

### Aktueller Marktkommentar

Die Konjunkturrisiken haben zugenommen und die jüngsten Makrodaten haben tendenziell enttäuscht. Infolgedessen sind die Renditen sicherer Staatsanleihen gefallen und die Zinskurven haben sich versteilert. Gold ist in USD gemessen nahe seinem Rekordhoch. Der Markt preist zunehmend eine Rezession ein. Nur bei Aktien scheint es auf den ersten Blick nicht der Fall zu sein. Die großen Indizes befinden sich nahe ihren YTD-Höchstständen, getrieben durch eine positive Saisonalität, einer Zunahme der Liquidität und Käufe systematischer Strategien, dank einer fallenden Volatilität und einer wieder negativen Aktien-Anleihe-Korrelation. Unter der Oberfläche entwickeln sich aber defensive und Qualitäts-Unternehmen deutlich besser als Zykliker – ein Zeichen dafür, dass auch die Aktieninvestoren vorsichtiger werden. Ab Sommer dürfte zudem die Liquidität wieder abnehmen, sollte es zu einer Einigung bei der US-Schuldenobergrenze kommen. Wir rennen der Rallye folglich nicht hinterher, sondern bleiben balanciert aufgestellt.

### Kurzfristiger Ausblick

Die Berichtssaison in Europa und den USA für das 1. Quartal wird in den nächsten Tagen deutlich an Fahrt aufnehmen. 87% der Unternehmen des S&P 500 nach Marktkapitalisierung werden bis zum 5. Mai die Ergebnisse für das 1. Quartal veröffentlichen. Von Seiten der Zentralbanken bleibt es im April hingegen ruhig. Konjunkturell wird es spannend. Am Mittwoch werden die Inflationsdaten (Mrz.) für die USA und das Fed-Protokoll (Mrz.) veröffentlicht. Die Industrieproduktionsdaten (Feb.) der Eurozone, die US-Erzeugerpreise (Mrz.) und die chinesischen Importdaten (Mrz.) werden am Donnerstag bekannt gegeben. Am Freitag folgen die Einzelhandelsumsätze (Mrz.), das Verbrauchervertrauen (Uni Michigan, Mrz.) und die Industrieproduktionsdaten (Mrz.) der USA. In der Folgewoche werden der ZEW-Index (Apr.), die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes (Apr.) für die USA und Europa sowie die US-Häusermarkdaten (Mrz.) publiziert.

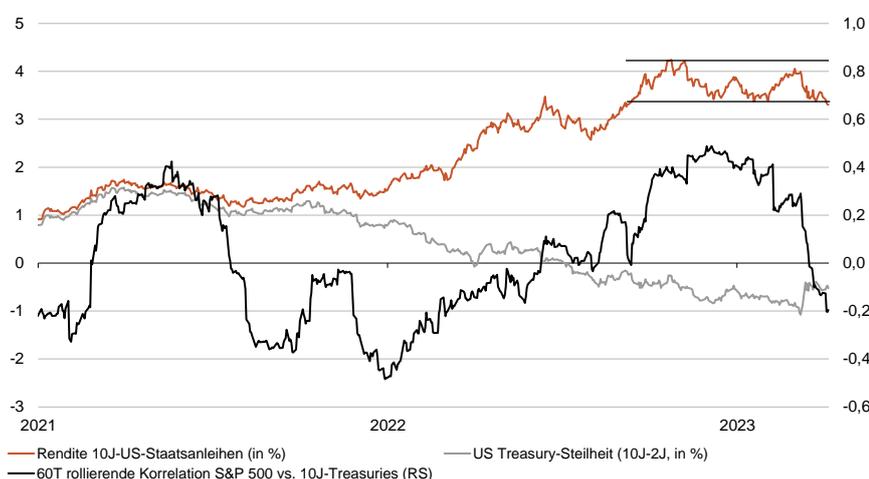
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Q1-Berichtssaison nimmt an Fahrt auf.*

*Inflation und Einkaufsmanagerindizes stehen an.*

### Gestiegene Rezessionsorgen, fallende Renditen & steilere Zinskurven



- Mit dem Ausbruch der 10J-Treasury-Rendite nach unten scheint das „Higher for Longer“-Narrativ vergessen zu sein. Der Markt ist von Inflations- zu Wachstumssorgen übergegangen. Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist infolgedessen (zumindest temporär) ins Negative gedreht.
- Die US-Renditestrukturkurve hat, wie von uns erwartet, zuletzt einen deutlichen Rückgang der Invertierung verzeichnet. Der Markt preist vermehrt eine Rezession und damit zeitnahe Zinssenkungen der Fed ein.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2021 - 06.04.2023



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (09.03.23 - 06.04.23)	YTD (30.12.22 - 06.04.23)	06.04.22	06.04.21	06.04.20	06.04.19	06.04.18
			06.04.23	06.04.22	06.04.21	06.04.20	06.04.19
Gold	6,3	7,9	4,0	20,4	-4,5	33,5	6,1
EUR Staatsanleihen	2,7	2,5	-5,6	-5,1	1,8	1,4	1,2
EUR Unternehmensanleihen	2,1	2,6	-6,5	-6,4	9,0	-3,4	2,3
Brent	-1,3	1,9	1,7	104,2	49,7	-44,4	18,9
Aktien Industrienationen	0,5	5,5	-6,0	15,4	41,4	-7,4	16,9
Euro-Übernachteinlage	0,2	0,6	0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Aktien Emerging Markets	-1,4	1,3	-11,5	-5,8	46,7	-16,1	4,7
Aktien Frontier Markets	-2,1	1,2	-18,6	17,2	29,5	-16,3	-5,7
USD/EUR-Wechselkurs	-3,1	-2,0	-0,2	9,0	-9,1	3,9	9,5
REITs	-3,2	-1,8	-24,8	28,7	19,8	-16,5	24,8
Globale Wandelanleihen	-3,5	1,4	-10,9	-1,7	70,9	-5,3	21,1
Industriemetalle	-7,1	-4,6	-25,4	59,2	45,3	-20,3	4,6

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.

- Die Turbulenzen im Bankensektor und die Sorgen vor einer Rezession kurbelten die Nachfrage nach sicheren Häfen an. Entsprechend gehörten Gold und sichere Staatsanleihen über die letzten vier Wochen zu den Gewinnern. Die Korrelation von beiden Anlagen zu Aktien ist zudem wieder ins Negative gedreht.
- Zyklische Anlagensegmente hatten hingegen das Nachsehen. Insbesondere Industriemetalle, zinsensitive REITs und globale Wandelanleihen gaben deutlich nach.

Gesamtrendite („Total Return“) für ausgewählte Anlageklassen, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.04.2018 - 06.04.2023

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (13.03.23 - 10.04.23)	YTD (30.12.22 - 10.04.23)	10.04.22	10.04.21	06.04.23	06.04.22	06.04.18
			10.04.23	10.04.22	10.04.21	06.04.23	06.04.22
Stoxx Europa Defensiv	6,8	8,2	1,3	23,1	-19,8	3,1	47,7
Stoxx Europa 50	5,8	9,9	7,9	15,2	-19,5	9,4	39,4
S&P 500	5,6	6,2	-6,6	20,7	-10,4	-7,0	107,9
Euro Stoxx 50	5,5	14,2	14,6	-1,1	-11,8	15,7	23,1
DAX	4,3	12,0	9,2	-6,2	-2,3	10,2	15,6
MSCI Großbritannien	3,7	6,3	-0,1	22,7	-18,3	0,8	29,0
MSCI EM Osteuropa	3,4	4,4	-8,4	-73,5	312,0	-8,4	-70,4
MSCI EM Asien	2,3	3,3	-8,2	-9,5	22,0	-10,6	26,7
Stoxx Europa Zyklisch	1,7	7,5	1,1	2,1	-3,1	2,0	25,5
MSCI USA Small Caps	1,5	0,9	-7,4	3,5	6,3	-9,4	68,3
Stoxx Europa Small 200	1,1	5,0	-10,9	-0,3	12,6	-10,1	31,3
MSCI Japan	-1,6	2,6	-1,8	-4,1	6,2	-3,2	23,0

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

- Die globalen Aktienmärkte scheinen die gestiegenen wirtschaftlichen Risiken vorerst noch zu ignorieren. Die Märkte wetten auf ein baldiges Ende des Zinserhöhungszyklus und damit ein Ende der monetären Straffung und Rückkehr zur Liquiditätsausweitung.
- Dennoch war unter der Oberfläche bereits ein Risk-Off bei zyklischen Segmenten zugunsten von defensiven und Qualitäts-Aktien zu spüren. Die konjunktursensitiven Small Caps entwickelten sich zudem schlechter als ihre Large Caps-Pendants.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Dividenden) für ausgewählte Aktienindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.04.2018 - 06.04.2023

