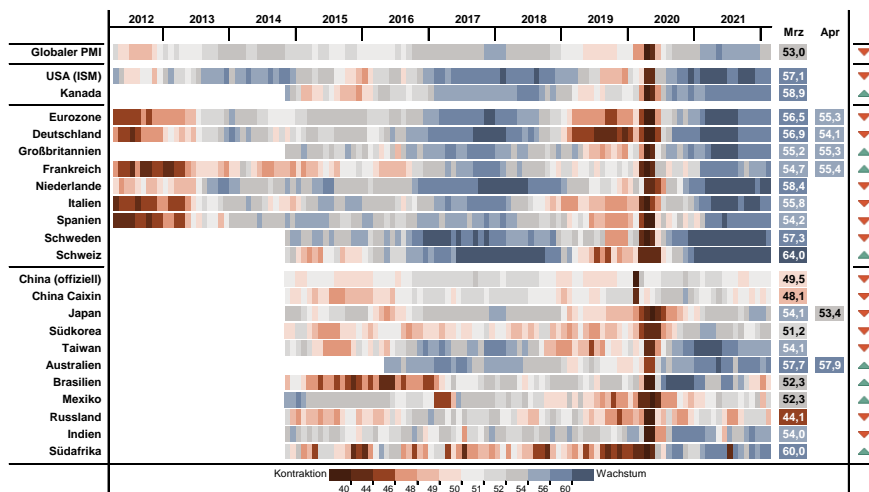
OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator bewegt sich stetig auf die wichtige 100-Marke zu. Der Abwärtstrend in Richtung Kernmarke indiziert einen wirtschaftlichen Abschwung.
- Auf Länderebene wird dieses These bestätigt, auch wenn sich das Bild hier zuletzt leicht erholt hat. Während der Anteil der Länder mit Verbesserung zum Vormonat im Februar noch 18% betrug, notierten der Wert für März wieder bei 21%.

Der OECD Frühindikator setzt sich aus einer Reihe ausgewählter Wirtschaftsindikatoren zusammen, deren Zusammensetzung ein robustes Signal für künftige Wendepunkte liefert. Ein Wendepunkt signalisiert in der Regel einen Wendepunkt im Konjunkturzyklus in 6-9 Monaten. Allerdings liegen die Vorlaufzeiten manchmal außerhalb dieses Bereichs und Wendepunkte werden nicht immer richtig erkannt.
 Quelle: OECD, Bloomberg, Zeitraum: 31.01.1994 - 31.03.2022

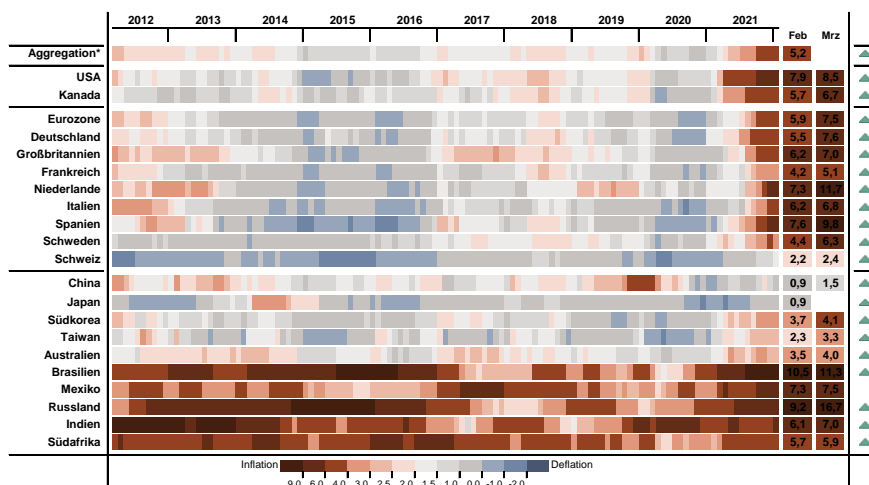
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Die vorläufigen Einkaufsmanagerdaten für den Monat April zeigen bisher kein klares Bild.
- Während die vorläufigen Daten des Einkaufsmanagerindex in Großbritannien, Frankreich und Australien gestiegen sind, sind sie in der Eurozone, Deutschland und Japan gefallen.

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 Auftragsengängen.
 Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2012 - 22.04.2022

