

### Aktueller Marktkommentar

Aktien und Anleihen waren noch nie drei aufeinanderfolgende Quartale in Folge simultan gefallen. Das hat sich dieses Jahr geändert. Das dritte Quartal war dabei aus Multi-Asset-Sicht das herausforderndste, weil zudem auch Rohstoffpreise gefallen sind. Es gab also im Gegensatz zu Q1 und Q2 kein Verstecken. Treiber waren die äußerst restriktiven Zentralbanken und die damit immer wahrscheinlicher werdende Rezession. Vor allem die besonders falkenhafte Geldpolitik der Fed hinterlässt in Form eines starken USD zunehmend Spuren an den Finanzmärkten. Vor diesem Hintergrund mehren sich in letzter Zeit die Stimmen, die Zentralbanken mögen der Finanzmarktstabilität mehr Achtung schenken. Die Fed dürfte sich damit jedoch noch etwas Zeit lassen – nicht zuletzt angesichts der weiter soliden Arbeitsmarktzahlen am vergangenen Freitag. Wir bleiben bei Aktien folglich neutral gewichtet, mit einem Untergewicht bei US-Aktien, die weiterhin teuer bewertet sind, keine Rezession einpreisen und tendenziell unter dem starken USD leiden.

### Kurzfristiger Ausblick

Mit den ersten Geschäftszahlen der US-Großbanken diese Woche nimmt die Q3-Berichtssaison deutlich an Fahrt auf. Mehr als 65% der Unternehmen im S&P 500 und 30% der Unternehmen im Stoxx 600 nach Marktkapitalisierung berichten bis Ende Oktober. Der Markt schaut gespannt auf die Auswirkungen der Verbraucherschwäche und des Inflationsdrucks. Vom 16. bis 24. Oktober findet der Parteikongress in China statt. Mögliche Neuigkeiten zum Umgang mit Covid-19 dürften die Märkte beschäftigen.

Diesen Mittwoch werden die Industrieproduktionsdaten (Aug.) für die Eurozone sowie die US-Erzeugerpreise (Sep.) veröffentlicht. Am Donnerstag folgen dann die ausschlaggebenden US-Inflationsdaten (Sep.). Die Einzelhandelsumsätze (Sep.) und das Verbrauchervertrauen (Okt.) der USA sowie die Inflationsdaten (Sep.) für China werden am Freitag veröffentlicht. Der deutsche ZEW-Index (Okt.) sowie die US-Häusermarktdaten werden in der Folgewoche bekannt gegeben.

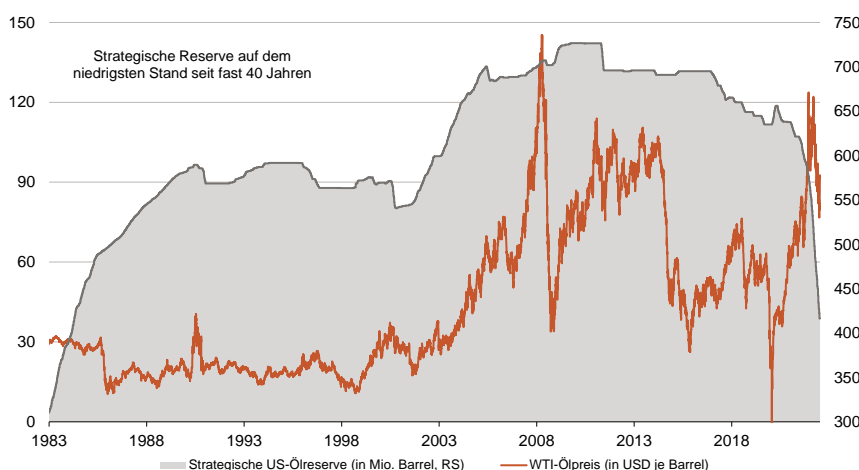
Im zweiwöchentlichen *Monitor* geben wir Ihnen einen strukturierten Überblick über die aktuelle Kapitalmarktlage und beleuchten wichtige Entwicklungen:

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

*Q3-Berichtssaison und Parteikongress in China dürften die Märkte beschäftigen.*

*US-Inflationszahlen im Fokus der Anleger.*

### Angebotsverknappung dürfte Ölpreis unterstützen



- Der Ölpreis ist in Q3 deutlich gefallen, getrieben durch Rezessionsorgen und die Freigabe von strategischen Ölreserven der USA – mit 180 Mio. Barrel seit Jahresbeginn der größte Verkauf aller Zeiten. Da sich dieser nun aber dem Ende neigt und jüngst die OPEC+ beschloss ihre Förderquoten um 2 Mio. Barrel pro Tag zu reduzieren, dürfte sich das Angebot merklich verknappen.
- Folglich halten wir das Abwärtspotenzial bei Öl bei einer leichten Rezession für begrenzt. Über die nächsten Jahre dürfte der Ölpreis sogar eher steigen.

Quelle: Bloomberg, DOE, Zeitraum: 30.03.1983 - 07.10.2022



Multi-Asset

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (09.09.22 - 07.10.22)	YTD (31.12.21 - 07.10.22)	07.10.21	07.10.20	07.10.19	07.10.18	06.10.17
Brent	9,4	77,3	76,7	106,6	-37,6	-22,4	64,6
USD/EUR-Wechselkurs	-3,0	16,7	18,6	1,8	-6,7	5,0	1,8
Gold	1,7	8,1	14,4	-5,3	17,9	30,4	-4,0
Euro-Übernachteinlage	-0,3	0,0	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Industriemetalle	-0,1	0,5	7,7	43,7	-5,7	2,6	-2,3
EUR Staatsanleihen	-2,3		-11,4	-0,5	0,2	6,5	-1,1
Globale Wandelanleihen	-8,8		-10,8	23,7	26,2	5,0	3,3
EUR Unternehmensanleihen	-3,2		-15,7	1,2	0,5	6,5	-0,4
Aktien Emerging Markets	-15,2		-12,8	17,6	6,3	6,8	-5,4
Aktien Industrienationen	-4,5		-4,6	30,7	6,2	7,0	10,8
Aktien Frontier Markets	-12,9		-13,4	32,0	-6,6	12,1	-8,8
REITs	-7,0		-10,5	24,1	-17,4	27,0	-1,0
	-11,6						
	-14,8						
	-16,2						
	-22,0						

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

- Rohstoffe entwickelten sich über den letzten Monat am erfreulichsten – allen voran Rohöl dank der Förderkürzungen der OPEC+.
- Die verbliebenen Anlageklassen verzeichneten Verluste. Aktien, Anleihen und Immobilienwerte litten allesamt unter den immer restriktiveren Tönen der Zentralbanken und dem damit verbundenen Zinsanstieg.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.10.2017 - 07.10.2022

Aktien

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (09.09.22 - 07.10.22)	YTD (31.12.21 - 07.10.22)	07.10.21	07.10.20	07.10.19	07.10.18	06.10.17
MSCI Japan	-11,2	-2,0	-9,1	17,5	0,8	1,2	10,0
Stoxx Europa 50	-4,5	-9,3	-2,2	25,1	-5,6	8,2	-1,8
Stoxx Europa Defensiv	-4,9	-5,6	0,0	20,4	-5,4	9,1	3,8
Euro Stoxx 50	-5,4	-19,6	-15,5	29,1	-4,8	6,7	-4,7
MSCI Großbritannien	-5,8	-4,3	1,8	33,3	-18,2	1,0	3,2
MSCI EM Asien	-6,1	-15,5	-14,8	12,6	17,4	5,9	-5,0
DAX	-6,2	-22,7	-19,5	18,0	6,9	-0,1	-6,5
MSCI USA Small Caps	-6,8	-8,4	-5,9	45,0	0,5	1,1	12,5
Stoxx Europa Zyklisch	-7,7	-23,2	-19,0	36,1	-1,0	-2,0	-3,2
S&P 500	-7,7	-9,8	-0,5	33,1	10,6	9,0	17,5
MSCI EM Osteuropa	-8,9	-84,7	-86,2	66,0	-22,8	17,2	6,5
Stoxx Europa Small 200	-11,3	-32,0	-29,1	32,2	4,4	2,0	0,8

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.