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (09.03.23 - 06.04.23)	YTD (30.12.22 - 06.04.23)	06.04.22	06.04.21	06.04.20	06.04.19	06.04.18
			06.04.23	06.04.22	06.04.21	06.04.20	06.04.19
Britische Staatsanleihen	5,0	4,2	-19,8	-4,0	-3,4	10,5	4,7
USD Unternehmensanleihen	3,7	4,6	-2,7	-6,5	10,2	4,7	4,7
Deutsche Staatsanleihen	3,6	3,0	-10,1	-6,3	-1,4	3,4	3,8
Italienische Staatsanleihen	2,8	4,4	-7,8	-8,0	7,4	8,0	-2,1
EUR Nicht-Finanzanleihen	2,7	3,1	-6,2	-6,9	9,1	-3,4	2,4
USD Hochzinsanleihen	1,4	3,7	-2,6	-1,9	26,6	-9,8	6,2
EUR Finanzanleihen	1,3	1,9	-6,8	-5,7	8,9	-3,5	2,1
US-Staatsanleihen	0,7	1,8	-2,1	2,5	-12,8	18,7	13,5
Chinesische Staatsanleihen	0,3	0,8	3,3	5,9	-0,3	7,3	7,0
EM-Staatsanleihen (lokal)	0,2	2,8	0,2	-2,6	6,2	-5,9	2,8
EUR Hochzinsanleihen	-0,4	2,8	-4,3	-3,7	22,1	-9,9	2,5
EM-Staatsanleihen (hart)	-1,3	0,1	-5,2	-1,6	6,9	-3,8	13,7

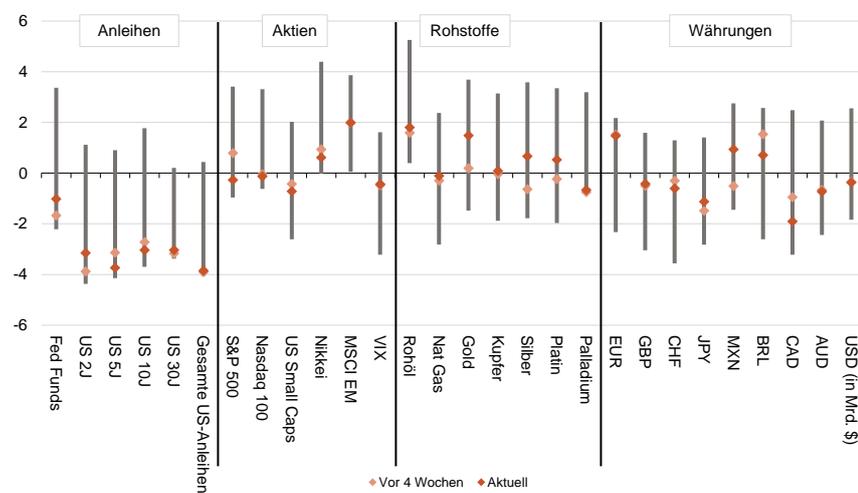
Deutsche Staatsanleihen: IBOXX Euro Germany Sov TR; Italienische Staatsanleihen: IBOXX Euro Italy Sov TR; US-Staatsanleihen: ICE BofA US Treasury TR; Britische Staatsanl.: IBOXX Sterling Gilts Overall TR; Chinesische Staatsanl.: ICE BofA China Govt. EUR Finanzanl.: IBOXX Euro Fin. Overall TR; EUR Nicht-Finanzanleihen: IBOXX Euro Non-Fin. Overall TR; EUR Hochzinsanleihen: ICE BofA EUR Liquid HY TR; USD Unternehmensanl.: ICE BofA USD Corp TR.

- Der Anleihemarkt konnte den Bankenturbulenzen ebenfalls nicht entkommen. Der Markt preist infolge des gestiegenen Rezessionsrisikos nun wieder die ersten Zinssenkungen für dieses Jahr ein.
- Mit den Erwartungen auf ein zügigeres Ende der restriktiven Fed-Zinspolitik fielen die Renditen bei sicheren Staatsanleihen. Staatsanleihen konnten somit kräftig zulegen.

Gesamtrendite (inklusive reinvestierter Kupons) für ausgewählte Anleiheindizes, in Euro und in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 05.04.2018 - 06.04.2023



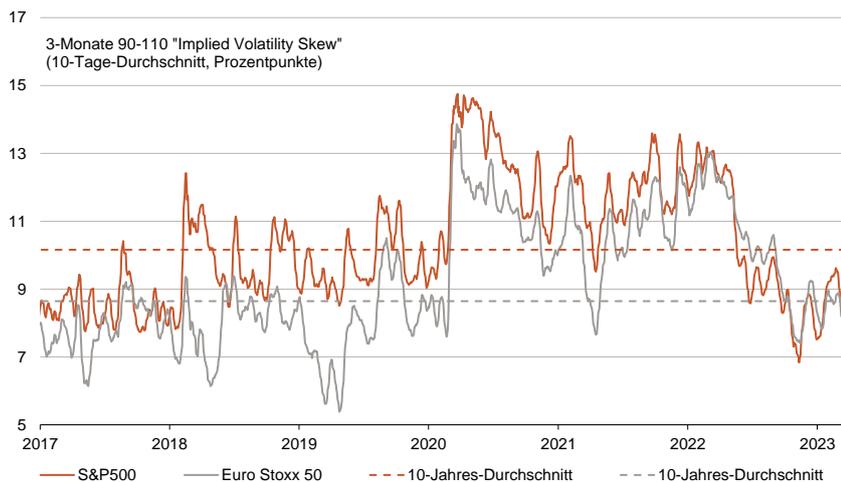
Spekulative Positionierung



- Spekulative Anleger haben im Zuge zunehmender Rezessionssorgen zuletzt ihre Positionen in den Edelmetallen, allen voran Silber und Gold, erhöht.
- Bei US-Large Caps haben sie ihre Long-Positionen wiederum vollständig liquidiert.

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: 04.04.2013 - 04.04.2023

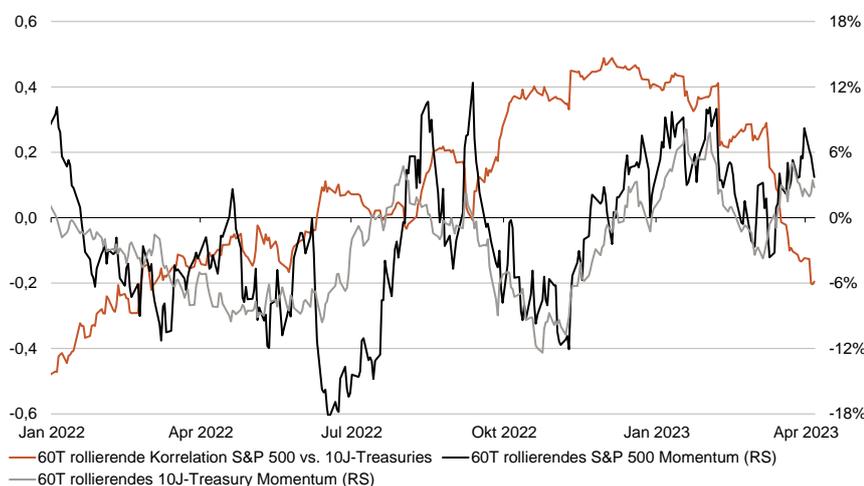
Put-Call-Skew



- Die Put-Call-Skew hat sich in den letzten zwei Wochen stabilisiert. In den USA entspricht sie aktuell dem 10-Jahres-Durchschnitt.
- Anleger haben ihre Präferenz für Absicherung gegenüber Aufwärtspartizipation also nicht weiter erhöht.