Gesamtinflation

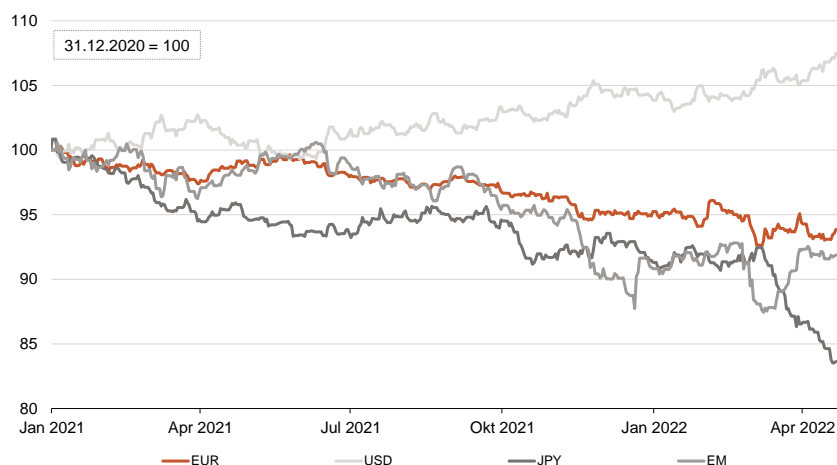


- Das Bild der Inflationsdaten für den Monat März könnte nicht eindeutiger sein – die Teuerungsrate im Vergleich zum Vorjahr erfuhr über alle Regionen hinweg einen merklichen Anstieg. Grund für den merklichen Preisanstieg sind vor allem die anhaltend hohen Energie- und Lebensmittelpreise. Besonders betroffen waren die Niederlande, Brasilien und Russland mit einem Anstieg der Inflation von weit über 10%.

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: 01.01.2012 - 22.04.2022



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

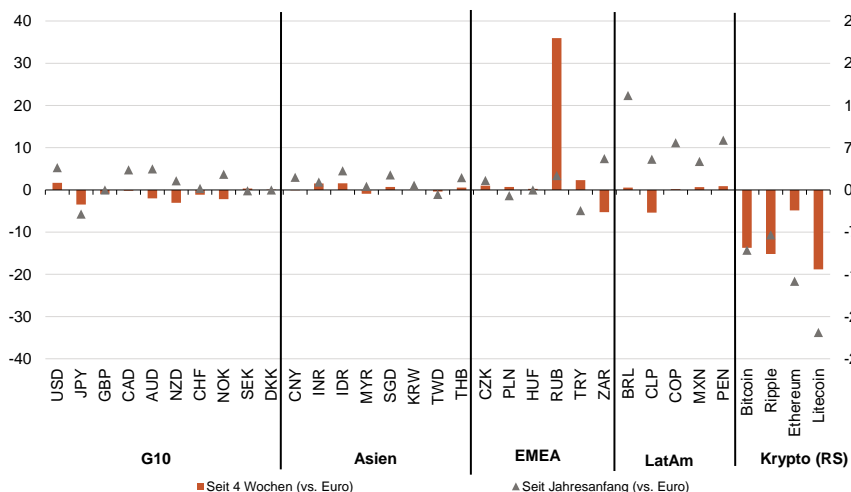


- Der Wertverlust des japanischen Yen geht weiter. Allein seit Anfang März hat der Yen auf handelsgewichteter Basis fast 9% verloren. Gründe für die Schwäche liegen neben der ultra-expansiven Geldpolitik der BoJ in dem relativ schwachen Wirtschaftswachstum, Japans Anfälligkeit für rohstoffgetriebene Inflation sowie dem technischen Ausbruch gegenüber dem US-Dollar.
- Letzterer wertete weiter auf, während der Euro und Schwellenländer-Währungen seitwärts schwankten.

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 - 22.04.2022

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

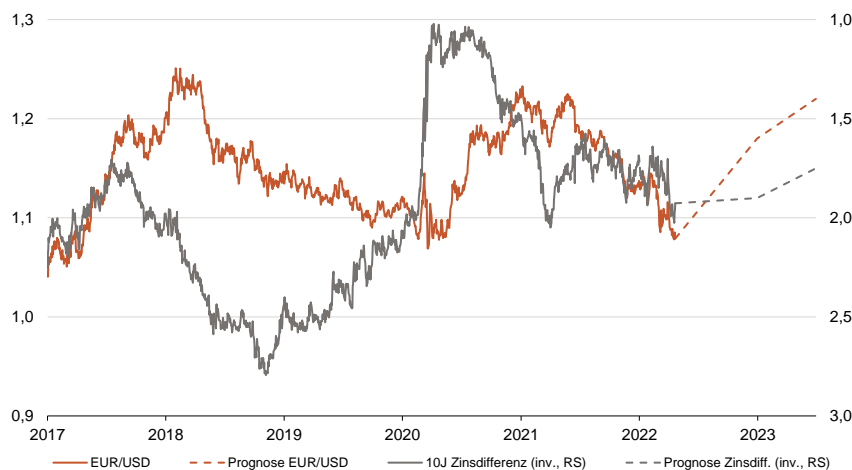


- Unter den G10-Währungen konnte nur der US-Dollar nennenswerte Gewinne gegenüber dem Euro verbuchen.
- Der Rubel legte dank der anhaltend hohen Exporte russischen Öls und Gas nach Europa gegenüber geringen Importen weiter kräftig zu. Mittlerweile steht er sogar höher gegenüber dem Euro als noch zu Jahresbeginn.
- Krypto-Währungen verzeichneten deutliche Verluste über den letzten Monat.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 22.04.2022

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Der EUR/USD-Wechselkurs ist in den letzten zwei Wochen unter die Marke von 1,08 gefallen und steht damit so niedrig wie seit Ausbruch der Pandemie nicht mehr.
- Neben der höheren geopolitischen Unsicherheit der EU aufgrund der Nähe zu Putins Krieg, trieb auch gestiegene Zinsdifferenz zwischen Bundesanleihen und US-Treasuries den Kurs. Jüngst erreichte sie erstmals seit gut einem Jahr die Marke von 2%.

