

Aktueller Marktkommentar

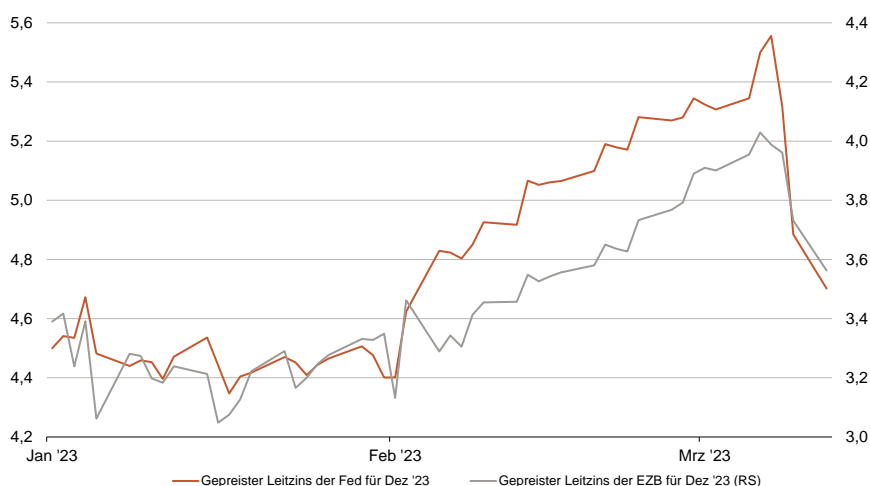
Nachdem die Aktienmärkte lange Zeit die gestiegenen Zinsen ignoriert hatten, kam es zuletzt vor allem für US-Aktien zu einer Korrektur. Der S&P 500 fiel letzten Donnerstag das erste Mal seit Mitte Januar unter den wichtigen 200-Tage-Durchschnitt, belastet durch zunehmende Probleme im US-Bankensektor und im Krypto-Bereich. Das könnte ein erstes Anzeichen dafür sein, dass sich die nachgelagerten Effekte der restriktiven Geldmarktpolitik langsam auch in der Realwirtschaft zeigen. Die spannende Frage bleibt, wie die Fed in den nächsten Monaten auf das ambivalente Bild eines bis dato robusten US-Arbeitsmarkts bei zeitgleich schwächelnden Häusermarkt und weiter hohen Inflationsraten reagieren wird. Der Markt preist zwei weitere Zinserhöhungen der Fed bis zum Sommer ein, ehe dann für den Winter die ersten Zinskürzungen erwartet werden. Wir bleiben breit und diversifiziert positioniert, mit einem leichten Aktienuntergewicht. Es dürfte dieses Jahr noch bessere Gelegenheiten geben, um Risikoanlagen wieder hochzufahren.

Kurzfristiger Ausblick

In den nächsten zwei Wochen wird es geldpolitisch spannend. Am 16. März tagt die EZB, am 22. März die Fed und am 23. März die BoE. Die größte Zinsanhebung erwartet der Markt von der EZB mit 50 Basispunkten (Bp). Bei der Fed dürften es eher 25 als 50Bp und bei der BoE 25Bp sein.

Diesen Dienstag stehen die Arbeitsmarktdaten für Großbritannien (Jan.), die Industrieproduktion (Jan.) für Italien und die US-Inflationsdaten (Feb.) an. Am Mittwoch werden die Industrieproduktion (Feb.) der Eurozone und von China, die chinesischen Einzelhandelsumsätze (Feb.), der US-Einkaufspreisindex (Feb.), der Empire State Index (Feb.) und die US-Einzelhandelsumsätze (Feb.) veröffentlicht. Die US-Häusermarktdaten (Feb.) und der Philadelphia Fed Index (Feb.) folgen am Donnerstag. Am Freitag werden die US-Industrieproduktion und -Verbrauchervertrauen (Feb.) veröffentlicht. In der Folgewoche stehen der ZEW-Index (Mär.), die UK-Inflationsdaten (Feb.) und das Eurozonen-Verbrauchervertrauen an (Mär.).

Höher für länger - schon wieder vorbei oder nur unterbrochen?



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

Geldpolitik gibt den Ton an.

Inflations- und Konjunkturdaten im Blick der Anleger.

- Der für Dezember eingepreiste Leitzins stieg seit Ende Januar für die Fed und die EZB deutlich an. Jüngst preisten die Märkte wegen der Krise regionaler US-Banken allerdings einen Großteil dieser Zinserhöhungen wieder aus.
- Ob dies wirklich die Kehrtwende in der Zentralbankpolitik markiert, bleibt allerdings fraglich, denn das Inflationsproblem scheint noch nicht gelöst. Die Vorfälle im Bankensektor zeigen allerdings, dass höhere Zinsen nicht ohne Folgen bleiben. Wir haben uns zuletzt entsprechend etwas vorsichtiger positioniert.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2023 - 10.03.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (10.02.23 - 10.03.23)	YTD (30.12.22 - 10.03.23)	10.03.22	10.03.21	10.03.20	10.03.19	09.03.18
Gold	0,5	3,0	-3,4	25,6	-1,0	26,5	7,4
USD/EUR-Wechselkurs	0,3	0,6	3,2	8,6	-5,4	-0,4	9,5
Euro-Übernachteinlage	0,2	0,4	0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
EUR Staatsanleihen	-0,7	0,6	-9,2	-3,1	0,4	3,0	1,7
EUR Unternehmensanleihen	-1,1	1,2	-8,6	-5,3	2,5	3,6	1,1
Aktien Frontier Markets	-2,0	2,8	-13,4	16,5	17,4	-9,0	-7,7
Brent	-3,5	-2,6	-1,1	95,0	47,5	-35,8	14,4
Globale Wandelanleihen	-3,7	2,5	-8,5	-4,7	51,6	2,1	5,6
Aktien Industrienationen	-4,4	2,8	-3,1	13,7	30,5	1,3	6,7
Industriemetalle	-5,0	-4,2	-28,0	76,0	31,1	-12,9	-0,1
Aktien Emerging Markets	-5,7	0,4	-8,2	-7,9	33,4	-4,6	-4,2
REITs	-10,0	-2,1	-19,3	27,9	-6,4	4,2	19,9

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

- In den letzten Wochen kam es zunächst mit den weiter falkenhaften Zentralbanken zum Risk-Off an den Märkten. Zuletzt dominierten die Sorgen um regionale Banken in den USA.
- Lediglich Gold, der US-Dollar und die Euro-Übernachteinlage (also Kasse) verzeichneten positive Renditen.
- Die größten Verluste erlitten zyklische Segmente wie EM-Aktien, Industriemetalle und REITs.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.03.2018 - 10.03.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (10.02.23 - 10.03.23)	YTD (30.12.22 - 10.03.23)	10.03.22	10.03.21	10.03.20	10.03.19	09.03.18
DAX	0,8	10,8	14,8	-7,6	38,8	-8,6	-7,2
Euro Stoxx 50	0,8	11,7	18,8	-2,6	33,9	-9,0	-1,4
Stoxx Europa 50	-0,6	6,1	14,1	8,8	21,3	-5,8	3,9
MSCI Japan	-0,7	5,3	0,2	-1,5	26,7	-1,0	-0,2
MSCI Großbritannien	-1,1	5,1	8,1	14,4	17,2	-14,5	5,6
MSCI EM Osteuropa	-1,1	4,6	-0,9	-76,3	22,6	-11,6	3,5
Stoxx Europa Zyklisch	-1,3	9,4	8,9	0,4	39,4	-10,4	-7,2
Stoxx Europa Defensiv	-1,3	3,3	7,6	13,5	13,2	-3,9	11,4
Stoxx Europa Small 200	-1,7	6,7	-2,9	-3,8	39,2	-6,3	-3,4
S&P 500	-5,4	1,3	-5,0	20,1	30,8	6,4	10,0
MSCI EM Asien	-6,9	0,3	-8,6	-11,4	38,2	0,4	-3,5
MSCI USA Small Caps	-7,5	2,0	-4,9	2,6	57,2	-9,7	8,1

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.