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: 06.04.2013 - 06.04.2023

60-Tage-Momentum und -Korrelation

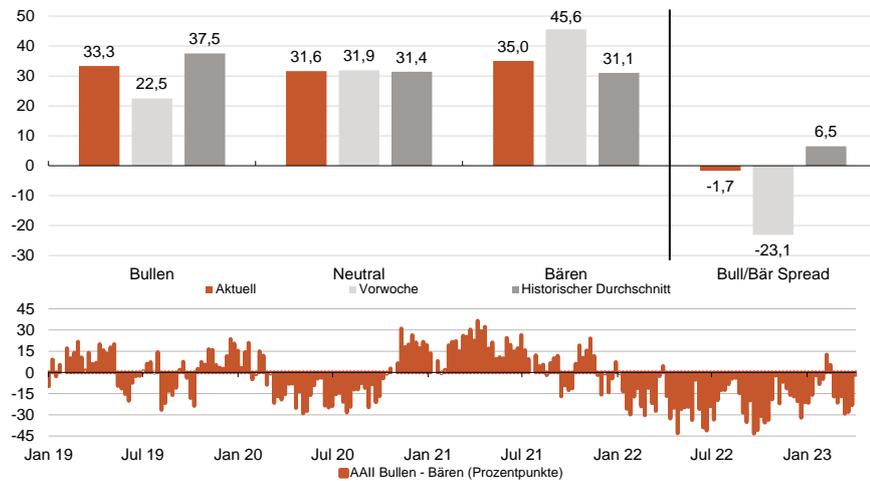


- Die negative Korrelation zwischen US-Aktien und US-Staatsanleihen hat weiter zugenommen. Entsprechend hat die Diversifikationswirkung von letzteren wieder zugenommen, sodass systematische Anleger mehr Risiko in Aktien nehmen können.

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 - 06.04.2023



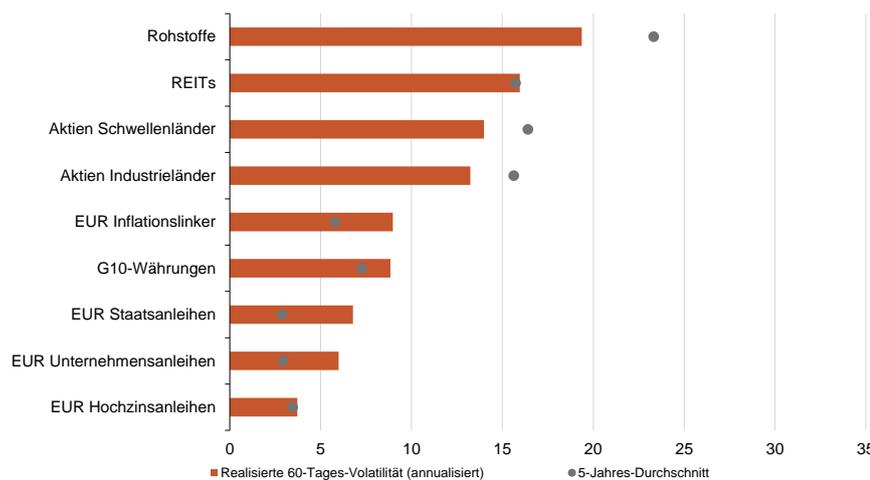
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich zuletzt schlagartig verbessert. Überwogen die Bären die Bullen in der Vorwoche noch um 23Pp, halten sich die beiden nun in etwa die Waage – und dies bei weiter hoher konjunktureller Unsicherheit.

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 - 06.04.2023

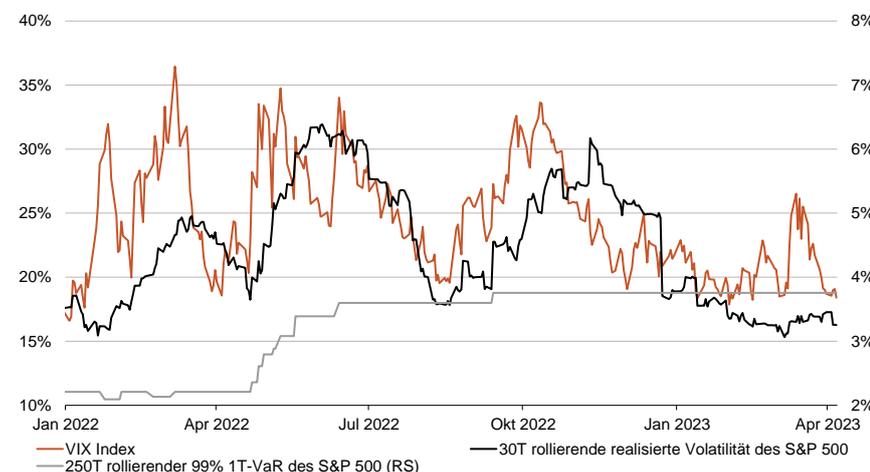
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierte Volatilität über die letzten 60 Tage bei Aktien bleibt unter der Marke von 15% und damit auch unter dem Durchschnitt der letzten 5 Jahre.
- Bei Rohstoffen ist die Volatilität zuletzt unter die Marke von 20 gefallen. Die Rohstoffmärkte scheinen trotz zuletzt schlechter Daten aus dem verarbeitenden Gewerbe fundamental kein großes Überangebot aufzuweisen.

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: 06.04.2018 - 06.04.2023

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

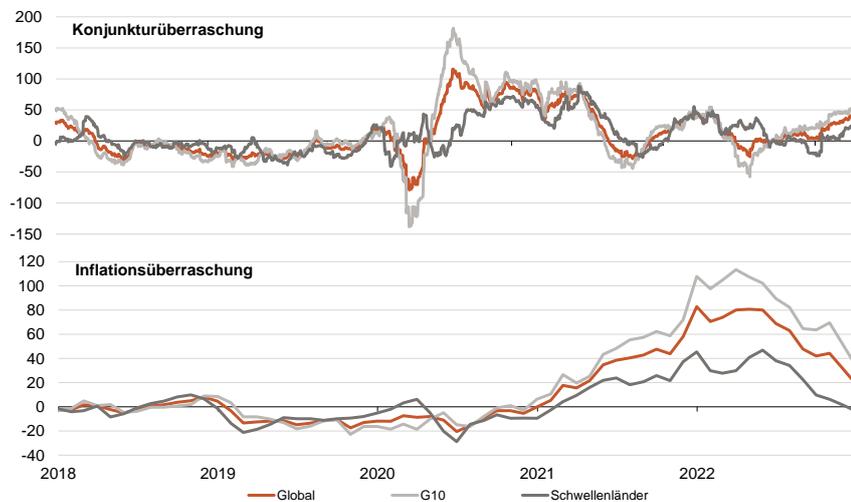


- Die Prämie der für die nächsten 30 Tage gepreisten Volatilität gegenüber der Volatilität des letzten Monats ist zuletzt deutlich gesunken. Anleger erwarten also ähnliche Schwankungen wie in den letzten Wochen.

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 - 06.04.2023



## Global

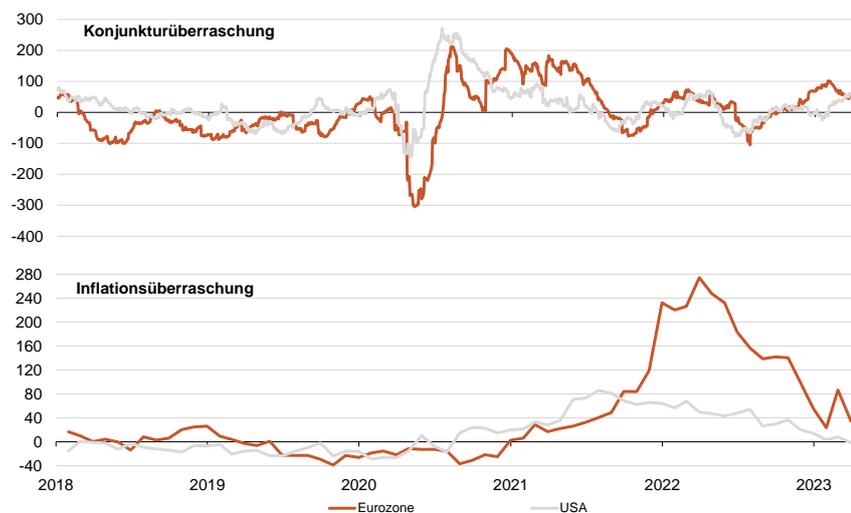


- Die Konjunkturüberraschungsindizes halten sich weiter im positiven Bereich. Die positiven Konjunkturüberraschungen nahmen im Verlauf der letzten vier Wochen insbesondere bei Schwellenländern merklich zu.
- Die Inflationsdaten in den Industrienationen setzten die positive Überraschungsserie weiter fort. Die Daten sind jedoch deutlich weniger positiv überraschend als noch vor wenigen Monaten.
- Bei Schwellenländern überwiegen sogar seit Winter letzten Jahres die negativen Inflationsüberraschungen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.04.2023