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

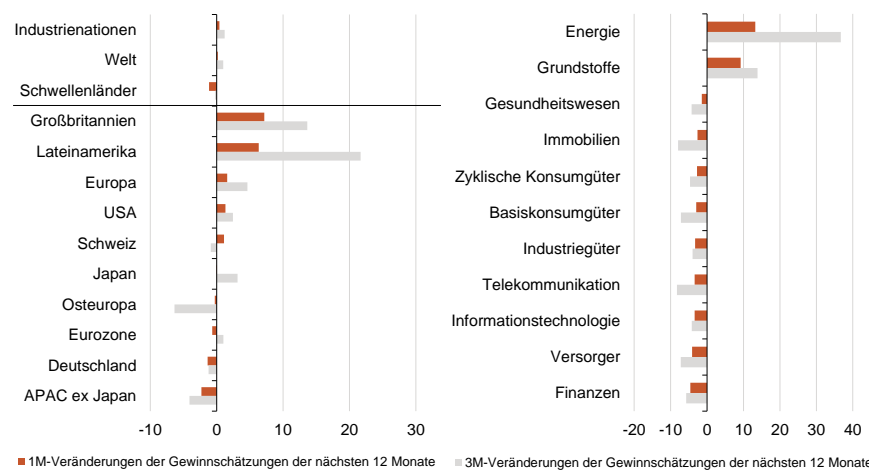
	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (25.03.22 - 22.04.22)	YTD (31.12.21 - 22.04.22)	22.04.21	22.04.20	22.04.19	22.04.18	21.04.17
Versorger	-2,4	4,6	2,9	32,6	2,4	12,1	4,8
Basiskonsumgüter	-3,4	3,6	9,4	12,0	-1,6	15,2	-7,3
Gesundheit		2,9	21,3	1,5	26,0	11,2	-7,0
Telekommunikation		2,3	6,4	25,1	-23,7	-2,2	-2,4
Energie		1,4	49,6	16,1	-40,1	7,0	19,8
Value		1,2	10,6	37,7	-26,7	1,6	5,3
Finanzen		0,1	10,2	47,7	-33,5	-4,4	7,2
Growth	-12,1	-0,6	1,8	31,8	-0,1	9,0	2,2
Zyklische Konsumgüter	-18,3	-1,0	-13,3	66,9	-19,8	2,1	6,7
Grundstoffe		-1,5	7,9	59,0	-18,8	5,9	13,2
Industrie	-12,8	-1,6	-1,1	60,7	-18,3	6,1	4,4
Informationstechnologie	-19,7	-6,1	-6,6	50,7	1,1	13,3	9,0

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

- In den letzten vier Wochen konnte sich der eher defensive Versorger-, Basiskonsumgüter- und Gesundheits-Sektor bei zunehmenden Rezessionsängsten an die Performancespitze katapultieren.
- Der Energiesektor konnte bei positiven Gewinnrevisionen und weiterhin hohem Ölpreis ebenfalls zulegen.
- Wachstumstitel und der IT-Sektor waren hingegen wenig gefragt.

Gesamtrendite europäischer Aktiensektoren und europäischer Style-Indies, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance. Der Unterschied zwischen Value und Growth liegt in der Bewertung. Ein Wachstumstitel ist hoch bewertet, weil von dem Unternehmen ein starkes Wachstum erwartet wird. Valuetitel haben in der Regel weniger Wachstumsphantasie und sind niedriger bewertet.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 22.04.2017 - 22.04.2022

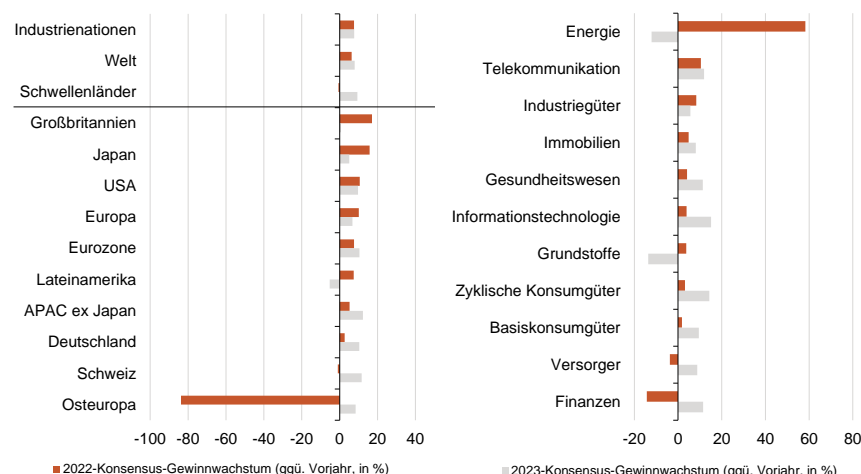
Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen



- Die Analysten haben auf globaler Ebene die Gewinnschätzungen in den letzten vier Wochen nur marginal positiv angehoben.
- Regional gibt es jedoch deutliche Gewinner. Auch in den letzten vier Wochen hat der Konsens die Gewinnschätzungen für Lateinamerika und Großbritannien erhöht.
- Bei den Sektoren führen der Energie- und der Grundstoffsektor die Tabelle der positiven Gewinnrevisionen an.