- Über die letzten vier Wochen verbuchten alle hier dargestellten Aktienregionen und -segmente Verluste.
- Noch am besten entwickelten sich japanische (typischerweise exportstarke) Aktien, die von dem schwachen Yen profitieren.
- Das Nachsehen hatten vor allem europäische Nebenwerte, die auch seit Jahresbeginn zu den schlechtesten Performern gehören.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.10.2017 - 07.10.2022

Anleihen

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	4W (09.09.22 - 07.10.22)	YTD (31.12.21 - 07.10.22)	07.10.21	07.10.20	07.10.19	07.10.18	06.10.17
Chinesische Staatsanleihen	-0,4	3,4	4,7	5,7	2,7	6,8	4,4
US-Staatsanleihen	-0,5	0,6	2,7	-1,2	-0,5	17,6	-0,4
EM-Staatsanleihen (lokal)	-2,0	-4,8	-5,5	3,6	-8,4	18,6	-6,2
EUR Nicht-Finanzanleihen	-3,1	-15,7	-16,2	1,0	0,6	6,8	-0,3
Deutsche Staatsanleihen	-3,2	-15,7	-15,4	-2,5	-0,8	8,7	0,3
EUR Finanzanleihen	-3,2	-14,5	-15,0	1,5	0,5	6,0	-0,4
Italienische Staatsanleihen	-3,4	-17,3	-18,6	0,6	2,8	19,5	-5,0
EUR Hochzinsanleihen	-3,4	-14,9	-14,8	7,9	0,8	4,6	0,6
EM-Staatsanleihen (hart)	-3,5	-11,1	-9,7	5,1	-5,2	18,9	-1,3
USD Hochzinsanleihen	-3,8	-13,4	-12,6	10,1	3,7	6,4	2,3
USD Unternehmensanleihen	-4,1	-18,2	-17,8	1,7	7,0	14,8	-2,2
Britische Staatsanleihen	-10,4	-32,4	-29,7	0,5	-0,3	14,7	1,6

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

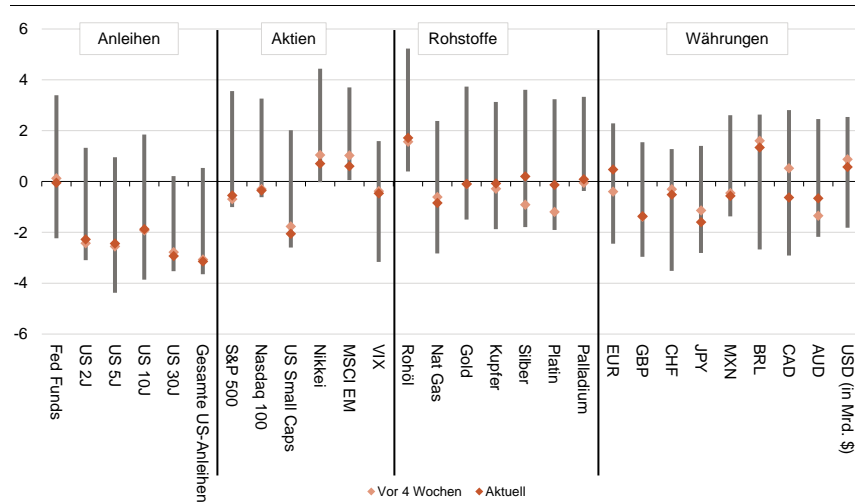
- Auch innerhalb der Anleihesegmente sind durch die Bank weg Verluste zu verzeichnen.
- Mit großem Abstand am schlechtesten entwickelten sich britische Staatsanleihen. Grund für den Ausverkauf waren die vor zwei Wochen vorgestellten expansiven Fiskalpläne von Premier Truss. Die Bank of England sah sich sogar gezwungen im Anleihemarkt zu intervenieren, um die Zinsen zu stabilisieren.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.10.2017 - 07.10.2022



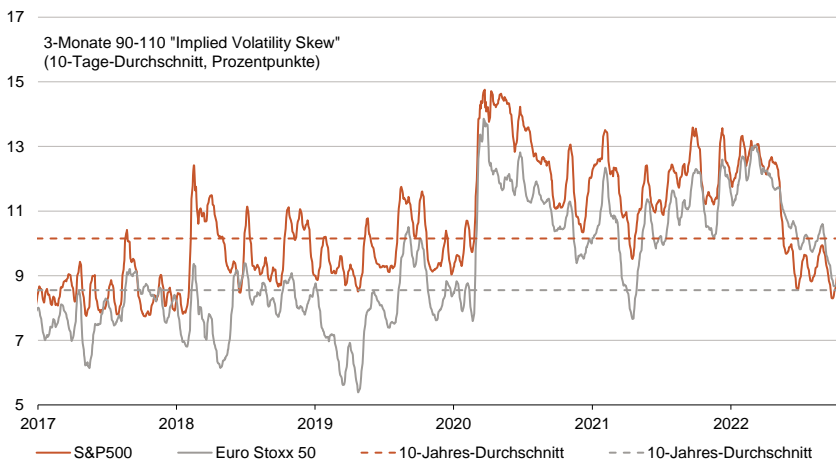
Spekulative Positionierung



- Bei Silber scheint es Anfang Oktober zum Short-Squeeze gekommen zu sein, sodass die spekulativen Anleger nun sogar leicht long positioniert sind.
- Obwohl beim Euro noch keine Trendwende zu erkennen ist, haben Hedge Fonds begonnen im Aggregat auf steigende Kurse zu wetten.

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: 04.10.2012 - 04.10.2022

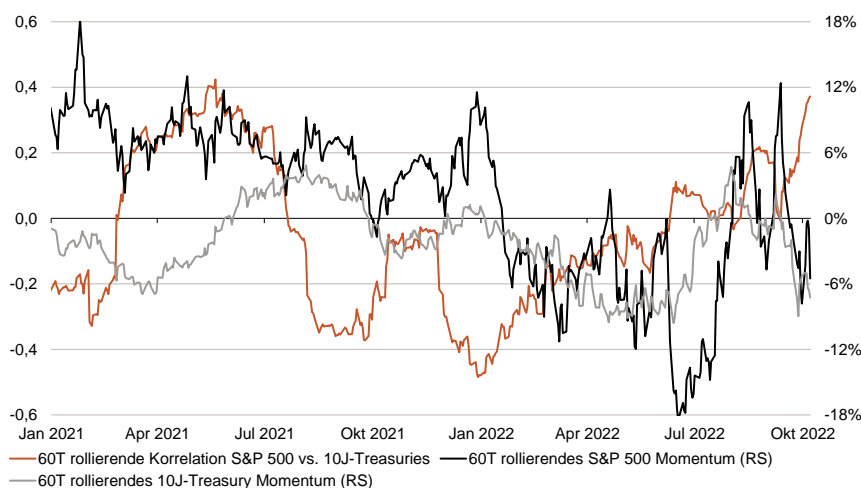
Put-Call-Skew



- Die Skew ist zuletzt vor allem in den USA wieder gestiegen. Getrieben war die Versteilerung durch die Verteuerung von aus dem Geld liegenden Put-Optionen relativ zu am Geld liegenden Optionen. Gegenüber dem historischen Durchschnitt bleibt die Skew allerdings weiter flach.
- In Europa liegt die Skew nahe ihrem Durchschnitt der letzten 10 Jahre.