- Aktien gaben über den letzten Monat in der Breite nach.
- So ist beispielsweise YTD-Gewinn beim S&P 500 von in der Spitze 9% auf nur noch etwa 1% gesunken.
- Am stärksten traf es US Small Caps. Zunächst litten sie unter dem trüberen Konjunkturausblick. Jüngst wurde der Abverkauf allerdings zusätzlich durch die Krise um die Silicon Valley Bank (SVB) verstärkt.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.03.2018 - 10.03.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (10.02.23 - 10.03.23)	YTD (30.12.22 - 10.03.23)	10.03.22	10.03.21	10.03.20	10.03.19	09.03.18
US-Staatsanleihen	0,5	1,4	-4,7	5,0	-7,4	12,9	13,9
Chinesische Staatsanleihen	0,3	0,4	3,4	5,8	-0,4	7,1	8,1
USD Unternehmensanleihen	-0,4	1,9	-6,6	-4,8	3,0	13,4	3,6
EM-Staatsanleihen (lokal)	-0,6	2,0	1,6	-4,5	-2,0	3,2	1,9
Deutsche Staatsanleihen	-0,8	0,7	-14,9	-3,3	-4,6	7,6	4,4
Britische Staatsanleihen	-0,9	1,1	-23,1	-4,1	-5,1	15,0	7,2
Italienische Staatsanleihen	-0,9	2,3	-11,8	-5,9	6,8	9,3	-1,1
EUR Nicht-Finanzanleihen	-1,0	1,2	-9,0	-5,7	2,3	3,9	1,3
EM-Staatsanleihen (hart)	-1,0	0,8	-3,3	-1,7	-1,6	5,7	12,5
USD Hochzinsanleihen	-1,2	1,9	-4,6	-0,5	12,4	2,5	3,9
EUR Finanzanleihen	-1,3	1,1	-8,1	-4,8	2,7	3,2	0,9
EUR Hochzinsanleihen	-1,3	2,8	-3,2	-3,9	10,0	1,2	0,2

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

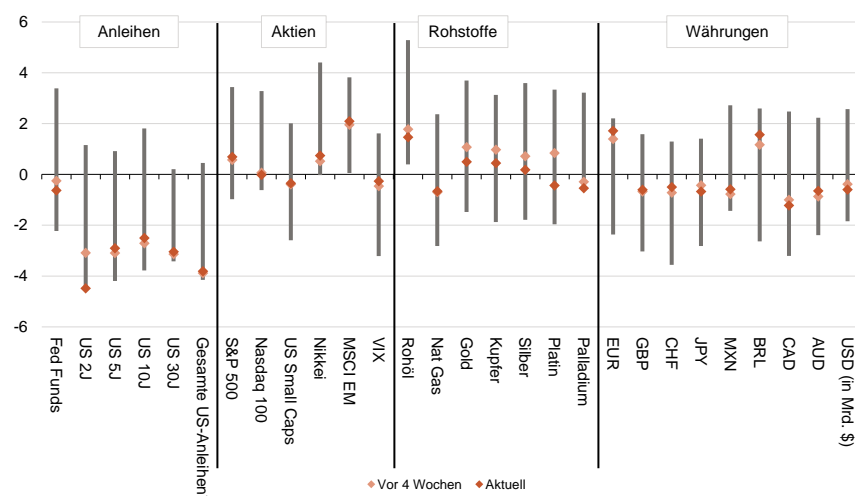
- Der Zinsanstieg setzte sich über den letzten Monat zuerst im Zuge robuster Konjunkturdaten und falkenhafter Zentralbankkommentare fort..
- Ende letzter Woche kam dann allerdings mit den Nachrichten um die Pleite der SVB die abrupte Wende und die Zinsen sicherer Staatsanleihen, allen voran US-Staatsanleihen, fielen kräftig. Zudem stiegen die Credit Spreads an.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.03.2018 - 10.03.2023



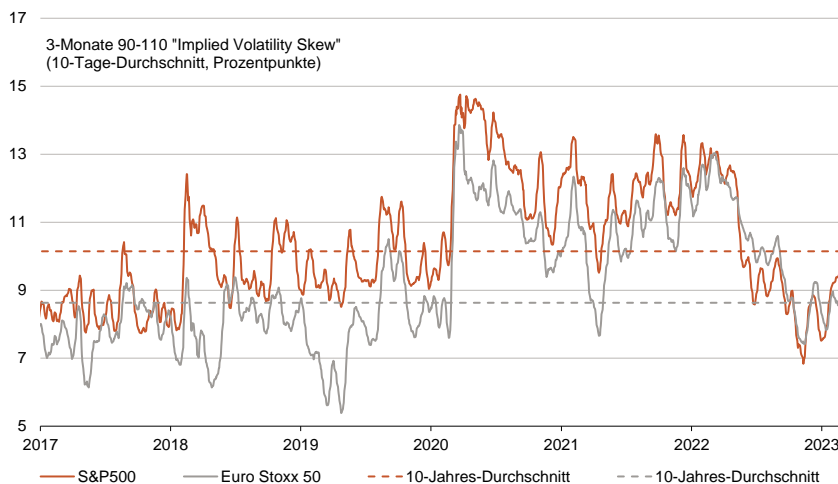
Spekulative Positionierung



- Die CFTC veröffentlicht nach Datenproblemen derzeit noch mit Verzögerung ihre Berichte. Die hier dargestellten Daten sind von Ende Februar.
- Im Vergleich zum Vormonat hatten Hedge-Fonds vor allem im Bereich der Rohstoffe ihre Long-Positionen reduziert. Bei 2J-Treasuries hatten sie ihre Shorts deutlich ausgeweitet.

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: 21.02.2013 - 21.02.2023

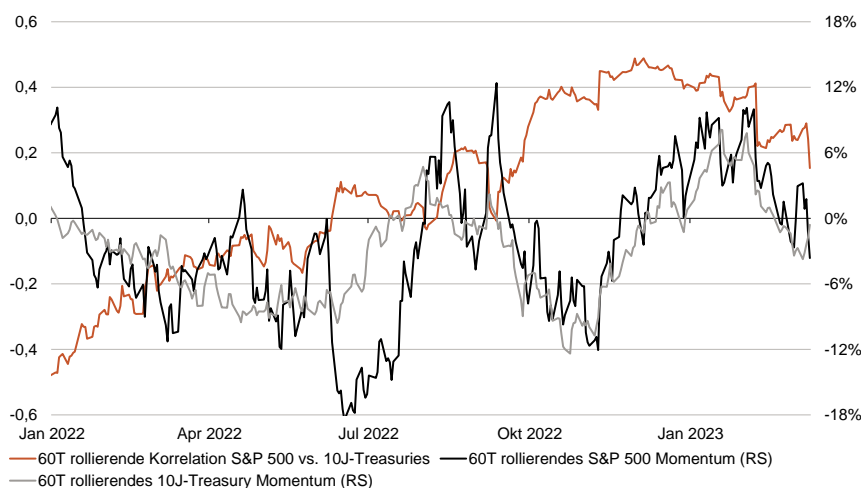
Put-Call-Skew



- Die Put-Call-Skew ist in den letzten zwei Wochen vor allem in den USA wieder deutlicher gefallen.
- Getrieben wurde die Verflachung vor allem durch die niedrigere Put-Skew (90-100). Anleger scheinen trotz der zahlreichen Risiken wenig Absicherung nachzufragen. Ein Grund könnte die noch immer geringe Positionierung sein.

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: 10.03.2013 - 10.03.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

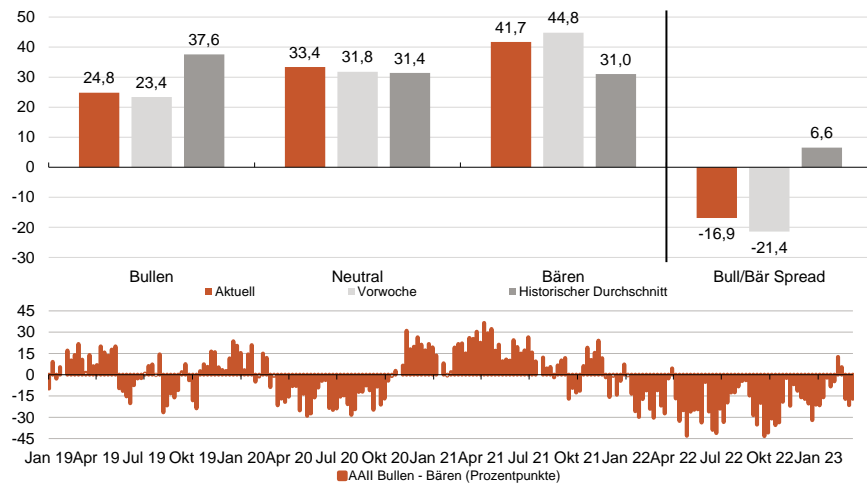


- Das positive 3M-Momentum von US-Aktien war nur von kurzer Dauer. Bei US-Treasuries blieb es weiter negativ.
- Mit Blick auf die Positionierung ist „Short Treasuries“ einer der Consensus-Trades unter Anlegern. Entsprechend anfällig zeigen sich die Zinsen für temporär scharfe Abwärtsbewegungen.