## Eurozone & USA

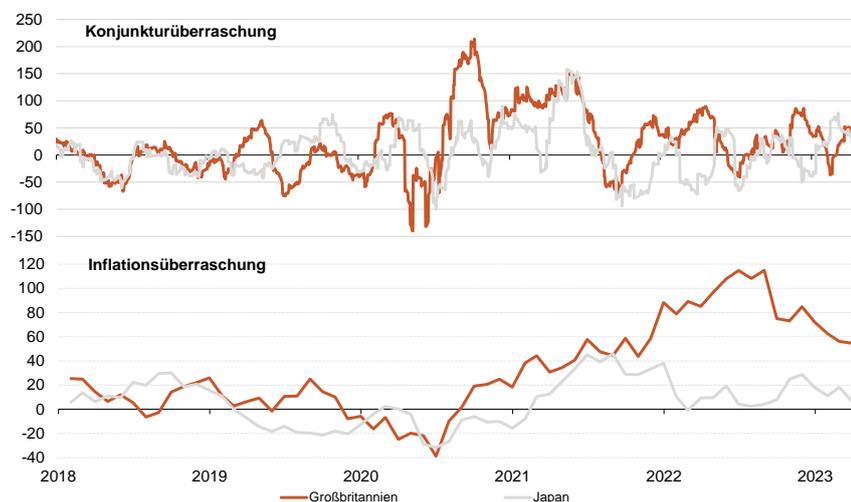


- Nach dem Abwärtstrend seit Februar stabilisierten sich die positiven Konjunkturüberraschungen in der Eurozone über die letzten vier Wochen. Der ifo-Index und die Industrieproduktionsdaten für Deutschland haben beispielsweise zuletzt positiv überrascht.
- In den USA scheint sich die Serie positiver Konjunkturüberraschungen abzuwächen. Der ISM-Index und die Auftragseingänge haben enttäuscht, während die Arbeitslosenquote gefallen ist.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.04.2023

## Großbritannien & Japan



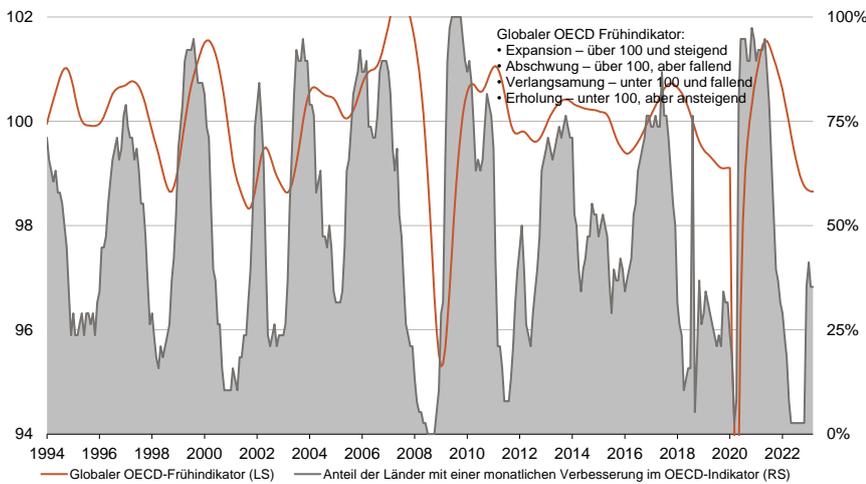
- In Großbritannien haben die PMI positiv überrascht, während die Häusermarktdaten teilweise enttäuscht haben.
- In Japan sind die Industrieproduktionsdaten und Einzelhandelsumsätze zuletzt besser als erwartet ausgefallen.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.04.2023



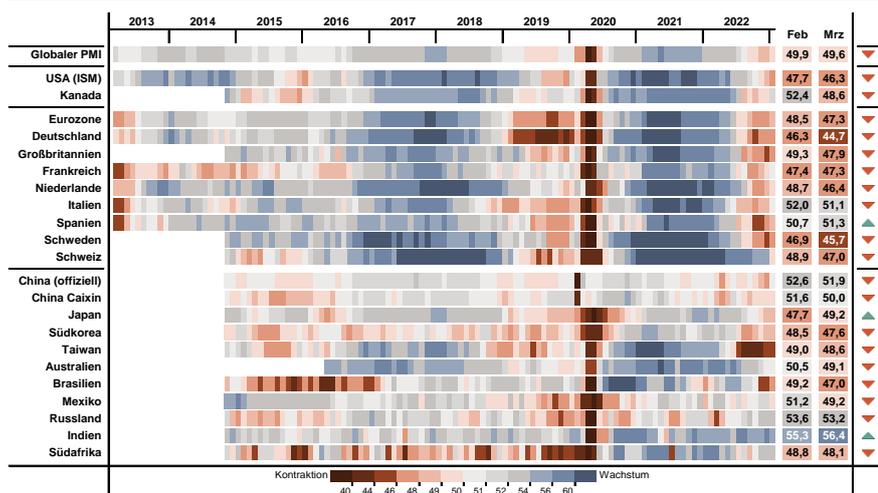
## OECD Frühindikator



- Auch im März ist der OECD-Frühindikator, ein robustes Signal für Konjunkturwendepunkte, mit 98,65 Punkten weiter gesunken und zeigt eine fortschreitende Verlangsamung der globalen Wirtschaft an.
- Schaut man auf die einzelnen Länder, erreichten im März 35% der Länder einen besseren Wert des Frühindikators als noch im Februar.

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 - 31.03.2023

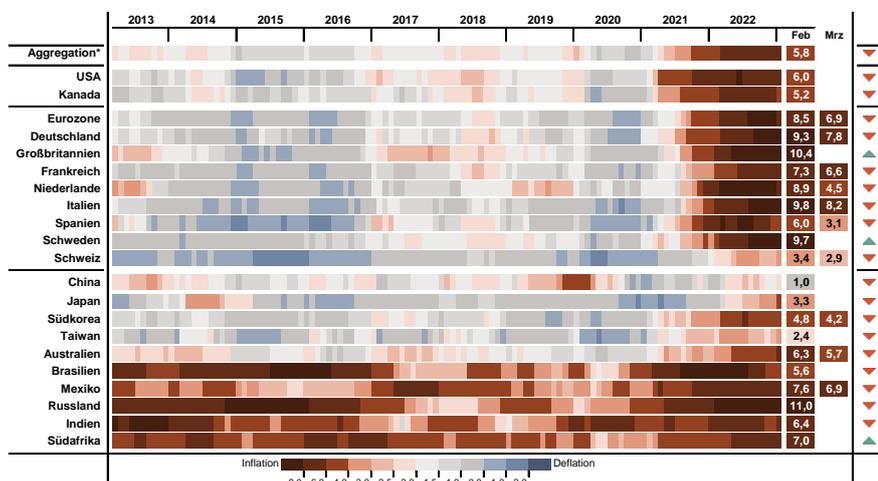
## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Der Einkaufsmanagerdaten für die Industrieaktivität im März zeigen ein eindeutiges Bild: Mit Ausnahme von Spanien und Indien signalisieren die Daten global eine rückläufige Aktivität der Industrie im Vergleich zum Vormonat.
- In Deutschland ist der Wert mit knapp unter 44,7 sogar so niedrig wie zuletzt im Sommer 2020.

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: 06.04.2013 - 06.04.2023

## Gesamtinflation

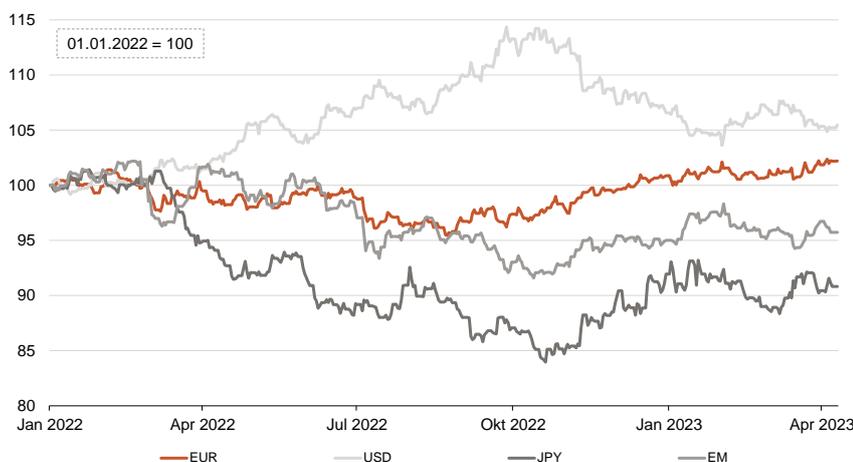


- Die Inflation in der Eurozone sank im März auf 6,9% und in Deutschland auf 7,8%. Der deutliche Rückgang der Energiekosten hat maßgeblich dazu beigetragen. Während die Energiekosten bereits seit Monaten immer weniger im Vergleich zum Vorjahr gestiegen waren, sind sie im März nun zum ersten Mal gegenüber dem Vorjahr gefallen.