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: 07.10.2012 - 07.10.2022

60-Tage-Momentum und -Korrelation

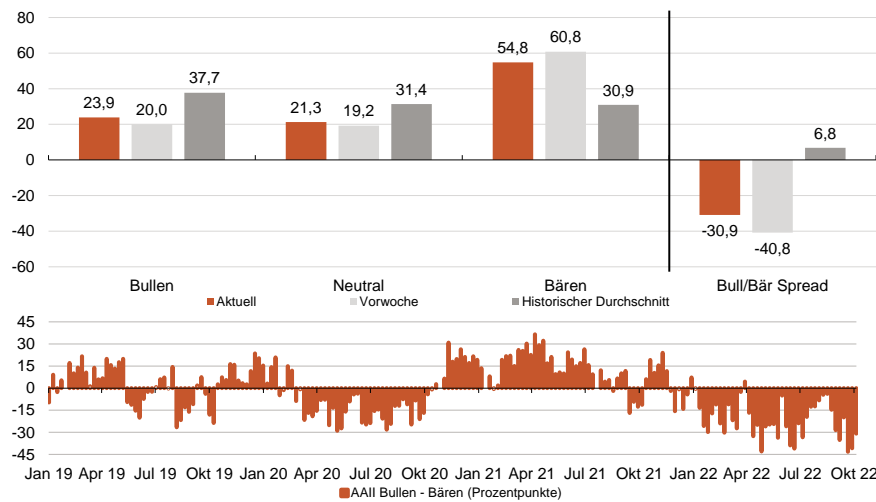


- Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist in den vergangenen Wochen erheblich angestiegen, denn beide Anlageklassen litten gleichermaßen unter der immer restriktiver werdenden Zentralbankpolitik.
- Risikobasierte Anlagestrategien dürften dementsprechend nur gering in Aktien investiert sein.

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 - 07.10.2022



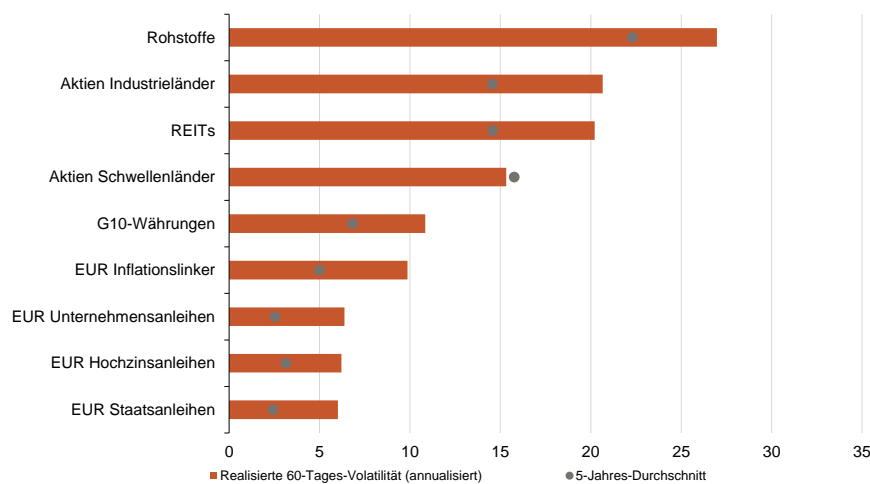
**AAll Markt-Optimisten gegenüber Markt-Pessimisten**



- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich in den letzten Wochen sukzessive aufgehellt, bleibt aber mit einem Bull/Bär-Spread von -31Pp weiter sehr negativ. Weniger als ein Viertel der Befragten rechnen mit steigenden Aktienmärkten in den kommenden 6 Monaten.
- Die Bären bleiben mit knapp 55% in der absoluten Mehrheit.

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. Tendenzuell negativ ist es hingegen, wenn deutlich mehr Optimisten als Pessimisten vorhanden sind.  
Quelle: Bloomberg, AAll, Zeitraum: 23.07.1987 - 06.10.2022

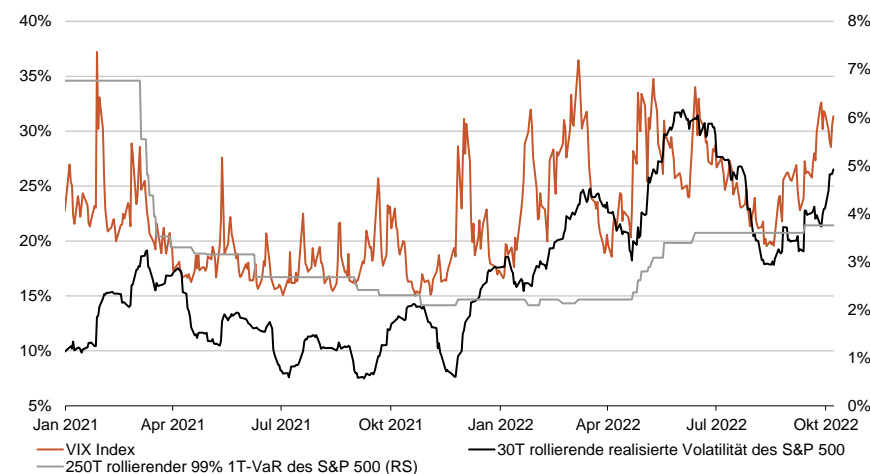
**Realisierte Volatilitäten**



- Die realisierten Volatilitäten bleiben im Gros überdurchschnittlich.
- Besonders hoch ist die Volatilität gemessen gegenüber der eigenen Historie bei Unternehmens- und Staatsanleihen. Hier liegt sie bei dem 2,5-fachen des 5-Jahresschnitts. Geringe Liquidität, Quantitative Tightening und steigende Leitzinsen erhöhen die Schwankungsfähigkeit der Rentenmärkte.

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: 07.10.2017 - 07.10.2022

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

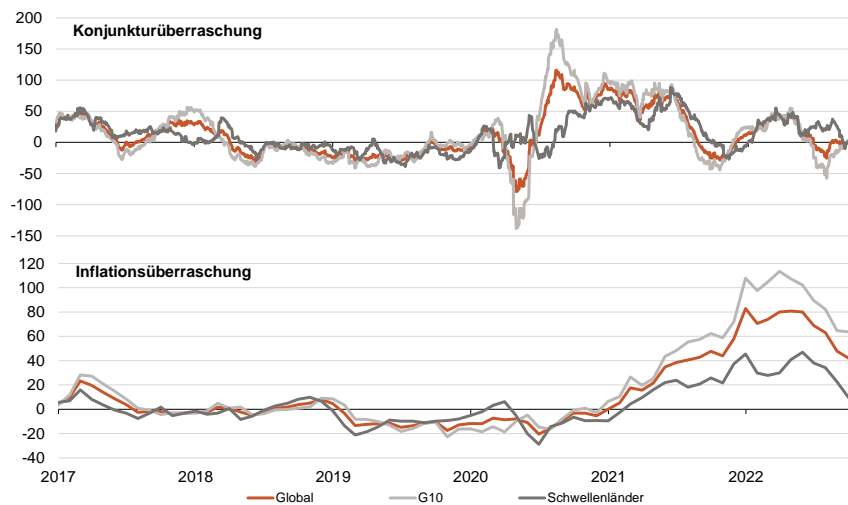


- Die implizite Volatilität des S&P 500 schwankt zuletzt um die Marke von 30.
- Insgesamt dürften risikobasierte Anlagestrategien geringe Aktienquoten haben, denn die realisierte Volatilität ist weiter gestiegen, während die Korrelation zu Anleihen deutlich zugenommen hat.