Das 60-Tage-Momentum gibt die rollierende Rendite der letzten 60 Tage an. Je stärker das Momentum steigt (fällt), desto mehr bauen systematische Momentum-Strategien ihre Positionen in der entsprechenden Anlageklasse auf (ab). Vorzeichenwechsel der Rendite markieren wichtige Wendepunkte. Die 60-Tage-Korrelation gibt an, wie gleichgerichtet sich Aktien und Anleihen bewegen. Je höher (niedriger) die Korrelation, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 10.03.2023



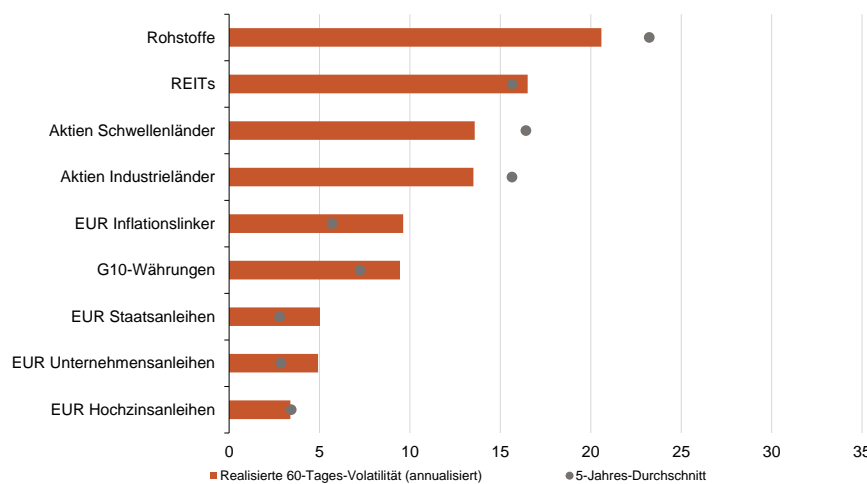
AAII Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten



- Die Stimmung der US-Privatanleger ist gegenüber der Vorwoche nur unwesentlich besser.
- Da der Bull/Bär-Spread mit -17Pp in etwa dem Durchschnitt des letzten Jahres entspricht, dürfte seine Aussagekraft als Kontra-Indikator mittlerweile etwas limitiert 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, AII, Zeitraum: 23.07.1987 - 09.03.2023

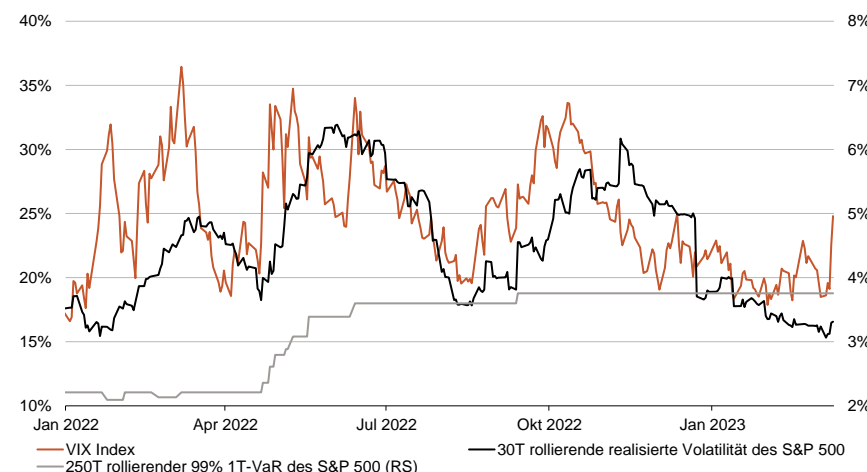
Realisierte Volatilitäten



- Die realisierten Volatilitäten sind weitestgehend unverändert gegenüber vor zwei Wochen.
- Mittlerweile liegt die Volatilität sowohl bei Aktien der Industrieländer als auch der Schwellenländer unter der Marke von 15%. Angesichts der Vielzahl an Risiken und den immer noch falkenhaften Tönen der Zentralbanken waren die Schwankungen überraschend verhalten.

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: 10.03.2018 - 10.03.2023

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

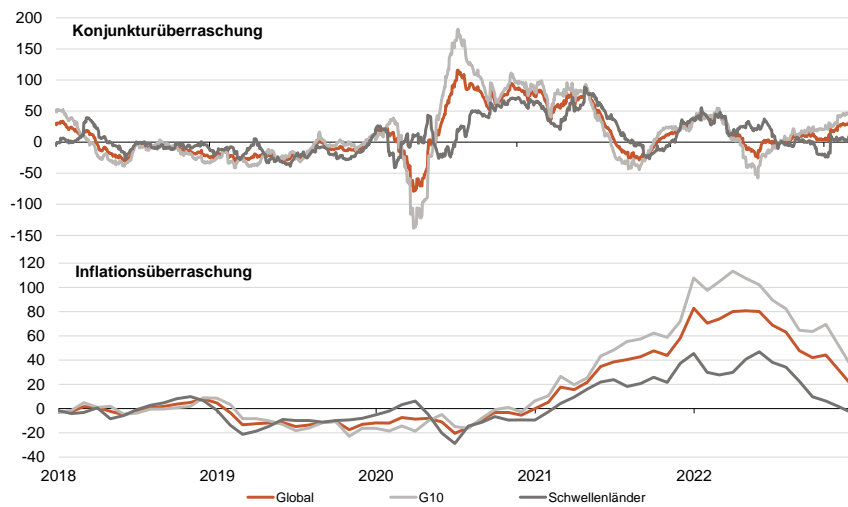


- Die realisierte Volatilität liegt aktuell fast 8 Pp unter der impliziten Volatilität.
- Mit 25% notiert letztere so hoch wie seit Dezember letzten Jahres nicht mehr. Anleger erwarten also, dass die Krise um die SVB (und andere US-Banken) auch in den nächsten Tagen die Märkte noch durchschütteln könnte.

Der VIX Index ist ein Maß für die in Optionen gepreiste implizite Volatilität des S&P 500 über ungefähr die nächste 30 Tage. Die realisierte Volatilität gibt die Schwankungsbreite der täglichen Renditen an. Der historische 99% Value-at-Risk gibt den minimalen Verlust der Tage, die zu den schlechtesten 1% des Beobachtungszeitraum gehören, an. Je höher (niedriger) der VIX, die realisierte Volatilität und der Value-at-Risk, desto weniger (mehr) Aktien fragen risikobasierte Anlagestrategien nach.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 10.03.2023



Global

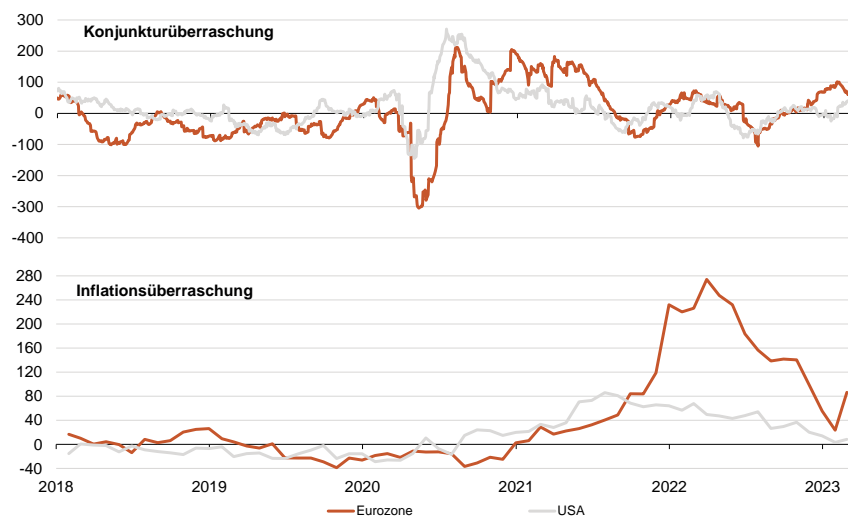


- Die globalen Konjunkturüberraschungen fallen weiter positiv aus. Zuletzt kam verstärkt Rückendwind aus den Schwellenländern.
- Positive Überraschungen aus China (Einkaufsmanagerindizes) und Russland (Einzelhandelsumsätze, Arbeitsmarktdaten) waren Treiber der positiven Überraschung in den Schwellenländern.
- Die globalen Inflationsdaten überraschten weiterhin nach oben, wenn auch weniger stark als 2022. Treiber bleiben die Industriestaaten. In den Schwellenländern überwiegen hingegen die negativen Überraschungen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 10.03.2023