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: 06.04.2013 - 06.04.2023



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

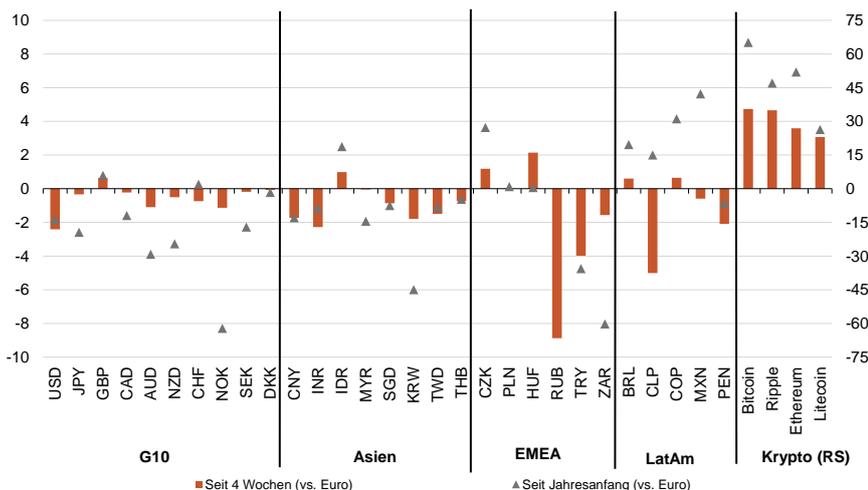


- Der US-Dollar verlor über die letzten Wochen weiter an Wert. Der Markt erwartet eine immer weniger restriktive Zinspolitik der Fed, was den Zinsvorteil des US-Dollar reduzieren dürfte.
- Der Euro konnte hingegen kontinuierlich zulegen. Die EZB dürfte länger restriktiv bleiben, da sich die Inflation in Europa aktuell hartnäckiger als in den USA verhält.

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 - 06.04.2023

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

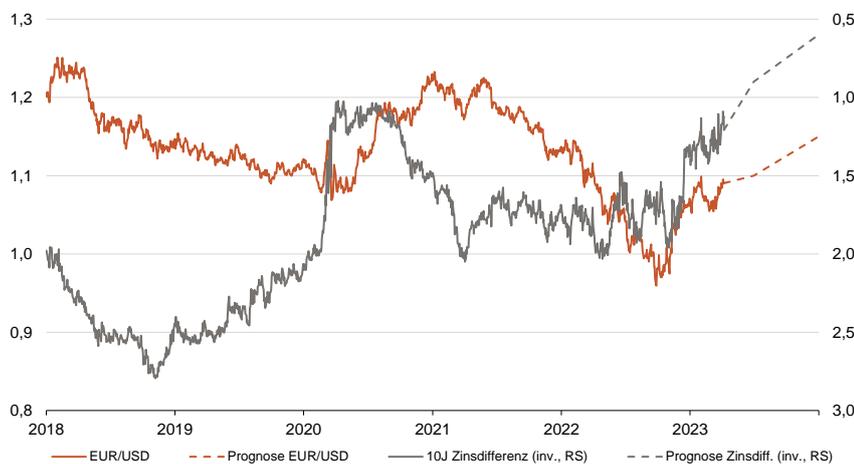


- Der Euro wertete gegenüber den meisten hier dargestellten Währungen über die letzten vier Wochen auf. Während die Zinssenkungserwartungen für die Fed zunehmen, scheint die EZB weiter an ihren restriktiven Zinsplänen festzuhalten.
- Kryptowährungen legten über die letzten vier Wochen deutlich zu. Hoffnung auf einen „Fed-Pivot“ und damit steigende Liquidität sowie Sorgen um das Bankensystem unterstützten.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2022 - 06.04.2023

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



- Die USD-Schwäche ließ den EUR/USD-Wechselkurs temporär über die 1,09-Marke steigen. Der Wechselkurs erreichte damit den höchsten Stand seit Anfang Februar.
- Die gesunkene Zinsdifferenz zwischen Bundesanleihen und US-Treasuries war maßgeblich für diese Entwicklung. Die Differenz erreichte mit 1,09Pp zwischenzeitlich den niedrigsten Stand seit Juli 2020.

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 (09.03.23 - 06.04.23)	YTD (30.12.22 - 06.04.23)	06.04.22	06.04.21	06.04.20	06.04.19	06.04.18
			06.04.23	06.04.22	06.04.21	06.04.20	06.04.19
Versorger	8,0	11,0	2,3	7,0	32,6	-1,6	16,2
Gesundheit	7,9	7,5	-2,3	28,9	4,8	11,5	17,5
Basiskonsumgüter	5,7	8,2	3,4	12,2	11,6	-4,5	12,1
Growth	2,7	11,3	2,6	6,9	34,2	-4,7	9,9
Informationstechnologie	2,2	18,1	3,0	-1,8	57,6	-5,5	14,1
Telekommunikation	2,1	17,2	-0,4	5,4	24,9	-22,8	-0,4
Zyklische Konsumgüter	-0,1	17,2	18,2	-11,0	72,0	-20,9	1,3
Value	-1,9	6,9	5,3	8,8	38,5	-25,9	3,6
Grundstoffe	-2,8	1,3	-8,9	11,6	61,7	-20,6	9,9
Energie	-3,1	2,9	17,2	41,3	13,0	-36,3	13,3
Industrie	-3,4	9,7	6,6	-1,7	62,9	-18,6	7,0
Finanzen	-6,1	6,5	7,8	6,6	49,9	-30,2	-4,9

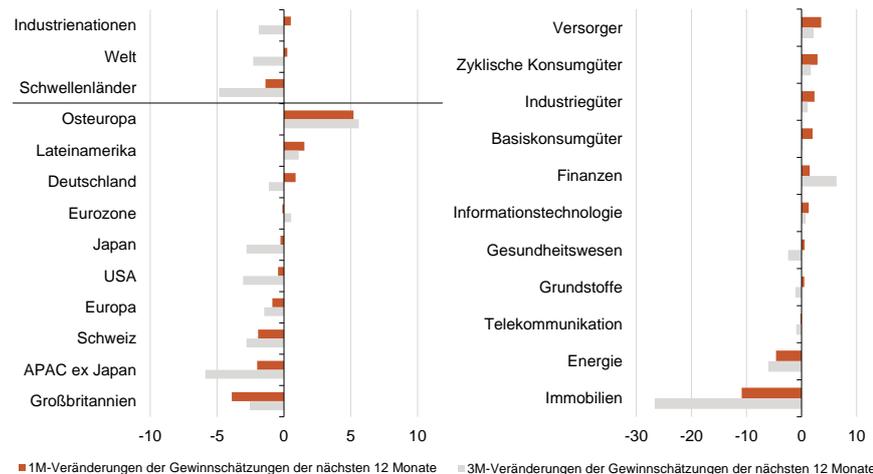
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Anders als auf Indexebene war unter der Oberfläche ein Risk-Off bei zyklischen Segmenten zugunsten von defensiven und Wachstums-Aktien zu beobachten.
- Auf Sektor-Ebene glänzten somit über die letzten vier Wochen Versorger-, Gesundheits- und Basiskonsumgüteraktien.
- Nicht überraschend waren Finanztitel angesichts der vorherrschenden Bankensorgen mit rund 6% Verlust über die letzten vier Wochen die Underperformer.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 13.01.2018 - 06.04.2023

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

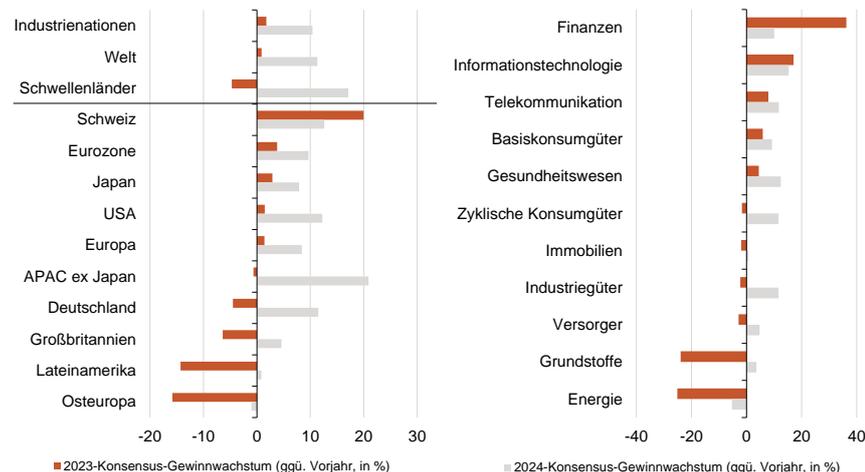


- Nach mehreren Wochen negativer Gewinnrevisionen haben die Analysten in den letzten vier Wochen die globalen Gewinnschätzungen nicht weiter gesenkt. Das Gewinnwachstum in den Industrienationen wird marginal positiver gesehen. Bei den Schwellenländern bleiben die Analysten pessimistisch.
- Innerhalb der europäischen Sektoren waren die negativen Gewinnrevisionen für den Immobiliensektor am stärksten. Die positivsten Gewinnrevisionen sahen Versorger.