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 - 07.10.2022



## Global

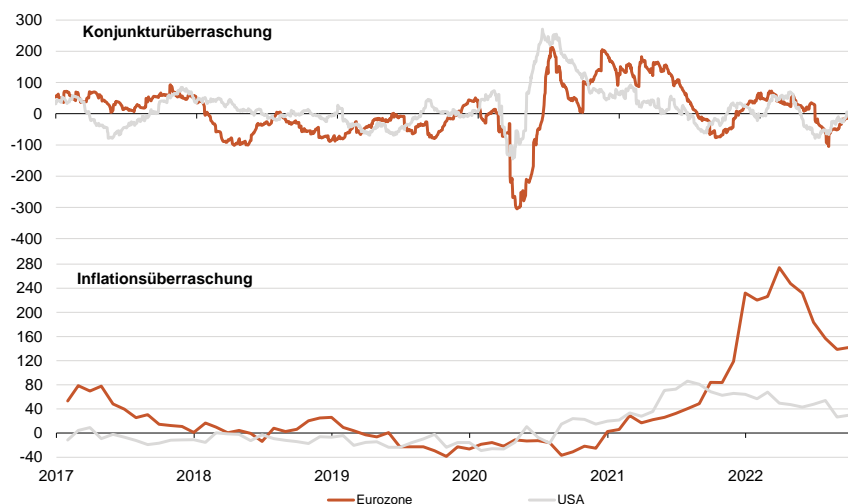


- Trotz global restriktiver Zentralbanken konnten sich die positiven und negativen Konjunkturüberraschungen auf globaler Ebene die Waage halten.
- Dies gilt auch für die Schwellenländer. Positiv konnten zuletzt beispielsweise der Industrie-Einkaufsmanagerindex (PMI) in China überraschen, während der Service-PMI negativ überraschte. In Russland konnten die PMIs nach oben überraschen, während die Einzelhandelsumsätze enttäuschten.
- Die positiven Inflationsüberraschungen haben zuletzt weiter abgenommen, bleiben aber weiterhin hoch.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 07.10.2022

## Eurozone & USA

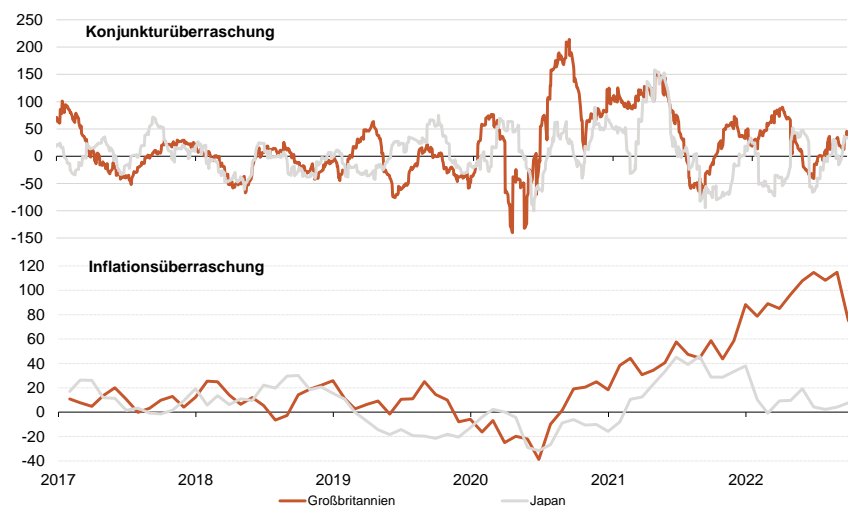


- Die Konjunkturüberraschungen in der Eurozone und in den USA sind ebenfalls nahe der Nulllinie.
- In den USA konnten zuletzt das Auftragseingänge, der Service-PMI und die Arbeitsmarktdaten positiv überraschen. Die Industrie-PMI hat enttäuscht.
- In der Eurozone enttäuschten die Einzelhandelsumsätze und der Composite-PMI.
- Die Inflation scheint insbesondere in der Eurozone weiterhin nicht unter Kontrolle zu sein, da hier die positiven Überraschungen deutlich oberhalb von den US-Werten liegen.

Siehe Erläuterungen unten.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 07.10.2022

## Großbritannien & Japan



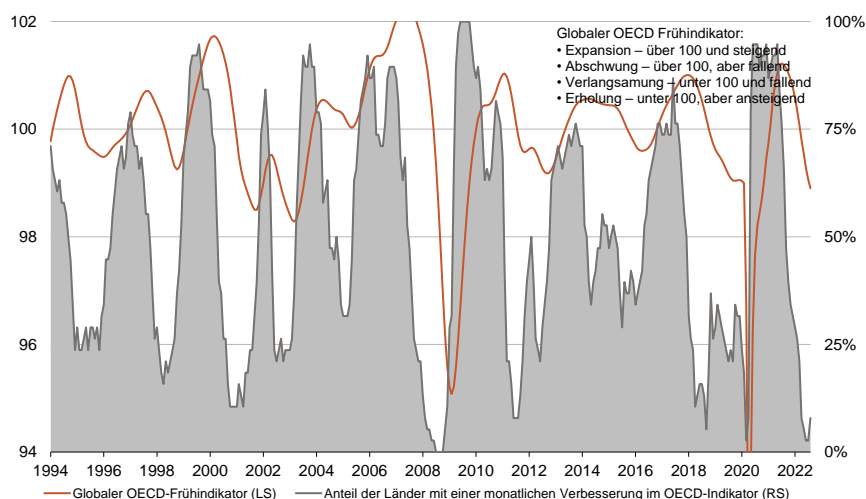
- In Japan und GB haben die Konjunkturdaten zuletzt nach oben überrascht. In GB überraschten die PMIs und in Japan die Einzelhandelsumsätze sowie die Industrieproduktion nach oben.
- Bei den Inflationsüberraschungen ging es in GB etwas zurück, während in Japan der Trend nach oben zeigte.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 07.10.2022



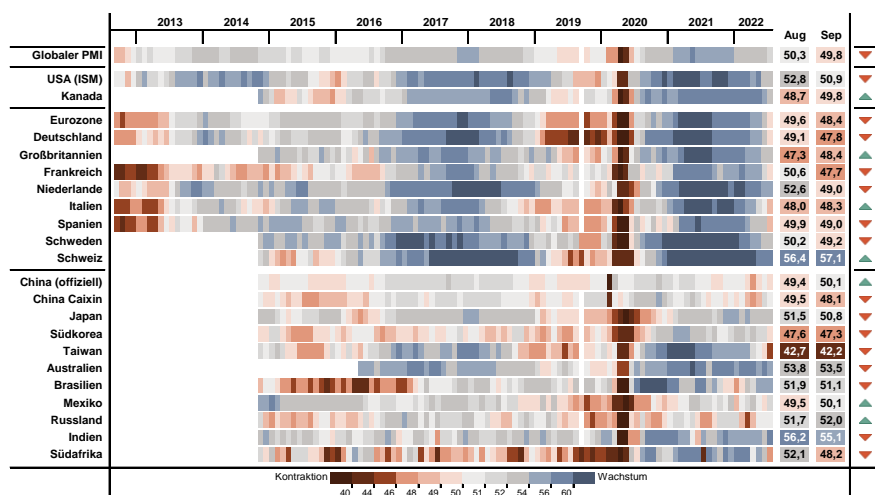
## OECD Frühindikator



- Der OECD-Frühindikator – bereits seit einigen Wochen unter der wichtigen Kernmarke von 100 und weiter fallend – deutet auf eine wirtschaftliche Verlangsamung.
- Auf Länderebene besserte sich das Bild leicht. 8% der Länder verbesserten sich im August 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 - 31.08.2022

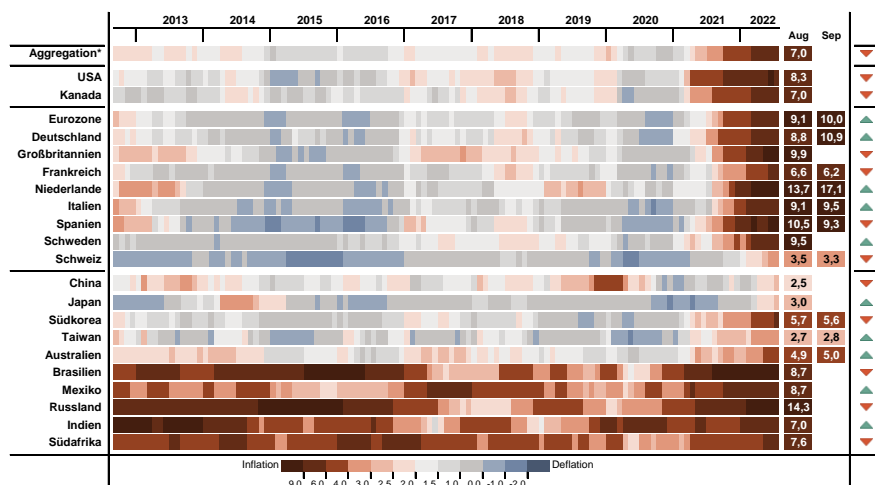
## Einkaufsmanagerindex (PMI) der Industrie



- Das Gros der PMIs hat sich im September verschlechtert, so auch auf globaler Ebene. Mit 49,8 zeigt der globale PMI nun auch eine Rezession an.
- In den USA ist der ISM auf 50,9 gefallen. Er liegt somit nur noch marginal in der Wachstumszone.