Eurozone & USA

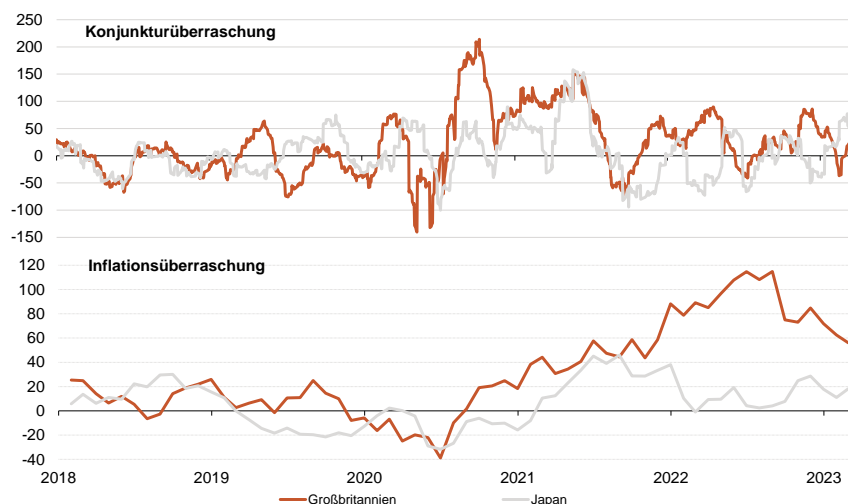


- Die Konjunkturdaten überraschten in der Eurozone und in den USA weiter nach oben. Das lokale Hoch der positiven Überraschungen, insbesondere in der Eurozone, scheint jedoch hinter uns zu liegen. Der ZEW-Index und der EUR-Service-PMI überraschten positiv, während die Arbeitsmarktdaten leicht enttäuschten.
- Die positiven Inflationsüberraschungen sind zuletzt wieder höher ausgefallen – insbesondere in der Eurozone.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 10.03.2023

Großbritannien & Japan



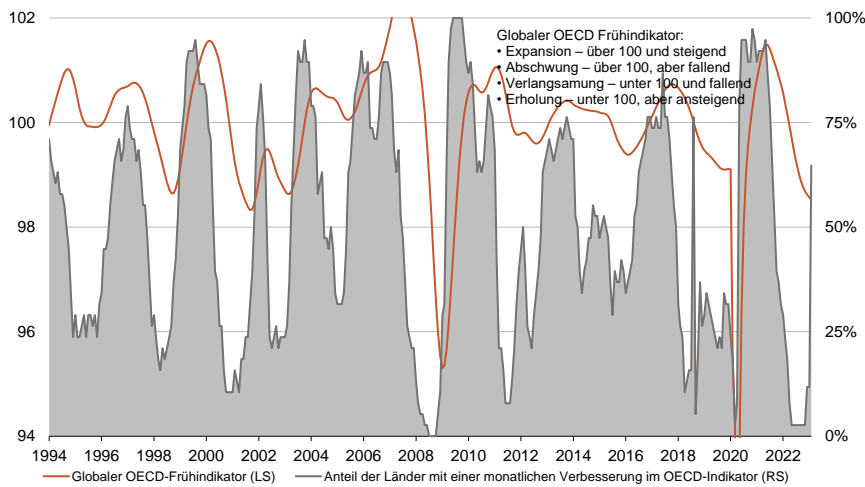
- In Großbritannien übertrafen u.a. die PMIs und das Verbrauchervertrauen die Erwartungen.
- In Japan gab es positive Überraschungen bei den Arbeitsmarktdaten und Einzelhandelsumsätzen. Negativ überraschten die Industrieproduktionsdaten.

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 übertrafen haben. Die Indizes werden täglich in einem rollierenden Dreimonatsfenster berechnet. Die Indizes verwenden eine Zeiterfallsfunktion, um das begrenzte Gedächtnis der Märkte zu replizieren, d.h. das Gewicht einer Datenüberraschung verringert sich über die Zeit.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 10.03.2023



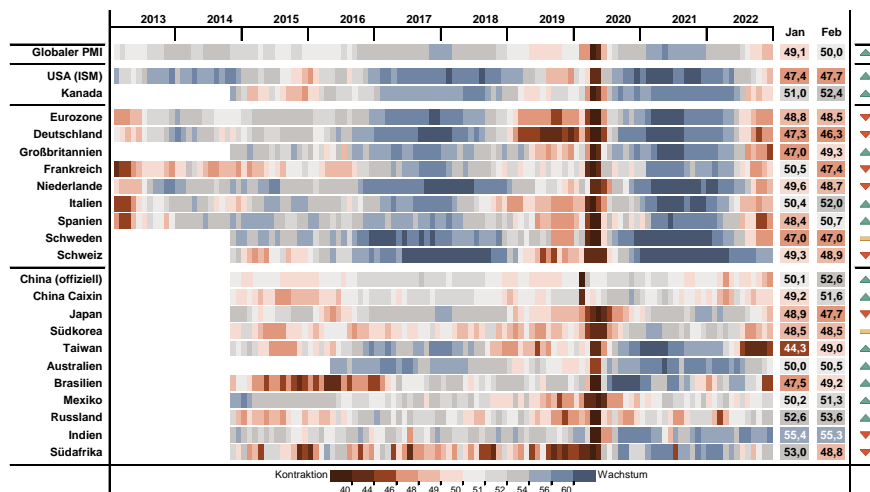
OECD Frühindikator



- Der globale OECD-Frühindikator zeigt weiterhin eine konjunkturelle Verlangsamung an.
- Ein Blick auf die befragten Länder zeigt jedoch, dass sich eine wirtschaftliche Erholung abzeichnet. Mehr als 60% der Länder erfuhren eine Verbesserung des OECD-Indikators im Vergleich zum Vormonat.

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 - 28.02.2023

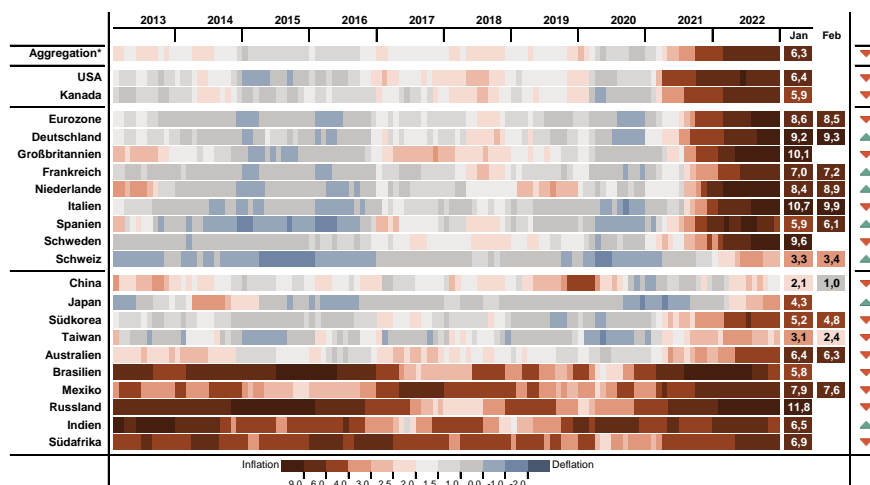
Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Der globale PMI hat im Februar die wichtige Marke von 50 zurückerobert. Er zeigt somit wieder Wachstum an.
- Vor allem in den Schwellenländern haben sich die PMIs im Februar verbessert und sind im Gros oberhalb von 50 ausgefallen.

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: 01.01.2013 - 10.03.2023

Gesamtinflation



- Die Inflation in der Eurozone ist auch im Februar deutlich erhöht. Im Vergleich zum Vormonat ist die YoY-Inflation jedoch leicht zurückgegangen. Länder wie Deutschland oder Frankreich sahen jedoch höhere YoY-Inflationen als im Januar.
- In den Schwellenländern scheint sich der Preisdruck weiter abzuschwächen. Insbesondere China sah einen deutlich fallenden Inflationenwert.