1-Monats- und 3-Monats-Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate der regionalen sowie Europa Sektor MSCI Indizes, in Prozent.
Quelle: FactSet, Stand: 22.04.2022

Gewinnwachstum

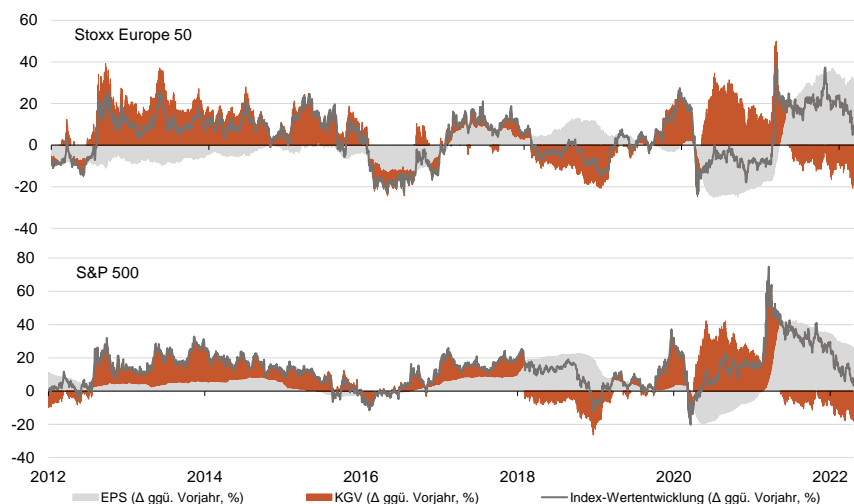


- Belastet durch Osteuropa und auch China sehen die Analysten bei den Schwellenländern nun ein negatives Gewinnwachstum in 2022.
- Die Industrienationen, mit Großbritannien an der Spitze, dürfte hingegen bessere Wachstumsraten erzielen.
- Der Energie- und der Telekommunikationssektor dürften 2022 ein Gewinnwachstum von mehr als 10% sehen.

Vom Konsens erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik ohne Japan
Quelle: FactSet, Stand: 22.04.2022



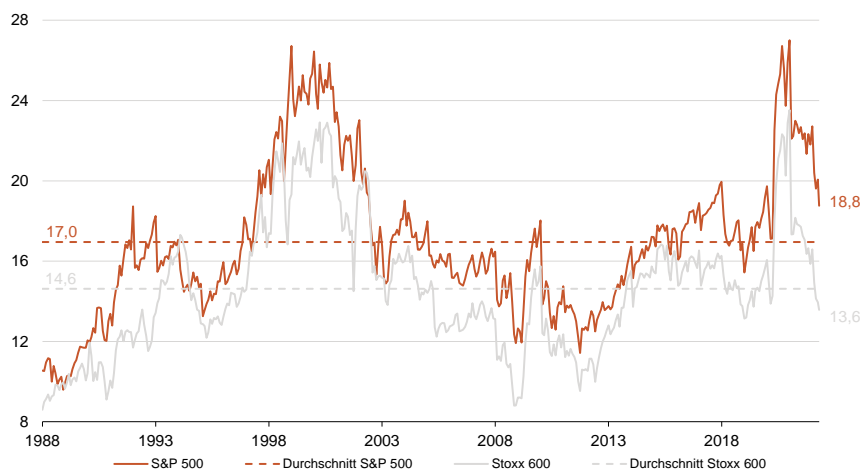
Kontributionsanalyse



- Die Indexwertentwicklung hat sich im Jahresvergleich für den Stoxx Europe 50 zuletzt mit mehr als 10% wieder deutlich gebessert. Treiber waren eine weniger belastende Bewertungseinengung sowie im Jahresvergleich steigende Gewinne.
- Der S&P 500 kann sich im Jahresvergleich hingegen nur leicht im positiven Bereich halten. Sowohl die weniger stark steigenden Gewinne als auch die Bewertungsanpassung waren Belastungsfaktoren.

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 - 22.04.2022

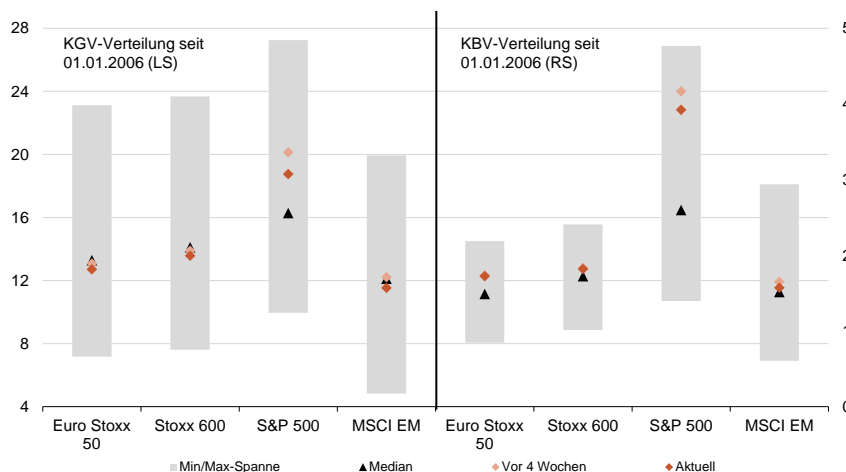
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Mit dem Start der bisher positiv überraschenden Q1-Berichtssaison und wieder fallenden Aktienmärkten sind die Bewertungslevel merklich zurückgegangen.
- Der S&P 500 handelt nun mit einem KGV von 18,8 und der Stoxx 600 mit einem KGV von 13,6. Der Stoxx 600 ist somit historisch weiterhin attraktiv gepreist.