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: 06.04.2023

## Gewinnwachstum



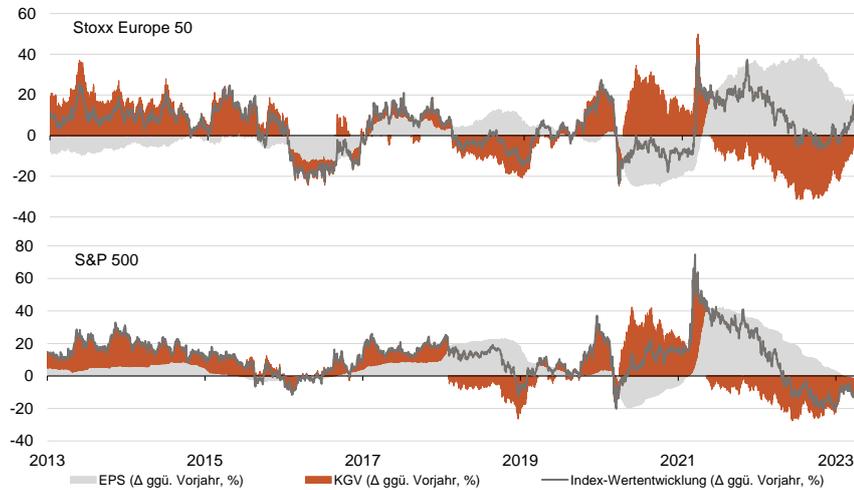
- Das Gewinnwachstum für 2023 für die Industrienationen ist auf 1,8% gestiegen. Bei den Schwellenländern sehen die Analysten hingegen sinkende Gewinne.
- Am deutlichsten dürften die Gewinne in der Schweiz wachsen, während für Lateinamerika und Osteuropa der größte Gewinnverfall erwartet wird.
- Sektoral wird trotz jüngster Turbulenzen weiterhin das größte Gewinnwachstum bei Finanzwerten erwartet.

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: 06.04.2023



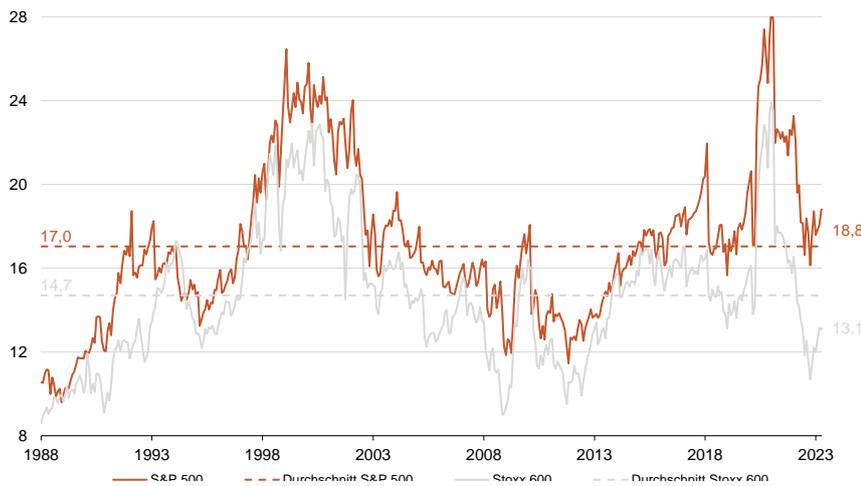
## Kontributionsanalyse



- Die positive Entwicklung im Jahresvergleich beim Stoxx Europe 50 basiert auf der positiven Gewinnentwicklung der Unternehmen. Der Bewertungsrückgang war hingegen eine Belastung.
- Der S&P 500 verzeichnet im Jahresvergleich hingegen eine negative Entwicklung. Sowohl die Bewertung als auch die Gewinnentwicklung belasteten.

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: Factset, Zeitraum: 01.01.2013 - 06.04.2023

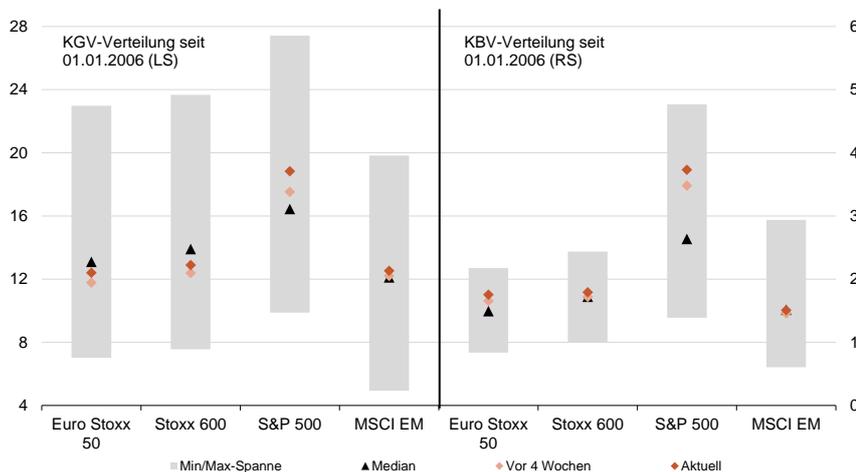
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Trotz der Bankenturbulenzen und der steigenden Rezessionsrisiken sind die Bewertungskennzahlen beim S&P 500 und beim Stoxx 600 zuletzt gestiegen. Die Hoffnung auf eine wieder lockere Geldpolitik sowie systematische Käufer stützen die Märkte.

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 - 06.04.2023

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

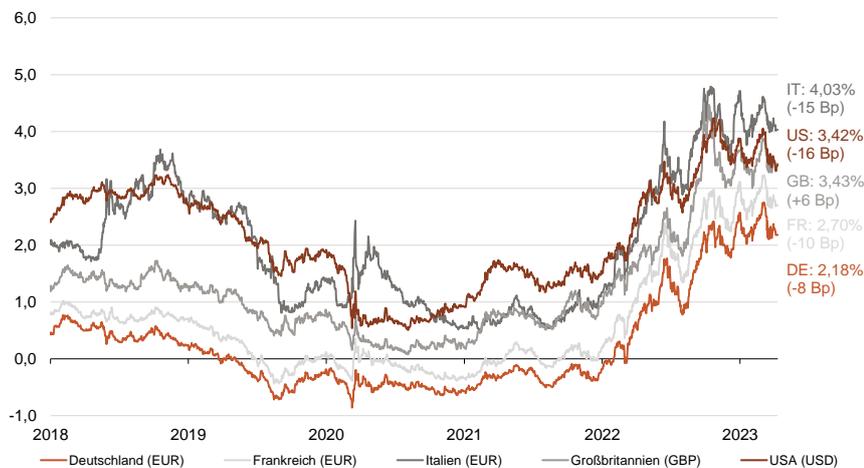


- In den letzten vier Wochen hat sich nur die Bewertung des S&P 500 merklich bewegt. Während sich europäische und Schwellenländer-Aktien nur begrenzt verteuert haben, ist der S&P 500 sowohl nach KGV als auch nach KBV deutlich teurer geworden.