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: 28.02.2013 - 10.03.2023



Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

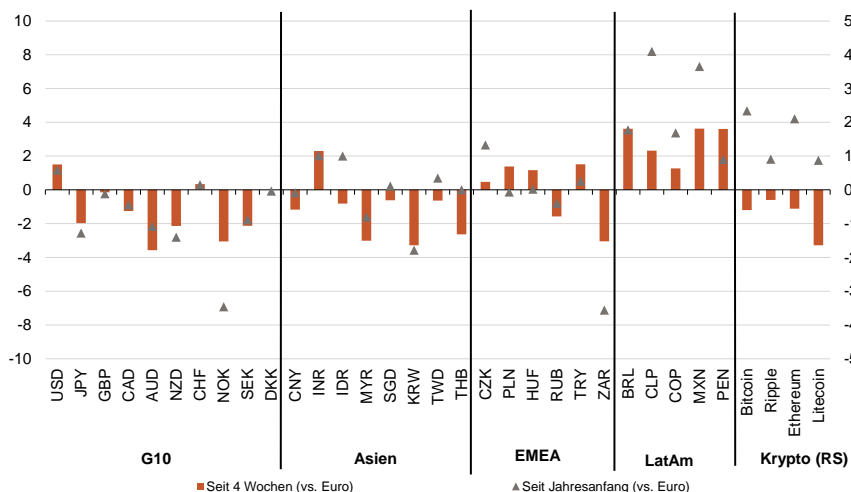


- Der US-Dollar tendiert seit Jahresanfang tendenziell seitwärts.
- Schwellenländerwährungen und der Euro bewegten sich zuletzt ebenfalls seitwärts.
- Das temporäre Wiedererstarren des Yen ist auf die gesunkene Zinsdifferenz gegenüber den USA und dem Risk-Off an den Märkten zurückzuführen. Da der neue Präsident der BoJ allerdings die taubenhafte Politik fortführen will, dürfte dies keine Trendwende für den Yen darstellen.

Ein handelsgewichteter Index wird verwendet, um den effektiven Wert eines Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb zu messen. Die Bedeutung anderer Währungen hängt vom Anteil des Handels mit dem Land bzw. der Währungszone ab.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2022 - 10.03.2023

Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

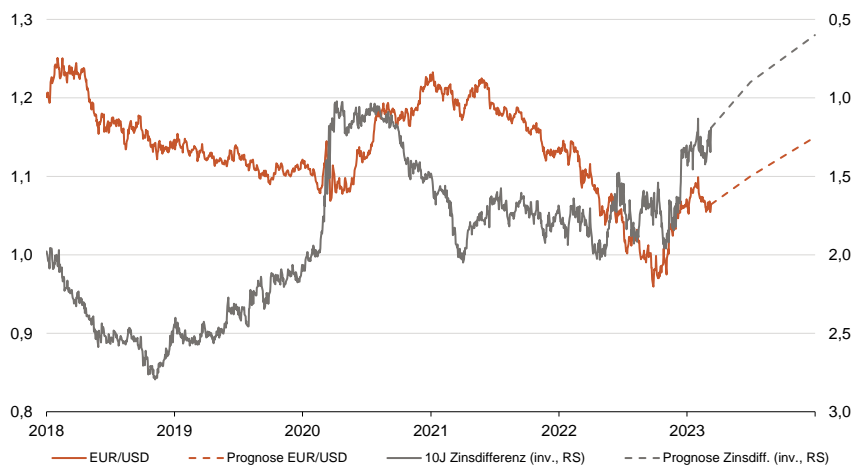


- Die Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro waren gemischt über den letzten Monat. Während asiatische Währungen in der Breite abwerteten, gewannen lateinamerikanische Währungen ausnahmslos hinzu.
- Der australische Dollar gehörte zu den großen Verlierern über den letzten Monat. Die Reserve Bank of Australia erhöhte zwar vergangene Woche den Leitzins, gab aber Hinweise, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht habe und sie die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale für gering halte.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 10.03.2023

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz 10-jähriger Anleihen



- Als Jerome Powell in seiner Rede die Tür für ein schnelleres Zinserhöhungstempo aufmachte korrigierte der EUR/USD-Kurs Richtung 1,05.
- Zuletzt stieg der Kurs aufgrund der US-Bankenkrise allerdings wieder auf 1,07, denn die Märkte erachten größere Zinserhöhungen der Fed nun wieder als unwahrscheinlich.

EUR/USD-Wechselkurs und Zinsdifferenz (in Prozentpunkten) von 10-jährigen US-Staatsanleihen und 10-jährigen Bundesanleihen. Die Prognosen wurden von der Berenberg Volkswirtschaft erstellt.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 31.12.2023



Sektor- und Styleperformance in Europa

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (10.02.23 - 10.03.23)	YTD (30.12.22 - 10.03.23)	10.03.22	10.03.21	10.03.20	10.03.19	09.03.18
			10.03.23	10.03.22	10.03.21	10.03.20	10.03.19
Telekommunikation	3,7	14,3	5,1	0,5	16,0	-16,6	-4,6
Industrie	1,5	11,4	9,6	1,1	40,6	-3,4	-1,8
Zyklische Konsumgüter	1,1	16,1	23,2	-11,6	52,1	-9,1	-2,7
Basiskonsumgüter	0,8	2,1	5,5	8,2	9,2	-2,9	9,8
Versorger	0,0	2,8	1,7	4,6	13,4	11,8	18,5
Growth	-0,6	7,2	6,3	3,5	26,7	1,9	3,6
Value	-0,7	7,3	12,3	4,9	26,1	-16,7	-1,2
Finanzen	-1,5	10,0	19,6	0,8	28,2	-15,2	-12,3
Informationstechnologie	-1,9	13,9	5,3	1,5	39,8	3,6	1,0
Energie	-2,0	5,5	28,6	24,5	27,3	-37,0	13,6
Grundstoffe	-2,0	3,1	-0,8	6,8	56,5	-13,5	-0,9
Gesundheit	-2,8	-1,1	0,9	17,4	8,4	8,6	14,4

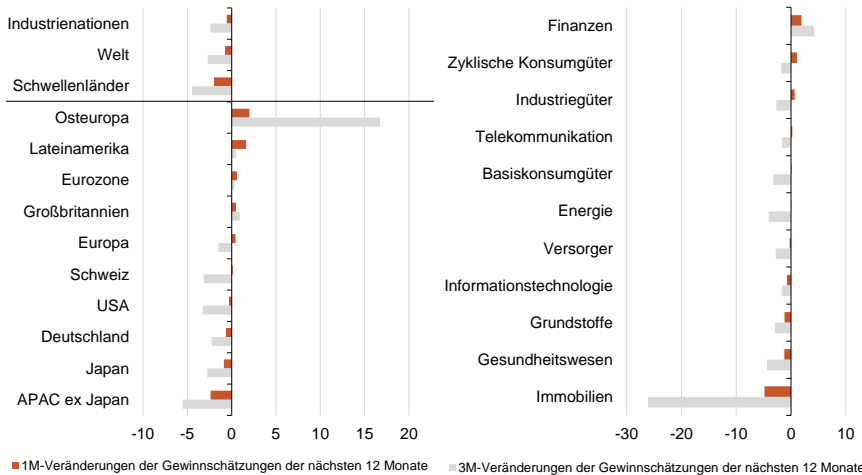
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- In den letzten vier Wochen entwickelten sich Telekommunikationsaktien am besten. Industrieaktien belegten den zweiten Platz.
- Grundstoffwerte und Energietitel haben hingegen deutlich an Wert verloren. Rezessions Sorgen und China-Skepsis belasteten.
- Gesundheits- und Technologiewerte gehörten ebenfalls zu den Verlierern.

Gesamtrendite europäischer Aktiensektoren und europäischer Style-Indizes, 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: 09.03.2018 - 10.03.2023

Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

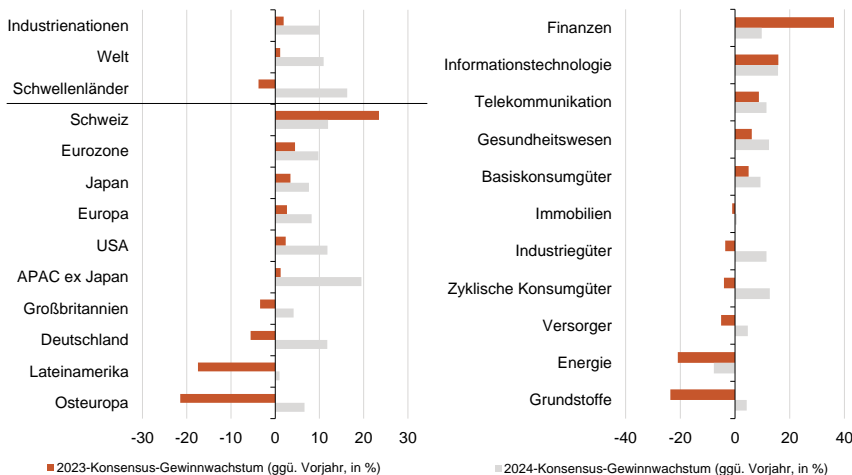


- Der Gewinnausblick bei globalen Unternehmen wurde weiter eingedämpft. Sowohl in den Schwellenländern als auch in den Industrienationen hat der Konsens die Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate reduziert. APAC ex Japan und Japan waren am stärksten betroffen. Verbessert hat sich der Ausblick für Osteuropa und Lateinamerika.
- Bei den europäischen Sektoren gab es positive Revisionen bei Finanz-, zyklischen Konsumgüter- und Industrieunternehmen. Immobilienunternehmen sahen sehr negative Revisionen.