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate europäischer und US-Aktien sowie der jeweilige KGV-Durchschnitt seit 1988. *Für den Stoxx 600 wurde die Historie vor 2000 vom MSCI Europa übernommen.
Quelle: Bloomberg, Factset, Zeitraum: 31.12.1987 - 22.04.2022

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

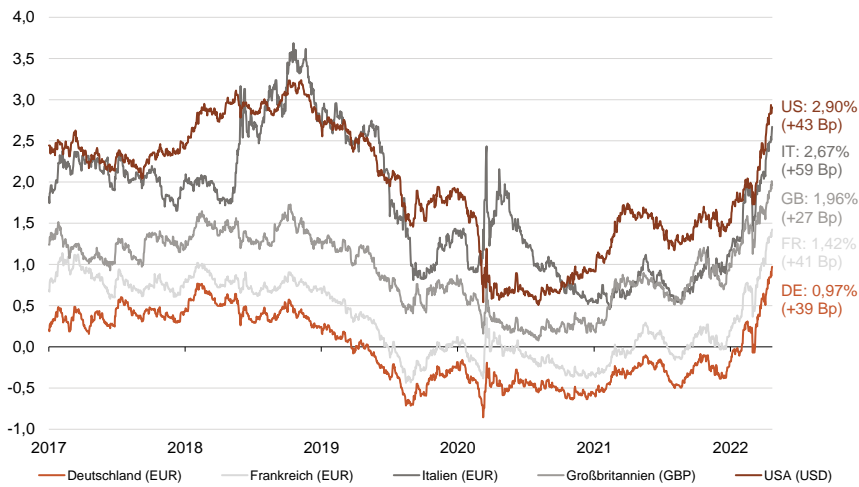


- In den letzten vier Wochen hat sich insbesondere der S&P 500 sowohl aus KGV- als auch aus KBV-Sicht merklich vergünstigt.
- Schwellenländeraktien haben sich deutlicher vergünstigt und handeln nun mit einem KGV unterhalb des 10-Jahres-Median.

Historische Verteilung von Bewertungskennziffern für ausgewählte Aktienregionen seit 2006. Gezeigt werden neben dem aktuellen Wert, der Beobachtung vor vier Wochen und dem historischen Median das Maximum (obere Grenze des grauen Balkens) sowie Minimum (untere Grenze des grauen Balkens).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2006 - 22.04.2022



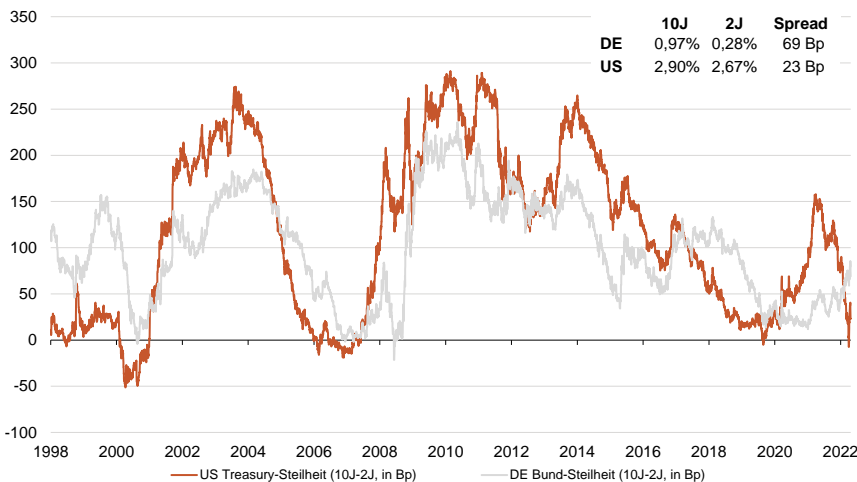
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Der Renditeanstieg ging in den letzten zwei Wochen weiter. Zuletzt waren nun auch von einigen EZB-Mitglieder falckenhaftere (restriktivere) Töne zu hören.
- In den letzten vier Wochen sind die Renditen bei italienischen Staatsanleihen um nahezu 60 Basispunkte und bei deutschen Staatsanleihen um knapp 40 Basispunkten gestiegen.
- Deutsche Staatsanleihen sahen dabei den stärksten Kursverlust in der Geschichte.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 22.04.2022