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 - 06.04.2023



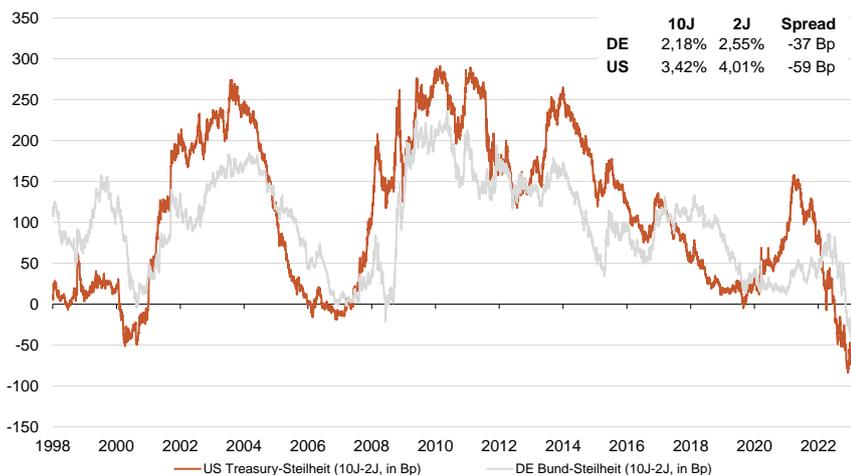
## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



- Der Anleihemarkt hat die jüngsten Bankenturbulenzen deutlich zu spüren bekommen. Mit den Erwartungen der Märkte auf ein baldiges Ende der restriktiven Fed-Zinspolitik aufgrund der wachsenden Rezessionsgefahr fielen die Renditen bei sicheren Staatsanleihen. In den USA notiert die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen damit wieder unter 3,5%.

Effektive Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen sowie Veränderung in den letzten vier Wochen in Basispunkten (in Klammern).  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.04.2023

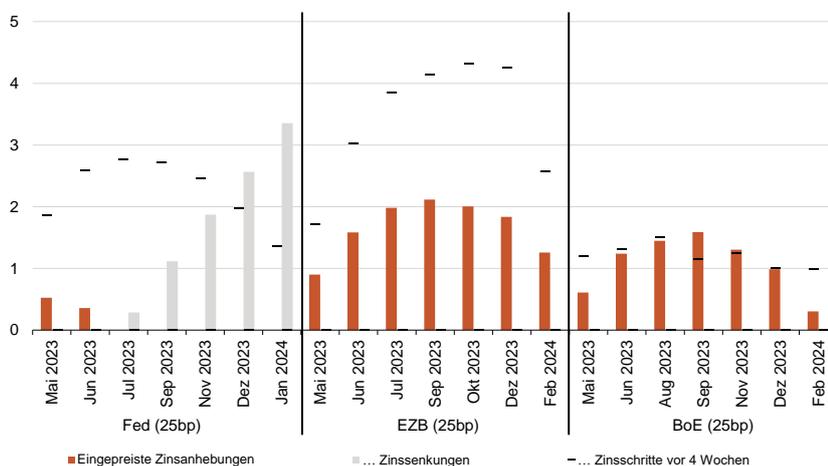
## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)



- Die Renditestrukturkurven auf beiden Seiten des Atlantiks sind wesentlich weniger stark invertiert als noch vor einigen Wochen. Der Markt geht somit zunehmend von einer Abkehr der restriktiven Geldpolitik durch die Zentralbanken aus.

Die Zinsstrukturkurve unterscheidet zwischen dem so genannten kurzen und dem langen Ende. Der Grund dafür liegt in der Art, welche Faktoren die Renditen beeinflussen. Zentralbanken steuern durch ihre Geldpolitik und die Leitzinsen das kurze Ende der Kurve. Dagegen wird das lange Ende weniger durch die Zentralbanken, sondern durch Inflationserwartungen, Angebot, Nachfrage und Risikoprämien beeinflusst.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.1998 - 06.04.2023

## Implizite Leitzinsveränderungen

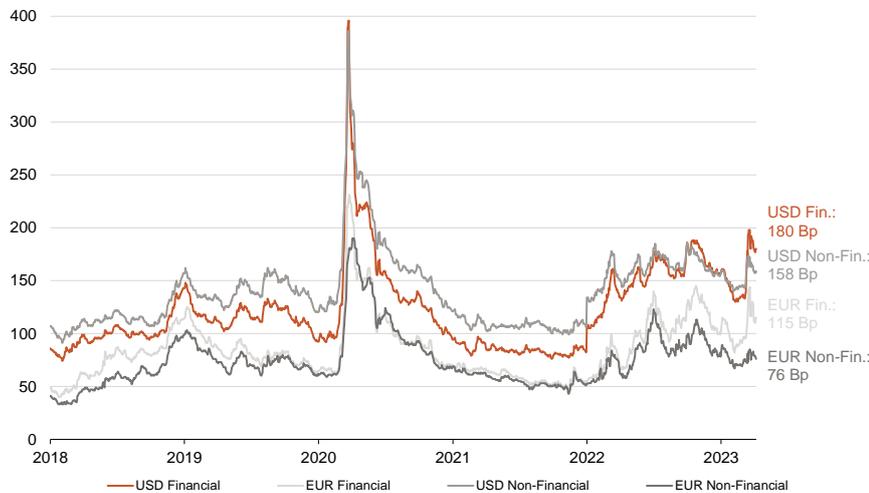


- Der Markt preist nun mit einer Wahrscheinlichkeit von knapp 70% eine weitere Zinsanhebung der Fed im Mai. Im November wird dann die erste Zinsreduzierung seitens der amerikanischen Zentralbank gepreist.
- Bei der EZB erwartet der Markt hingegen weiter mehrere Zinsanhebungen, auch weil die Inflationswerte und Lohnsteigerungen in Europa nun hartnäckiger als in den USA ausfallen.

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: 09.03.2023 - 06.04.2023



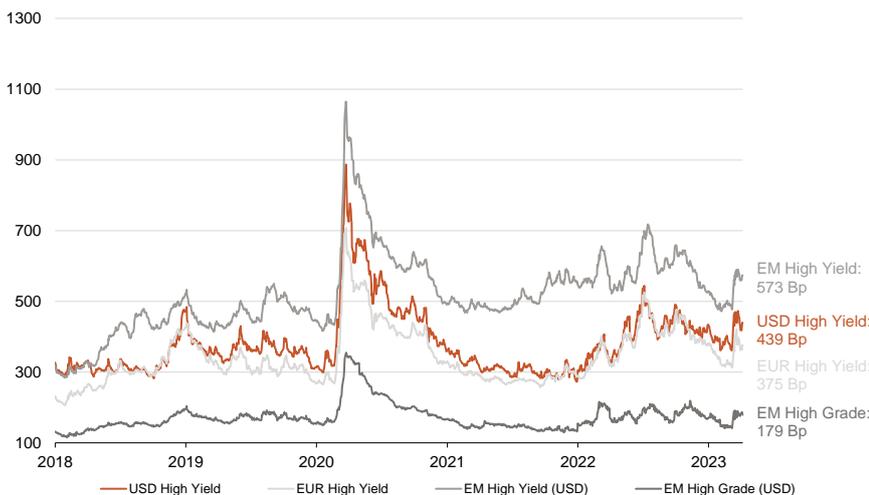
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Mit der Beruhigung der Bankenturbulenzen sind die Risikoaufschläge bei Investmentgrade-Anleihen zuletzt wieder gefallen.
- Am deutlichsten war der Spreadrückgang bei EUR-Finanzanleihen. Aber auch USD-Unternehmensanleihen sahen fallende Risikoaufschläge, nachdem die Risikoaufschläge bei USD-Finanzanleihen den höchsten Stand seit 2020 erreichten.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.04.2023

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- Die Risikoaufschläge bei USD- und EUR-Hochzinsanleihen sind in den letzten zwei Wochen ebenfalls gefallen, auch wenn sie weiterhin merklich oberhalb der Levels von vor der Bankenturbulenzen stehen.
- Die Risikoaufschläge bei EM-IG- und EM-Hochzinsanleihen sind weniger stark zurückgegangen.