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: 10.03.2023

Gewinnwachstum



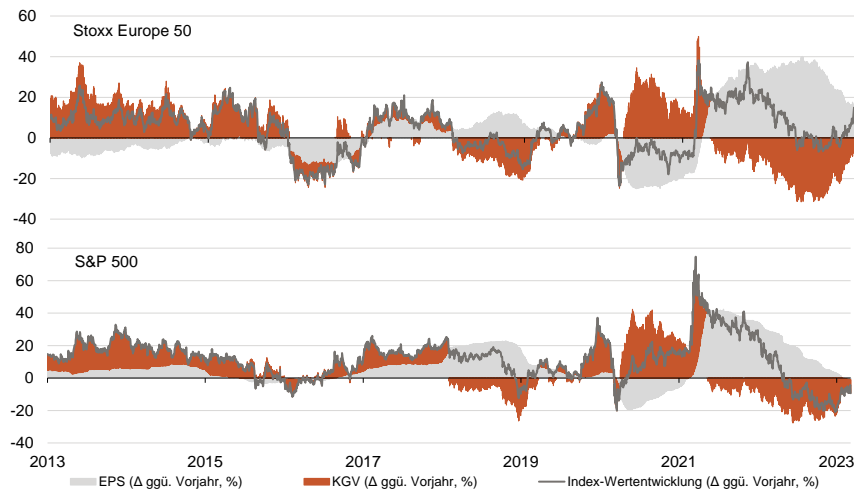
- Für 2023 erwarten die Analysten kaum noch ein globales Gewinnwachstum. Am kritischsten sind sie für Osteuropa, Lateinamerika und Deutschland. Die Schweiz und die Eurozone dürften das größte Wachstum sehen.
- Positiv sind die Analysten auch auf Finanz- und Technologieunternehmen. Deutlich negatives Wachstum sehen sie bei Energie- und Grundstoffwerten.

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

Quelle: FactSet, Stand: 10.03.2023



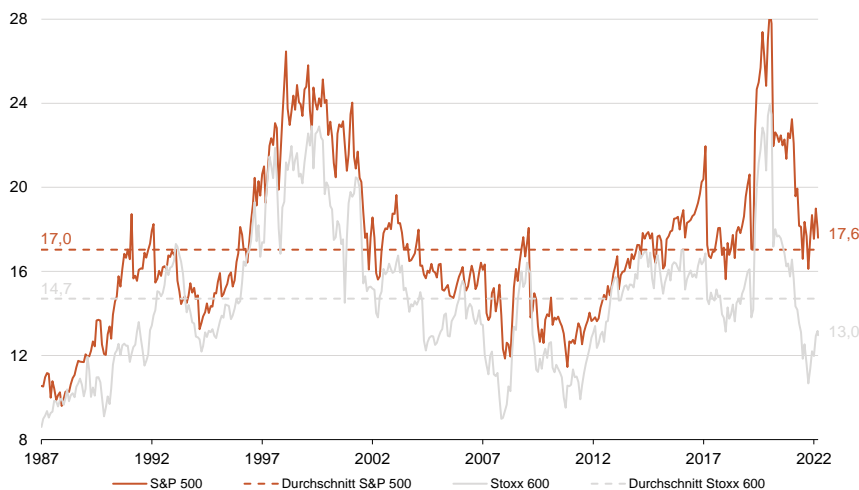
Kontributionsanalyse



- Der Stoxx Europe 50 verzeichnet im Jahresvergleich eine deutlich positive Entwicklung, auch weil das Zeitfenster nun nach dem Ukraine-Kriegsbeginn startet. Die Bewertung ist somit im Jahresvergleich wenig verändert und die Unternehmensgewinne sind gestiegen.
- Der wachstumslastige S&P 500 entwickelte hingegen in den letzten zwölf Monaten negativ, getrieben durch fallende Gewinne und eine anhaltende Bewertungseinengung.

Analyse der Treiber der Aktienmarktentwicklung über die letzten 12 Monate. Dabei wird die Veränderung der Gewinnschätzungen sowie die Veränderung der Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnisses) berücksichtigt. EPS = earnings per share
Quelle: Factset, Zeitraum: 01.01.2013 - 10.03.2023

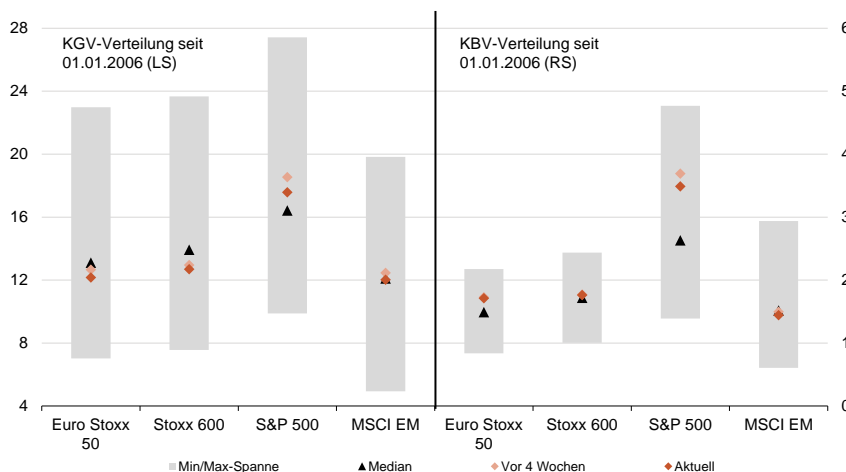
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Die Bewertung des S&P 500 und des Stoxx 600 sind mit dem jüngsten Risk-Off-Umfeld gefallen. Trotz der Korrektur ist der S&P 500 historisch weiterhin leicht teuer bewertet. Eine deutliche Bewertungsausweitung dürfte daher unwahrscheinlich sein.
- Der Stoxx 600 hat, basierend auf der Bewertung, hingegen noch etwas Luft nach oben.

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 - 10.03.2023

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

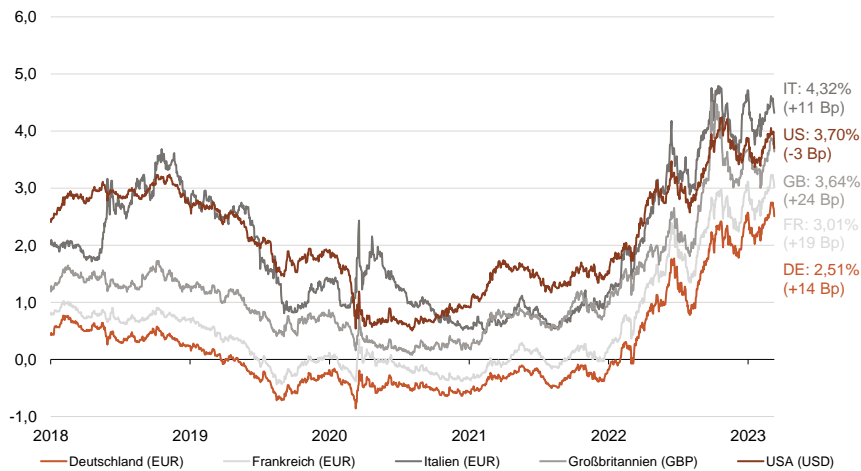


- Basierend auf dem KGV und auf dem KBV haben sich alle gezeigten Aktienindizes in den letzten vier Wochen vergünstigt.
- Europäische Aktien handeln auf einer historisch eher fairen Bewertung, während US-Aktien sowohl nach KGV und auch KBV teuer bewertet sind.