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: 30.09.2012 - 30.09.2022

## Gesamtinflation

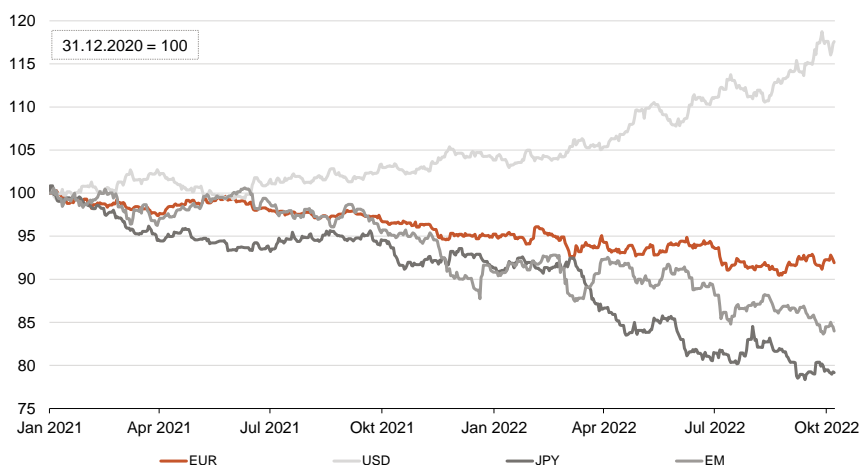


- In Europa ist die Inflation weiter am Steigen. Deutschland verzeichnete eine Inflation von mehr als 10%. Haupttreiber waren Nahrungsmittel- und Energiekosten. In den Niederlande ist die Inflation sogar auf 17,1% gestiegen.
- In den Schwellenländern hält sich die Inflation hingegen noch in Grenzen. Südkorea sah sogar eine leicht fallende Inflation.

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: 30.09.2012 - 30.09.2022



## Entwicklung handelsgewichteter Währungsindizes

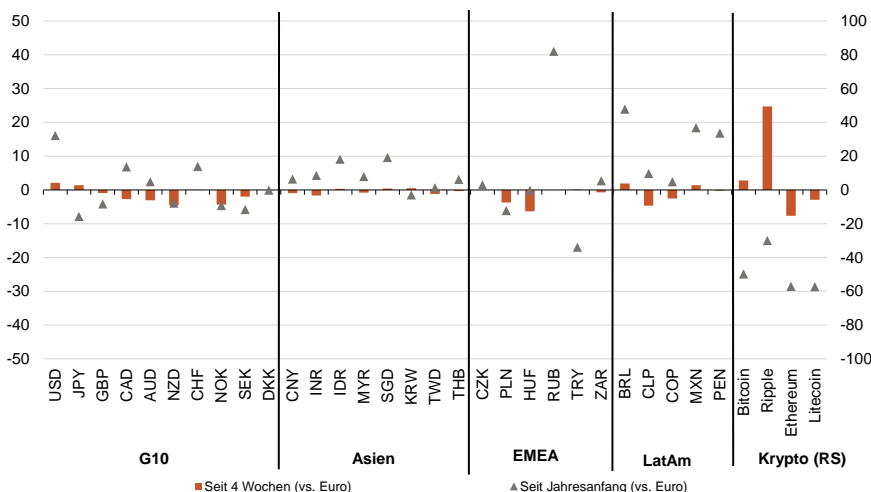


- Der US-Dollar hat jüngst auf historisch hohem Niveau konsolidiert. Ohne Wende in der Rhetorik der Fed sollte man allerdings noch nicht von einer Trendwende sprechen.
- Der japanische Yen leidet unverändert unter der Bank of Japan, die als einzige große Zentralbank an ihrem expansiven Kurs festhält.

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 - 07.10.2022

## Währungsentwicklungen gegenüber dem Euro

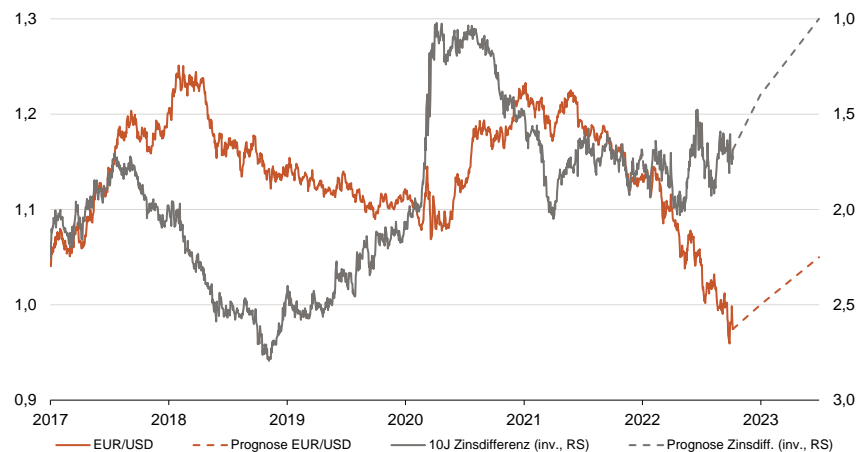


- Der Euro legte in den letzten vier Wochen gegenüber den meisten hier dargestellten Währungen zu. Unterstützung kam seitens der restriktiven Politik der EZB und mittlerweile gut gefüllten Gas-speichern.
- Nachdem das Pfund infolge der Veröffentlichung der Fiskalpläne von Premier Truss erhebliche Verluste verzeichnete, stabilisierte es sich zuletzt wieder. Denn nach der heftigen Reaktion der Märkte ruderte die britische Regierung mit ihren Plänen wieder etwas zurück.

Wertentwicklung von ausgewählten Währungen gegenüber dem Euro, in Prozent.

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2020 - 07.10.2022

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



- Der Euro hat sich von seinem Tief Ende September wieder erholt, notiert mit 0,97 US-Dollar je Euro allerdings weiter unterhalb der Parität.
- Die Zinsdifferenz ist indes weitgehend unverändert bei 1,7%. Damit bleibt die Währungsabsicherung von US-Investments für Euro-Investoren teuer.