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 - 06.04.2023

## Anleihe-segmente in der Übersicht

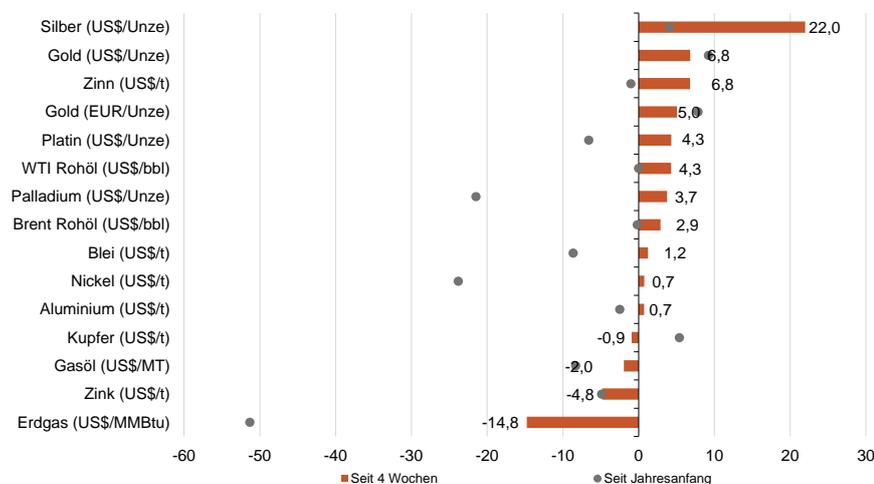
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	06/04/22 06/04/23	06/04/21 06/04/22	06/04/20 06/04/21	06/04/19 06/04/20	06/04/18 06/04/19
<b>EUR Government</b>	2,89	-0,35	7,3	-	-	-	2,2	2,9	-9,5	-7,9	2,7	3,6	2,5
Germany	2,28	-0,38	7,3	-	-	-	2,3	2,5	-9,8	-6,5	-0,9	2,6	4,3
<b>EUR Corporate</b>	4,03	-0,27	4,6	91	9	72	1,4	2,4	-6,1	-6,6	7,5	-2,4	2,6
Financial	4,33	-0,19	3,8	115	17	89	1,0	1,8	-5,5	-5,4	6,0	-1,3	2,3
Non-Financial	3,84	-0,32	5,0	76	3	61	1,7	2,8	-6,5	-7,2	8,4	-3,0	2,7
<b>EUR High Yield</b>	7,44	0,00	3,2	375	35	68	0,0	2,8	-4,0	-4,0	18,3	-7,1	2,5
<b>US Treasury</b>	3,64	-0,52	6,6	-	-	-	2,6	4,3	-2,3	-6,0	-4,5	14,2	4,1
<b>USD Corporate</b>	5,10	-0,38	7,0	165	8	82	2,7	4,6	-2,5	-7,4	7,3	7,2	5,0
Financial	5,42	-0,24	5,2	180	27	94	1,6	3,4	-2,1	-6,7	6,9	6,9	5,2
Non-Financial	4,95	-0,45	7,9	158	-1	72	3,2	5,2	-2,7	-7,7	7,5	7,3	4,9
<b>USD High Yield</b>	8,59	-0,28	4,2	439	18	69	1,7	3,7	-2,0	-2,6	20,9	-5,6	5,9
<b>EM High Grade</b>	5,34	-0,44	5,3	179	10	44	2,1	3,3	-1,8	-8,5	9,1	1,8	5,2
<b>EM High Yield</b>	10,47	0,06	3,9	573	51	56	0,3	1,9	-3,5	-13,7	25,0	-7,2	4,3

- Mit dem Renditeverfall im März aufgrund der Rezessionsorgen haben sich nun wieder alle Anleihe-segmente seit Jahresanfang positiv entwickelt. Staatsanleihen konnten sich dabei oftmals besser als Unternehmensanleihen entwickeln, da die zuletzt eher steigenden Risikoaufschläge letztere belasteten.

- Im 10-Jahresvergleich befinden sich insbesondere Financial-Spreads nun auf einem attraktiven Niveau.  
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: 06.04.2018 - 06.04.2023



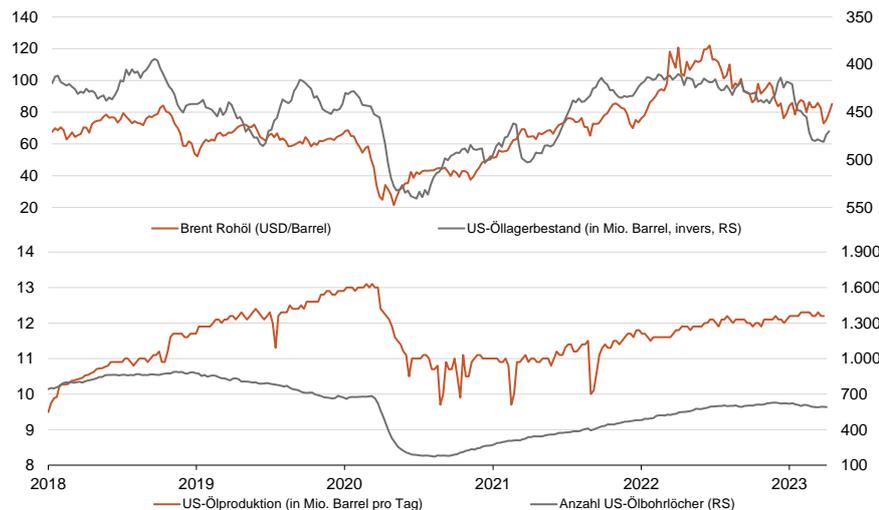
Performance Rohstoffe



- Während Gold als sicherer Hafen angesichts der Rezessions- und Bankensorgen profitierte, erreichte Silber noch größere Gewinne.
- Auf der Verliererseite stehen vor allem Energierohstoffe wie Erdgas, welche aufgrund der Rezessionsorgen und des milden Wetters weniger gefragt waren. Rohöl konnte sich hingegen erholen, nachdem die OPEC eine Produktionskürzung ankündigte.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 06.04.2023

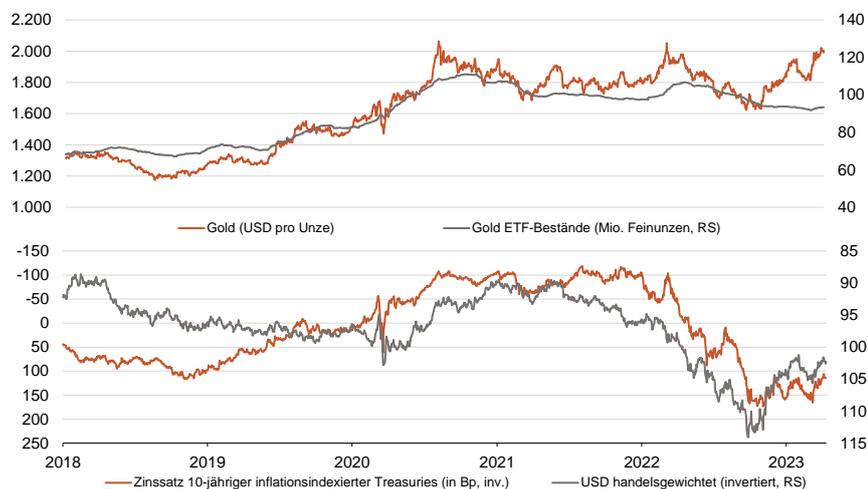
Rohöl



- Rohöl setzte seine Seitwärtsbewegung seit Jahresstart über die letzten Wochen fort. Viel Bewegung kam zuletzt durch die neuesten Kürzungen der OPEC (insgesamt 1,6 Millionen Barrel pro Tag). Die Kürzungen unterstützten eine Preisbodenbildung und weiten mittelfristig das Ungleichgewicht der knappen Produktion gegenüber der hohen Nachfrage aus. Kurzfristig dürfte das klassische Saisonmuster der US-Driving-Season die Nachfrage ankurbeln und Rohöl beflügeln.

Eine höhere Ölproduktion und höhere Lagerbestände wirken tendenziell ölpreisbelastend und umgekehrt. Eine Zunahme der aktiven Ölböhrlöcher indiziert eine zukünftig höhere Ölproduktion.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2018 - 06.04.2023

Gold



- Gold schaffte es als sicherer Hafen angesichts der Wirtschaftssorgen in vielen Währungen auf neue Allzeithochs. Die jüngst wieder negative Korrelation zu risikoreichen Anlagen zeigt den Wert von Gold im Portfoliokontext auf.
- Nach der starken Performance dürfte die nächste merkliche Aufwärtsbewegung bei nachhaltigen Signalen einer Fed-Wende erfolgen.

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 - 06.04.2023

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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

## AUTOREN



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



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



**Ludwig Kemper, CFA | Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-224 | [ludwig.kemper@berenberg.de](mailto:ludwig.kemper@berenberg.de)



**Philina Kuhzarani | Analyst Multi Asset Strategy & Research**  
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit  
+49 69 91 30 90-533 | [philina.kuhzarani@berenberg.com](mailto:philina.kuhzarani@berenberg.com)

## WICHTIGE HINWEISE

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

Datum: 11. April 2023

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)