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 - 10.03.2023



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

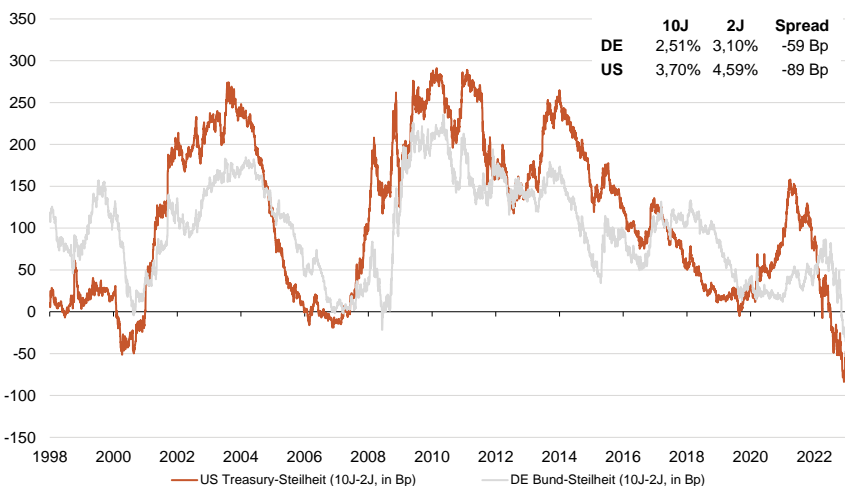


- Die höher als erwarteten Inflationsdaten und restriktive Zentralbankkommentare ließen die Renditen temporär deutlich anziehen.
- Die aufkommende Panik im Zusammenhang mit der SVB-Krise (US-Bank) ließen die Renditen zuletzt jedoch deutlich zurückkommen. Erste Risse in der Realwirtschaft könnten Grenzen für die restriktive Zentralbankpolitik aufzeigen.
- Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen erreichten temporär die 4%-Marke, um dann wieder auf unter 3,7% zu fallen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 10.03.2023

Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

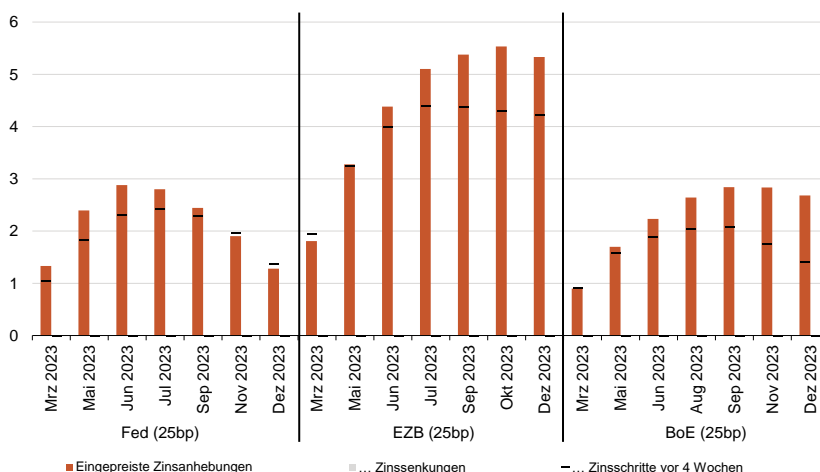


- Die Invertierung der deutschen und der US-Zinsstrukturkurve hat sich auch in den letzten zwei Wochen fortgesetzt. Historisch ging eine Invertierung oftmals mit einer zeitlich verzögerten Rezession einher.
- Mit der SVB-Krise (US-Bank) kam es aber zu einer deutlichen Gegenbewegung, da die Marktteilnehmer auf eine im Zweifel stützende Zentralbankpolitik setzten.

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 - 10.03.2023

Implizite Leitzinsveränderungen



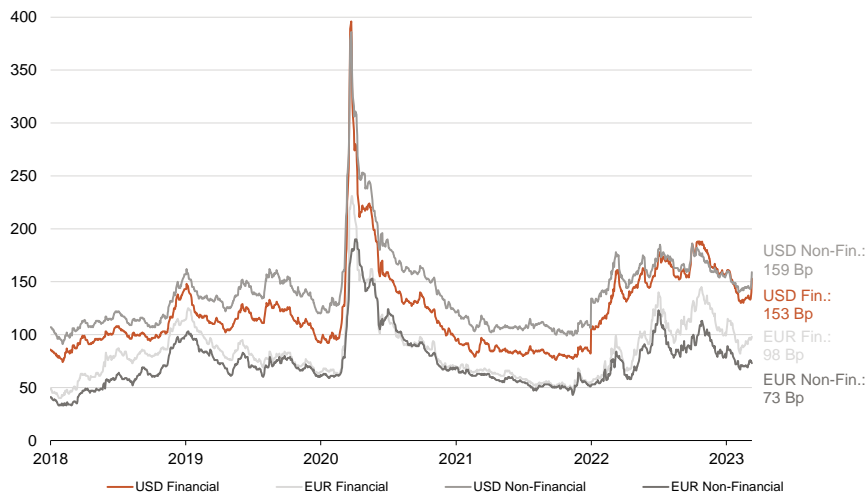
- In den letzten vier Wochen sind die Zinsanhebungserwartungen leicht gestiegen, auch aufgrund hartnäckige Inflationsdaten und restriktive Zentralbankkommentaren. Die SVB-Krise hat die Zinsfantasie jedoch gebremst.
- Per Freitag erwartet der Markt von der Fed drei weitere Zinsanhebungen á 25Bp und von der EZB sogar mehr als fünf Zinsanhebungen.
- Bei der BoE sieht der Markt drei weitere Zinsschritte nach oben.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 10.02.2023 - 10.03.2023



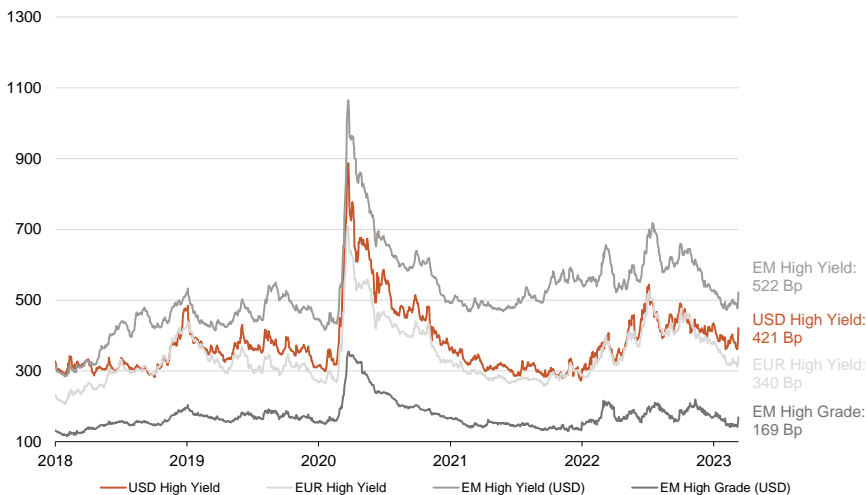
Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Die Risikoaufschläge bei USD-Investmentgrade-Unternehmensanleihen sind in den letzten zwei Wochen im Zuge des Risk-Off-Umfelds und der SVB-Krise (US-Bank) deutlich gestiegen. Die Risikoaufschläge sind um mehr als 15Bp gestiegen.
- Bei EUR-IG-Unternehmensanleihen sind die Risikoaufschläge hingegen nur leicht gestiegen.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.
 Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 10.03.2023

Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Hochzinsanleihen erlebten mit dem Beginn der SVB-Krise deutlich steigende Risikoaufschläge.
- Die ausgeprägteste Spreadausweitung in den letzten zwei Wochen sahen USD- und EM-Hochzinsanleihen. Dort ist der Spread um mehr als 20Bp gestiegen. Bei den Schwellenländern notiert der Risikoaufschlag nun wieder deutlich oberhalb von 500Bp.