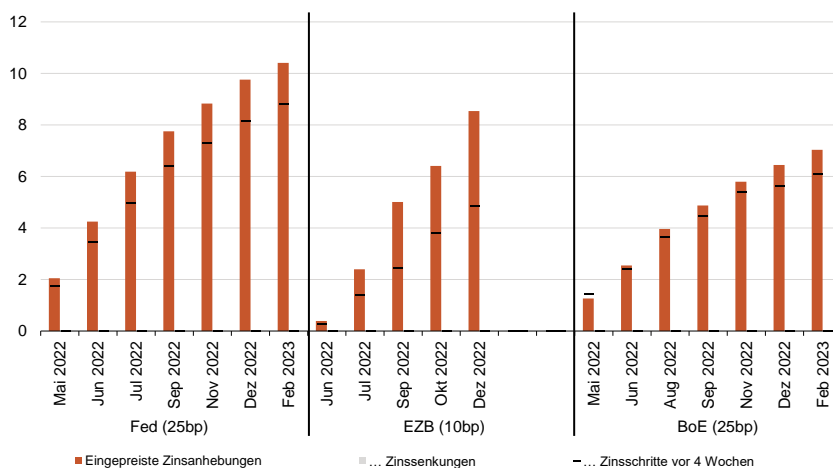
Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Die Steilheit der US-Renditestrukturkurve, nach der jüngsten Invertierung nun wieder im positiven Bereich, sah bei vermehrt positiven US-Konjunkturüberraschungen einen deutliche Versteilerung.
- Die deutsche Renditestrukturkurve hat sich trotz Rezessionsorgen ebenfalls merklich versteilert.

Die Zinsstrukturkurve unterscheidet zwischen dem so genannten kurzen und dem langen Ende. Der Grund dafür liegt in der Art, welche Faktoren die Renditen beeinflussen. Zentralbanken steuern durch ihre Geldpolitik und die Leitzinsen das kurze Ende der Kurve. Dagegen wird das lange Ende weniger durch die Zentralbanken, sondern durch Inflationserwartungen, Angebot, Nachfrage und Risikoprämien beeinflusst.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.1998 - 22.04.2022

Implizite Leitzinsveränderungen

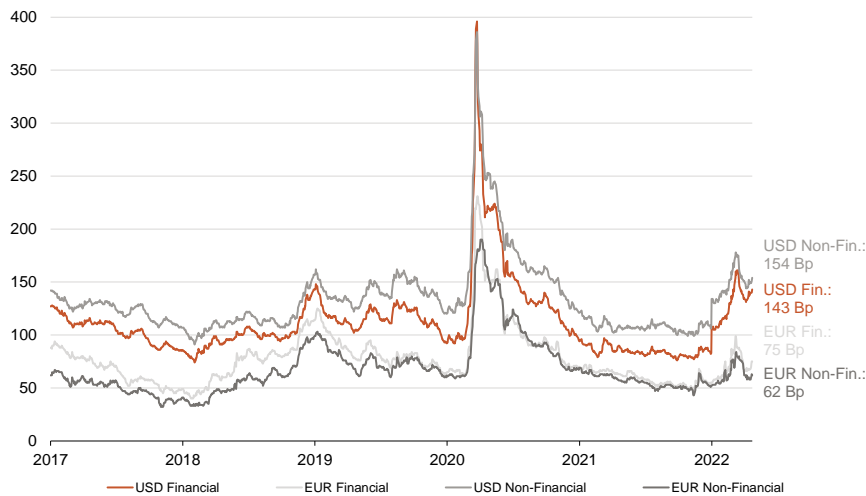


- Der Markt erwartet eine Zinserhöhung von 50 Basispunkte (Bp) durch die Fed im Mai. Bis Dezember dürften dann sieben weitere Schritte á 25Bp folgen.
- Bei der EZB hält der Markt eine erste Zinserhöhung im Juli für möglich, nachdem auch in der Eurozone zunehmend restriktivere Töne zu hören sind.
- Die Bank of England dürfte laut Marktteilnehmer die Zinsen sowohl im Mai als auch im Juni um jeweils 25Bp erhöhen.

Derivate auf Geldmarktzinssätzen - wie die Fed Funds Futures - können verwendet werden, um die vom Markt gepreiste Änderung (Anzahl der Schritte) des Leitzins zu ermitteln.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 25.03.2021 - 22.04.2022