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 (09.09.22 - 07.10.22)	YTD (31.12.21 - 07.10.22)	07.10.21 07.10.22	07.10.20 07.10.21	07.10.19 07.10.20	07.10.18 07.10.19	06.10.17 07.10.18
Energie	2,1	31,7	31,7	72,4	-46,3	-10,5	24,7
Gesundheit	-4,6	-9,2	-1,9	15,5	7,9	13,9	-0,1
Grundstoffe	-5,4	-17,1	-9,9	27,0	11,0	-2,3	3,6
Basiskonsumgüter	-5,8	-10,6	-1,5	11,0	-4,6	18,2	-2,7
Value	-5,9	-10,5	-6,3	31,8	-15,9	-1,3	-2,1
Growth	-7,1	-22,6	-16,0	25,0	7,8	10,7	0,9
Finanzen	-7,4	-14,9	-12,2	48,8	-20,4	-5,1	-8,6
Industrie	-7,4	-26,0	-19,7	30,9	5,8	5,6	-1,1
Zyklische Konsumgüter	-7,5	-25,8	-21,1	34,0	3,0	3,7	-1,9
Informationstechnologie	-8,0	-32,3	-28,0	38,1	18,3	6,0	9,0
Telekommunikation	-10,3	-14,5	-13,1	20,2	-20,0	9,1	-12,6
Versorger	-12,3	-18,1	-10,3	6,4	8,9	26,8	-1,0

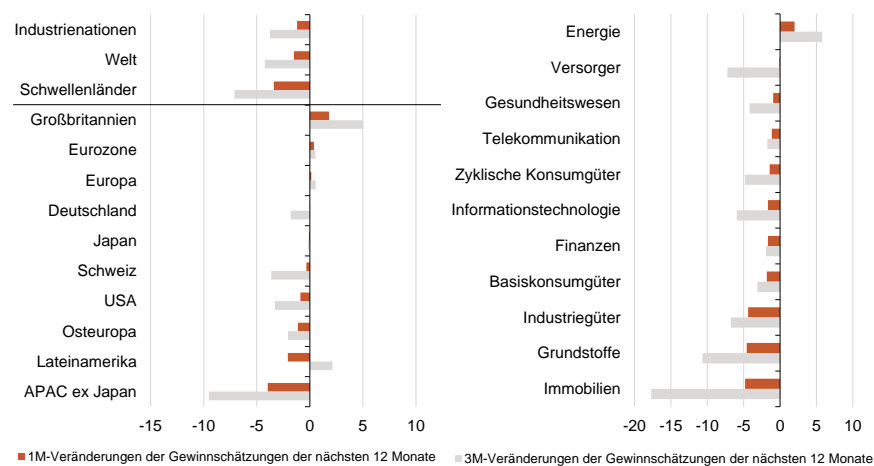
Zyklische Konsumgüter: MSCI Europe Consumer Discretionary NR; Basiskonsumgüter: MSCI Europe Cons. Staples NR; Energie: MSCI Europe Energy NR; Finanzen: MSCI Europe Financials NR; Gesundheit: MSCI Europe Health Care NR; Industrie: MSCI Europe Industrials NR; IT: MSCI Europe Inform. Techn. NR; Grundstoffe: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

- Der Rebound auf den Märkten hielt nur kurz an. Mit den US-Arbeitsmarktdaten ging es dann erneut deutlich nach unten. Alle Sektoren bis auf Energie über die letzten vier Wochen an Wert verloren. Telekommunikations- und Versorger-Aktien bildeten dabei die Schlusslichter.
- Value-Aktien konnten sich im jüngsten Abverkauf erneut besser als Growth-Aktien halten.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 07.10.2017 - 07.10.2022

## Veränderungen der Konsensus-Gewinnschätzungen

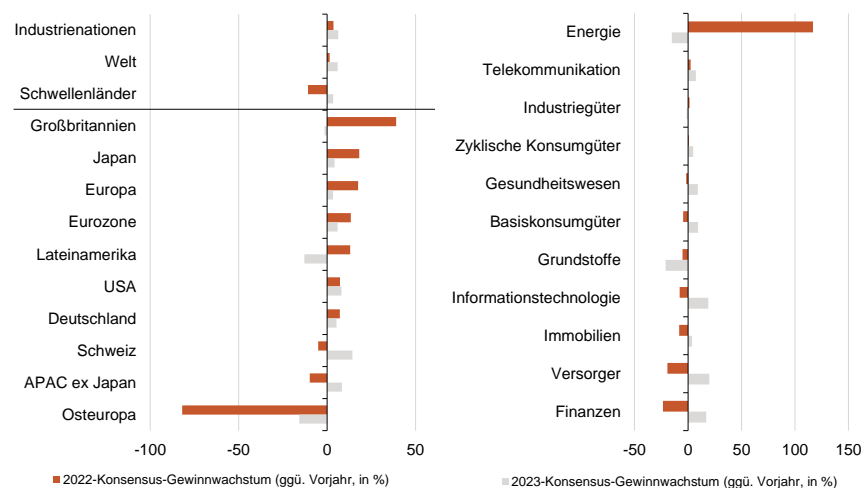


- In den letzten vier Wochen haben die Analysten die Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate weiter reduziert. Die negative Gewinnrevision war für die Schwellenländer am prägnantesten.
- Innerhalb der Schwellenländer war die Gewinnrevision für Lateinamerika und Asien ex Japan am negativsten. Bei Eurozonen und britischen Aktien haben sich die Gewinnschätzungen hingegen leicht verbessert.

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: 07.10.2022

## Gewinnwachstum



- Trotz Rezessionssorgen erwartet der Konsens global noch ein deutlich positives Gewinnwachstum im Jahr 2023. Laut Analysten dürfte das Gewinnwachstum bei den Industrienationen höher als bei den Schwellenländer sein.
- Auf Sektorebene dürften IT-Unternehmen und Versorger 2023 das höchste Gewinnwachstum sehen.

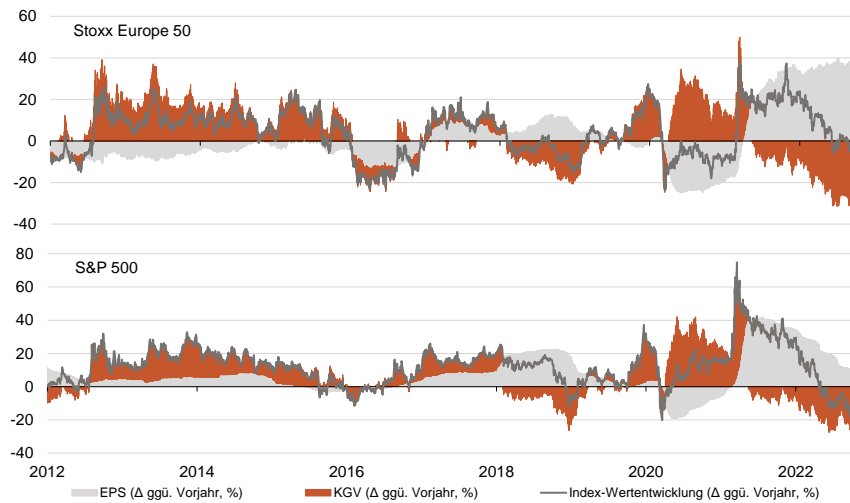
Vom Konsens erwartetes Kalenderjahr-Gewinnwachstum für ausgewählte Aktienregionen, gegenüber Vorjahr und in Prozent. Dabei werden die Gewinnschätzungen der einzelnen Unternehmen anhand der Indexgewichte hochaggregiert („Bottom-Up“). Regionale und Europa Sektor MSCI Indizes. APAC ex Japan = Asien Pazifik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

Quelle: FactSet, Stand: 07.10.2022





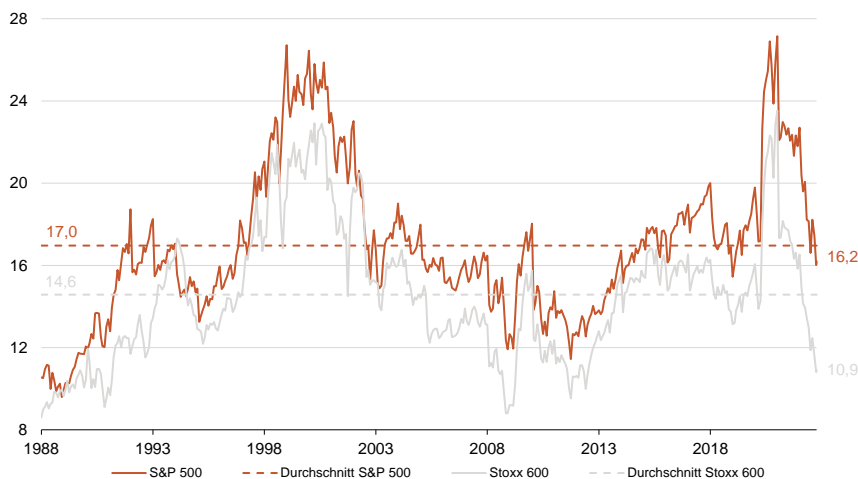
## Kontributionsanalyse



- Der Rückenwind von steigenden Gewinnen hat zuletzt sowohl bei dem Stoxx Europe 50 als auch bei S&P 500 abgenommen. Zudem gab es Gegenwind von der Bewertungsseite. Im Jahresvergleich haben somit beide Indizes zuletzt weiter an Wert verloren.