Wie hoch das mit der Unternehmensanleihe verbundene Risiko ist, zeigt sich an ihrem Asset Swap Spread (in Bp). Dieser gibt die Rendite an, die der Emittent zusätzlich zum Swapsatz für die jeweilige Laufzeit als Ausgleich für sein Bonitätsrisiko zahlen muss. Siehe weitere Erläuterungen unten.
 Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 10.03.2023

Anleihe-segmente in der Übersicht

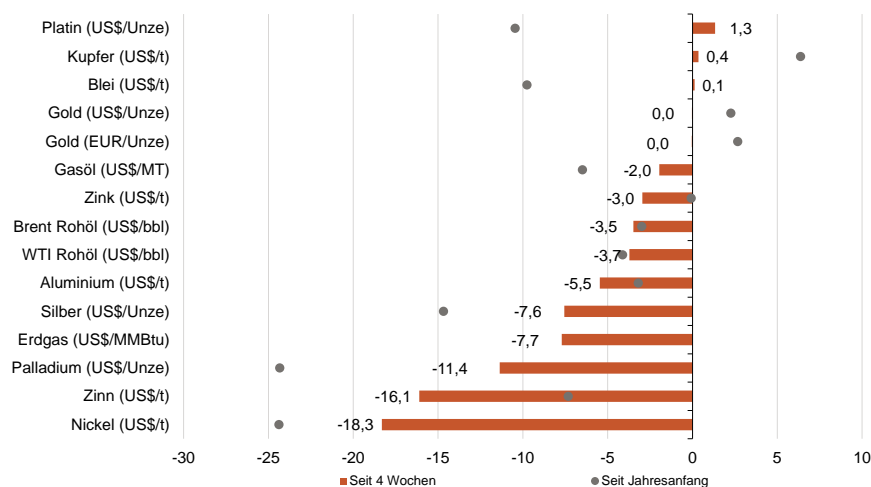
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	10/03/22 10/03/23	10/03/21 10/03/22	10/03/20 10/03/21	10/03/19 10/03/20	10/03/18 10/03/19
EUR Government	3,23	0,22	7,2	-	-	-	-1,0	0,7	-14,3	-5,1	-0,4	8,3	2,6
Germany	2,66	0,20	7,2	-	-	-	-0,8	0,2	-14,9	-3,4	-4,5	7,6	4,4
EUR Corporate	4,30	0,33	4,6	82	4	59	-1,1	1,0	-8,6	-5,2	2,4	3,6	1,2
Financial	4,52	0,40	3,8	98	10	66	-1,1	0,8	-7,3	-4,3	2,7	2,8	1,0
Non-Financial	4,16	0,30	5,0	73	2	55	-1,1	1,1	-9,3	-5,7	2,2	4,1	1,3
EUR High Yield	7,44	0,59	3,2	340	21	51	-1,3	2,8	-3,2	-3,9	10,0	1,2	0,2
US Treasury	4,16	0,01	6,5	-	-	-	0,6	1,7	-7,7	-2,8	-3,5	14,7	3,9
USD Corporate	5,48	0,16	6,9	157	18	78	-0,4	1,9	-6,6	-4,8	3,0	13,4	3,6
Financial	5,66	0,23	5,1	153	21	83	-0,6	1,8	-5,0	-4,5	3,9	11,4	4,0
Non-Financial	5,39	0,13	7,8	159	16	75	-0,3	1,9	-7,3	-5,0	2,6	14,2	3,4
USD High Yield	8,87	0,43	4,2	421	35	67	-1,2	1,9	-4,6	-0,5	12,4	2,5	3,9
EM High Grade	5,78	0,26	5,2	169	23	39	-0,7	1,2	-6,0	-6,0	2,3	10,3	3,4
EM High Yield	10,41	0,55	3,8	522	37	44	-1,4	1,6	-1,6	-14,9	10,8	5,4	2,7

- In den letzten vier Wochen konnten nur US-Staatsanleihen zulegen, da es kaum eine Renditeveränderung gab. Europäische Staatsanleihen sahen hingegen steigende Renditen, was auf der Anlageklasse lastete.
- Unternehmensanleihen litten zudem unter steigenden Risikoaufschlägen.

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: 10.03.2018 - 10.03.2023



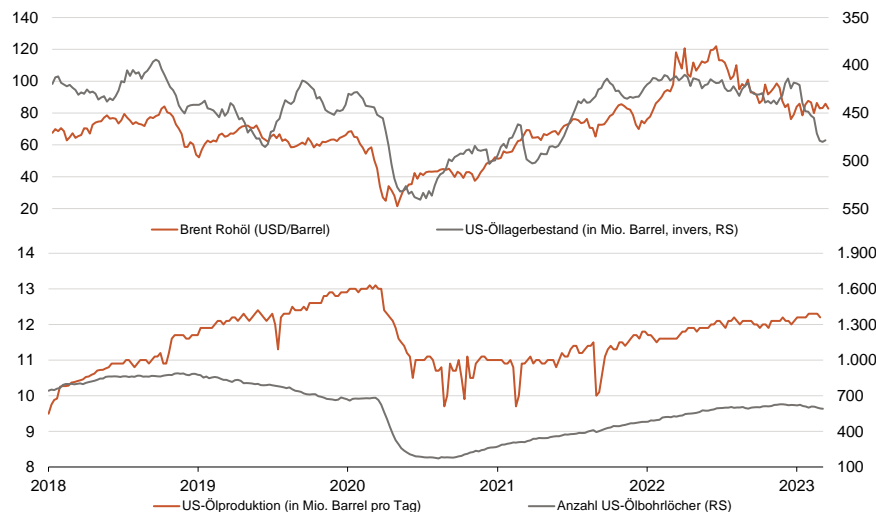
Performance Rohstoffe



- Rohstoffe gaben in den letzten vier Wochen in der Breite nach. Dabei war kein einheitliches Bild zu beobachten. Edelmetalle und Industriemetalle waren sowohl auf den ersten als auch auf den letzten Plätzen zu finden.
- Palladium gehört zu den größten Verlierern sowohl über den letzten Monat als auch seit Jahresanfang. Fundamental leidet Palladium unter der zunehmenden Substitution bei Katalysatoren durch Platin. Kurzfristig dürften allerdings spekulative Anleger für das Ausmaß des Abverkaufs verantwortlich sein.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 10.03.2023

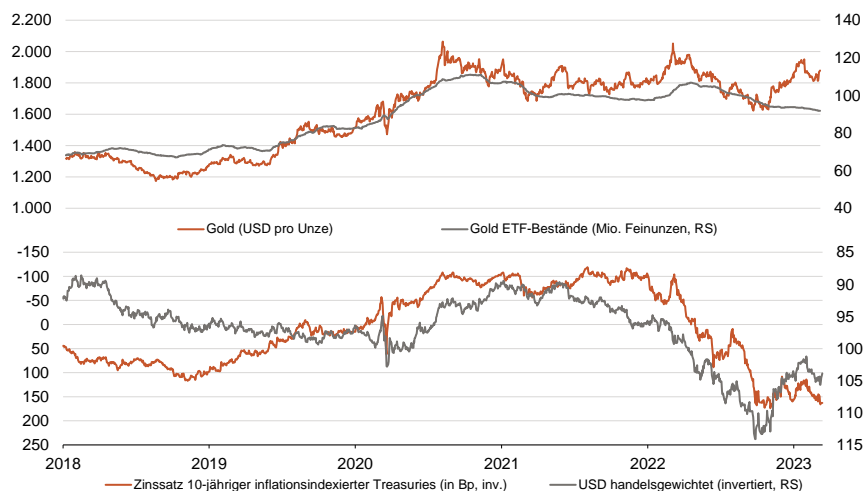
Rohöl



- Rohöl (Brent) schwankte in den letzten Wochen weiter volatil seitwärts oberhalb der Marke von 80 USD je Barrel.
- Aktuell macht sich der Markt wieder Sorgen um den Nachfrageausblick, aber auch die Produzenten reagieren bereits. So fällt die Anzahl der US-Bohrlöcher bereits seit Jahresanfang, die OPEC will an ihren Kürzungen bis zum Jahresende festhalten und Russland reduziert ebenfalls die Produktion.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölbohrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 10.03.2023

Gold



- Gold stieg zuletzt auf etwa 1.880 USD je Unze. Die falkenhafte Rede von Powell lastete nur temporär auf dem Goldpreis. Mit den jüngst aufkeimenden Sorgen um regionale Banken in den USA war Gold wieder mehr gefragt als sicherer Hafen.

Der US-Dollar sowie der reale, d. h. inflationsbereinigte Zinssatz zählen zu den fundamentalen Preisfaktoren des Goldpreises. Steigende Realzinsen belasten tendenziell den Goldpreis, während sinkende Realzinsen unterstützend wirken. Das Gleiche gilt für den US-Dollar. Die Entwicklung der Gold-ETF-Bestände spiegelt die Nachfrage von Finanzanlegern nach Gold wider.
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 10.03.2023

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

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

AUTOREN

**Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research**

Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation
+49 69 91 30 90-501 | ulrich.urbahn@berenberg.de

**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 dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>.

Datum: 13. März 2023

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