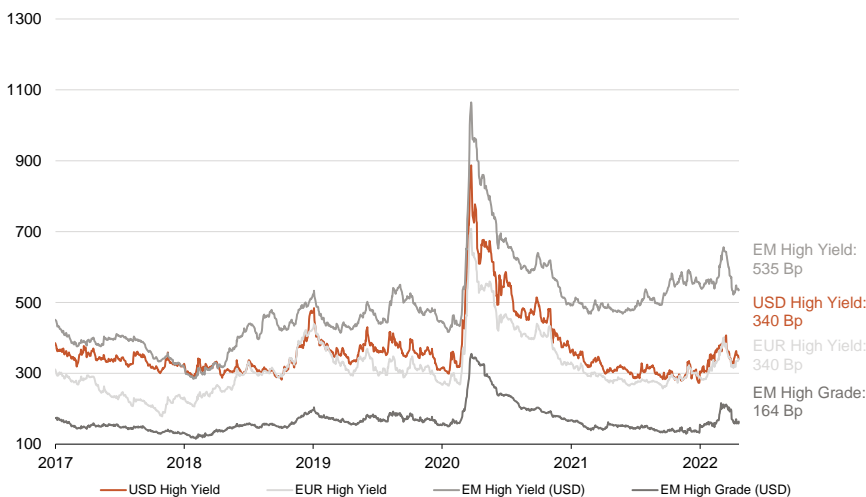
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Nach dem deutlichen Rückgang der Risikoaufschläge Anfang April gab es jüngst eine kleine Gegenbewegung. Die Risikoaufschläge auf USD-Investment-Grade sind in den letzten zwei Wochen beispielsweise um knapp 10Bp gestiegen.
- Bei EUR-IG-Anleihen sahen EUR-Finanzanleihen eine Spreadausweitung von acht Basispunkten, während es bei EUR-Nicht-Finanzanleihen lediglich vier Basispunkten waren.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2016 - 22.04.2022

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Bei den Hochzinsanleihen sahen sowohl EUR- als auch USD-Hochzinsanleihen, welche merklich von steigend Inputkosten durch den Putin-Krieg und steigende Refinanzierungskosten betroffen sind, eine merkliche Spreadausweitung.
- Die Risikoaufschläge bei EM-Hochzinsanleihen haben sich ebenfalls leicht ausgeweitet.

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: 01.01.2016 - 22.04.2022

Anleihe-segmente in der Übersicht

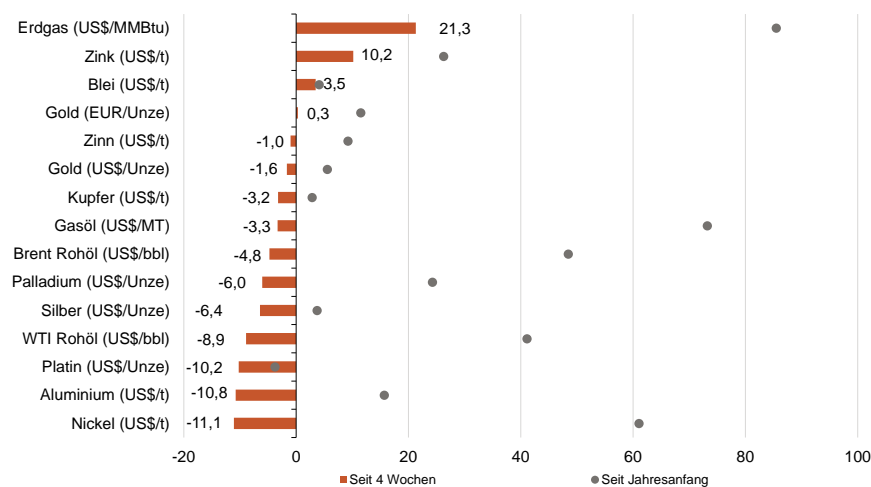
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	22/04/21 22/04/22	22/04/20 22/04/21	22/04/19 22/04/20	22/04/18 22/04/19	22/04/17 22/04/18
EUR Government	1,24	0,50	7,9	-	-	-	-3,6	-8,6	-9,3	3,7	2,9	2,4	2,2
Germany	0,67	0,48	7,8	-	-	-	-3,5	-8,1	-8,1	-1,7	3,6	4,3	-1,8
EUR Corporate	2,02	0,40	5,0	67	-12	29	-2,2	-7,5	-7,9	6,7	-1,7	2,8	1,3
Financial	2,01	0,44	4,1	75	-9	29	-1,8	-6,3	-6,6	6,0	-1,6	2,6	1,8
Non-Financial	2,02	0,37	5,4	62	-14	31	-2,5	-8,1	-8,6	7,0	-1,8	3,0	1,0
EUR High Yield	4,91	0,36	3,7	328	-17	44	-1,1	-6,2	-5,0	17,3	-6,9	2,8	4,7
US Treasury	2,87	0,51	6,6	-	-	-	-2,9	-8,7	-7,7	-4,5	15,6	4,4	-1,5
USD Corporate	4,24	0,51	7,4	150	0	71	-3,9	-12,1	-10,1	5,9	9,5	5,7	0,7
Financial	4,12	0,55	5,6	143	2	71	-3,0	-9,9	-8,7	6,0	8,3	5,9	0,6
Non-Financial	4,29	0,50	8,3	154	0	72	-4,3	-13,0	-10,8	5,8	10,0	5,7	0,7
USD High Yield	6,80	0,49	4,7	348	-11	33	-1,9	-7,2	-3,8	20,0	-5,1	6,0	4,3
EM High Grade	4,36	-0,03	5,7	163	-38	31	-3,1	-11,4	-10,1	8,1	3,0	5,6	1,0
EM High Yield	9,35	-0,49	4,3	535	-64	45	-0,7	-11,8	-15,7	22,5	-5,1	4,7	3,3

- Auch wenn die Renditelevel nun deutlich attraktiver als vor einem Jahr sind, hat der Renditeanstieg auch in den letzten vier Wochen weh getan. Kein Anleihe-segment konnte in diesem Zeitraum eine positive Performance erzielen.
- Die Risikoaufschläge bei USD-IG-Unternehmensanleihen liegen oberhalb des 70sten-Perzentil und sind somit historisch erhöht.