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 - 07.10.2022

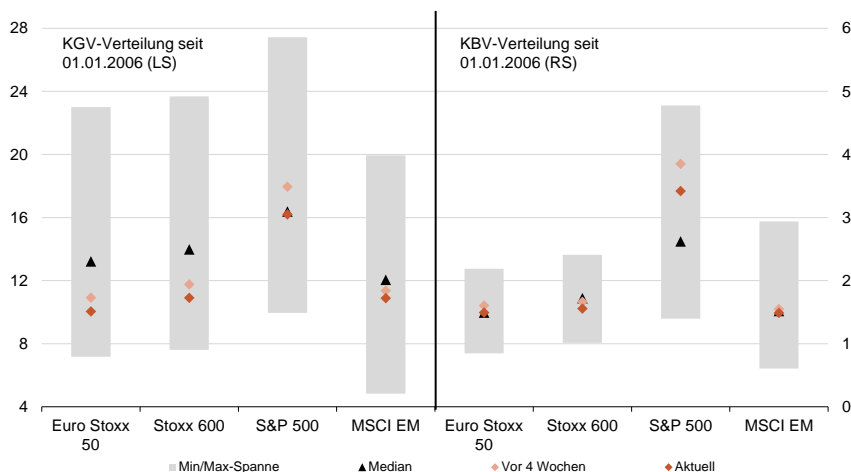
## Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von europäischen und US-Aktien



- Nach der jüngsten Aktienmarktkorrektur handelt der S&P 500 mit einem KGV von 16,2 leicht unterhalb des historischen Durchschnitts.
- Die Bewertung des Stoxx 600 nähert sich mit einem KGV von 10,9 hingegen bereits dem historischen Tief merklich an.

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 - 07.10.2022

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

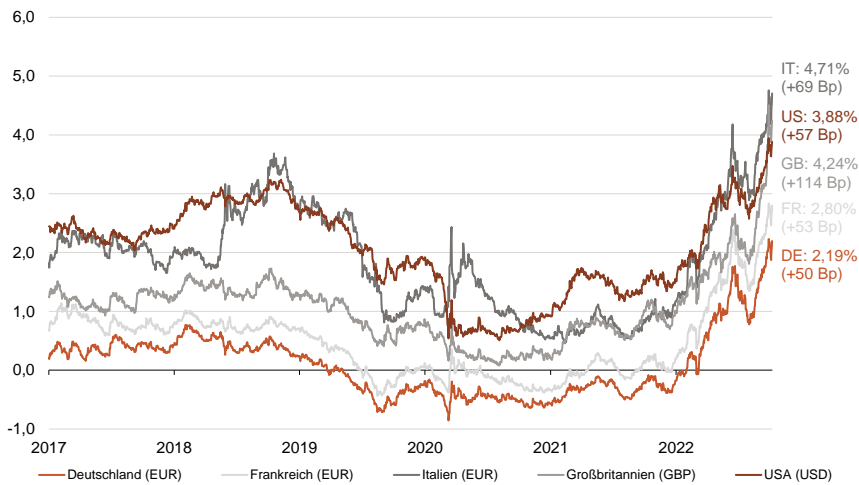


- Auch wenn der S&P 500 auf KGV-Basis historisch nicht mehr teuer erscheint, sieht das Bild auf KBV-Basis deutlich schlechter aus. Noch handelt der S&P 500 nahe 3,5x Buchwert der Unternehmen. Bei dem Stoxx 600 liegt der Wert hingegen bei nur nahe 1,5x.

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 - 07.10.2022



## Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

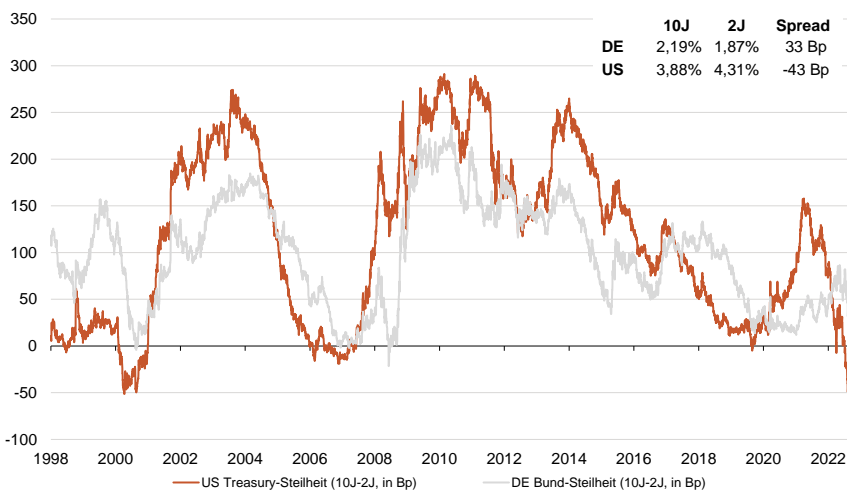


- In den letzten vier Wochen sind die Renditen bei Staatsanleihen massiv gestiegen. Die Inflationssorgen und restriktive Zentralbanken sind weiter die Taktgeber.
- US-Staatsanleihen sahen temporär Renditen oberhalb der 4%-Marke.
- Italienische Staatsanleihen liefern sogar bereits über 4,5% Rendite, da diese sowohl von steigenden Zentralbankzinsen als auch vom Risk-Off-Umfeld belastet waren.

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

Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 01.01.2017 - 07.10.2022

## Steilheit Renditestrukturkurve (10J-2J)

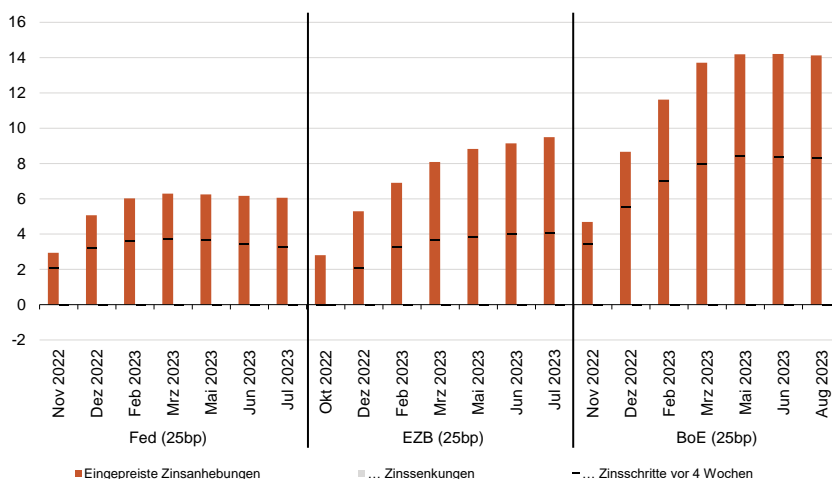


- Sowohl die Steilheit der US- als auch der deutschen Renditestrukturkurve hat sich in den letzten zwei Wochen leicht erhöht. In den USA ist die Kurve jedoch weiterhin deutlich invertiert, während die deutsche Kurve noch vor der Invertierung gestoppt hat. Sollte eine deutlich Rezession einsetzen, ist eine Invertierung jedoch wahrscheinlich.