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: 22.04.2017 - 22.04.2022



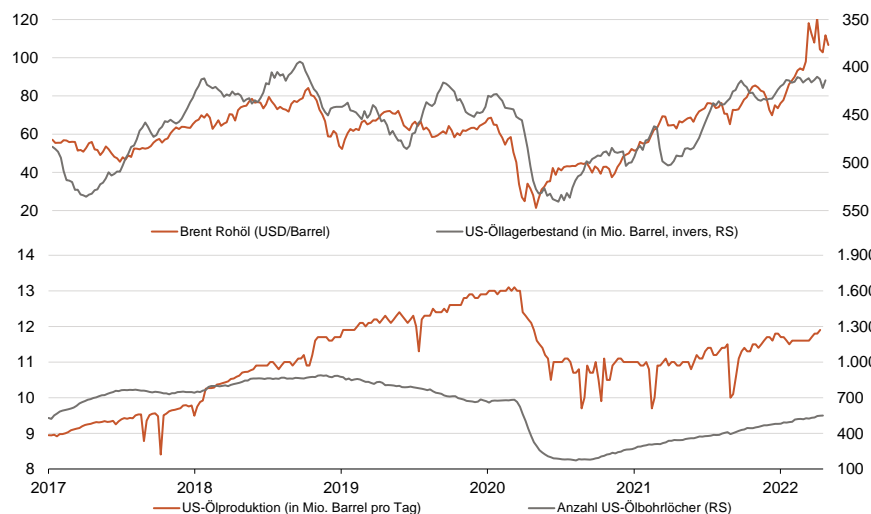
Performance Rohstoffe



- Die Rohstoffmärkte beginnen eine leichte Divergenz bei der Performanceentwicklung aufzuweisen.
- Erdgas – deutlicher Gewinner seit Jahresbeginn – konnte die positive Renditenentwicklung halten, während WTI und Brent Rohöl und Gasöl leichte Verluste hinnehmen musste.
- Auch bei den Metallen zeigten sich unterschiedliche Entwicklungen. So gewannen Zink und Blei dazu, während Kupfer, Zinn, Nickel und Aluminium nachgaben. Auch die Edelmetalle Palladium und Platin erlitten Verluste.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance. Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 22.04.2022

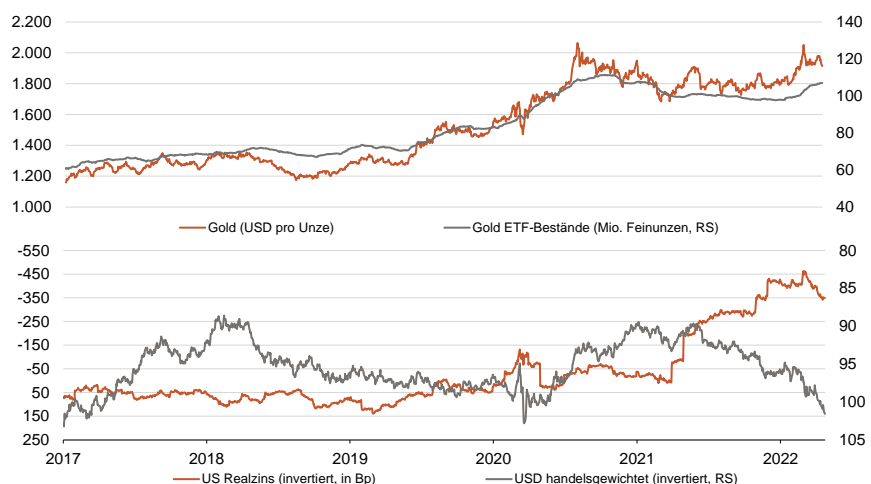
Rohöl



- Der Rohölmarkt war über die letzten Wochen von beispielloser Volatilität geprägt. Das Tauziehen zwischen Angst vor Angebotsengpässen auf der einen Seite und Liefererholungsnachrichten und China-Sorgen durch die neue Infektionswelle auf der anderen Seite ließen die Preise schwanken. Die EU hat zuletzt mit der Ausarbeitung eines Vorschlags für ein Embargo gegen russische Ölimporte begonnen. Die deutsche Außenministerin Annalena Baerbock erklärte, das Land wolle die Ölimporte bis zum Jahresende einstellen.

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 - 22.04.2022

Gold



- Gold blieb trotz deutlich gestiegenem Realzins relativ stabil und bewegte sich über die letzten Wochen volatil weiter seitwärts. Maßgeblich für die resistente Nachfrage blieb das Verlangen nach Sicherheit aufgrund des anhaltenden Russland-Ukraine-Kriegs. Doch auch anhaltend hohe Inflationsdaten und Angst vor einer zunehmenden Wachstumsverlangsamung dürften Rückenwind geben.

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 - 22.04.2022

**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



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



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



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

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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 25. April 2022

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**
Fokus
Investment Committee
Protokoll

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
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de