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 - 07.10.2022

## Implizite Leitzinsveränderungen



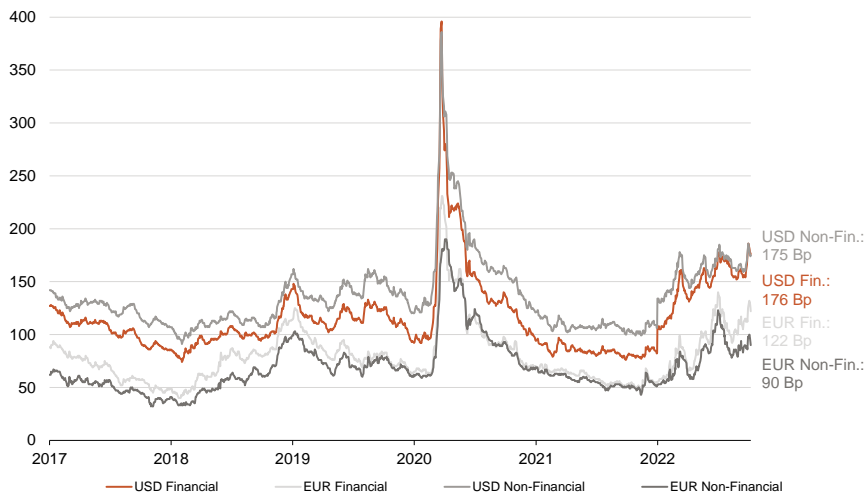
- Nachdem die hohe Inflation in den USA, der Eurozone als auch in Großbritannien widerstandsfähiger als von vielen erwartet ist, erwarten die Marktteilnehmer im Vergleich zu vor vier Wochen deutlich mehr Zinsanhebungen.
- Am deutlichsten ist dies in Großbritannien zu sehen, wo die Ankündigung einer lockeren Fiskalpolitik neue Inflationssängste schürte.

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: 09.09.2022 - 07.10.2022



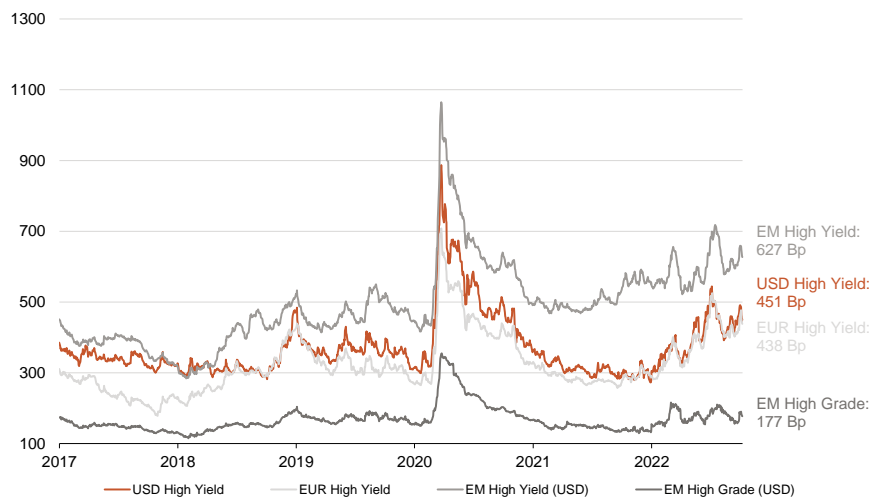
## Risikoaufschläge Finanzwerte und Nicht-Finanzwerte



- Der Credit-Markt blieb nicht unberührt von dem jüngsten Risk-Off an den Märkten. Investment-Grade-Unternehmensanleihen sahen in den letzten zwei Wochen eine Spreadausweitung von mehr als 10 Basispunkten.
- USD-IG-Unternehmensanleihen sahen dabei die größte Spreadausweitung. Die Spreads erreichten temporär ein neues Jahreshoch.

Erläuterungen siehe mittlere und untere Abbildung.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 07.10.2022

## Risikoaufschläge High-Yield und Schwellenländer



- EUR-Hochzinsanleihen sahen in den letzten zwei Wochen ebenfalls deutlich steigende Risikoaufschläge. Die Risikoaufschläge sind jedoch noch etwas von den Jahreshochs entfernt. Merklich erhöhte Ausfallraten werden somit aktuell nicht gepreist.
- Die Risikoaufschläge bei USD-Hochzinsanleihen notieren hingegen auf einem ähnlichen Niveau wie vor zwei Wochen.

Wie hoch das mit der Unternehmensanleihe verbundene Risiko ist, zeigt sich an ihrem Asset Swap Spread (in Bp). Dieser gibt die Rendite an, die der Emittent zusätzlich zum Swapsatz für die jeweilige Laufzeit als Ausgleich für sein Bonitätsrisiko zahlen muss. Siehe weitere Erläuterungen unten.  
Quelle: FactSet, Zeitraum: 01.01.2017 - 07.10.2022

## Anleihe-segmente in der Übersicht

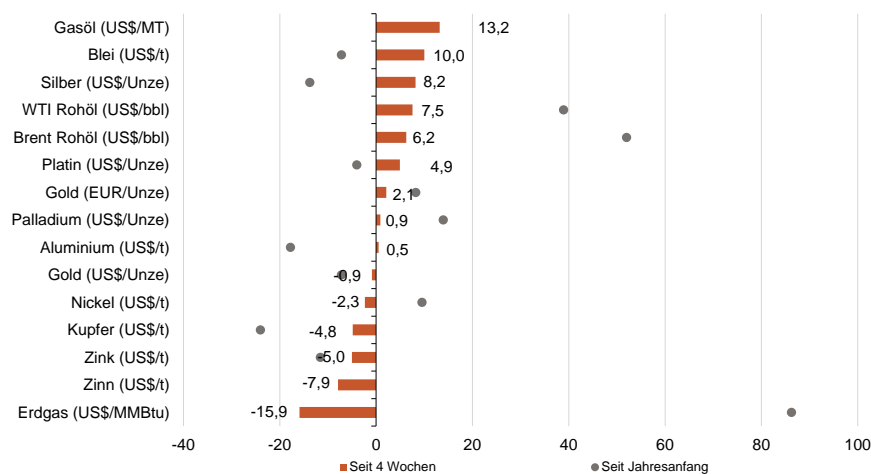
	Kennzahlen			Asset Swap Spread			Total Return (% lokal)						
	Rendite (in %)	Δ-1M	Modified Duration	Spread (in Bp)	Δ-1M	10J-Perzentil	1M	YTD	07/10/21 07/10/22	07/10/20 07/10/21	07/10/19 07/10/20	07/10/18 07/10/19	07/10/17 07/10/18
<b>EUR Government</b>	2,79	0,72	7,2	-	-	-	-4,4	-17,3	-17,6	-1,8	0,9	12,4	-0,6
Germany	2,02	0,70	7,3	-	-	-	-4,3	-15,8	-15,5	-2,4	-0,7	8,7	0,2
<b>EUR Corporate</b>	4,18	0,87	4,6	102	5	82	-3,4	-15,1	-15,6	1,2	0,5	6,4	-0,3
Financial	4,31	0,90	3,9	122	10	88	-3,1	-13,2	-13,7	1,3	0,6	5,8	-0,3
Non-Financial	4,10	0,84	5,0	90	2	78	-3,6	-16,1	-16,6	1,2	0,5	6,8	-0,3
<b>EUR High Yield</b>	8,13	0,99	3,3	438	6	88	-2,8	-14,9	-14,8	7,9	0,8	4,6	0,6
<b>US Treasury</b>	4,22	0,74	6,3	-	-	-	-3,5	-13,9	-13,4	-3,1	6,5	12,7	-2,3
<b>USD Corporate</b>	5,76	0,78	6,9	175	10	90	-4,2	-18,2	-17,8	1,7	7,0	14,8	-2,2
Financial	5,87	0,88	5,1	176	14	94	-3,7	-15,1	-15,1	1,5	7,2	13,0	-1,8
Non-Financial	5,70	0,73	7,7	175	8	87	-4,4	-19,6	-19,0	1,7	7,0	15,5	-2,3
<b>USD High Yield</b>	9,29	0,79	4,4	451	-1	73	-2,6	-13,4	-12,6	10,1	3,7	6,4	2,3
<b>EM High Grade</b>	5,90	0,78	5,2	177	5	45	-3,4	-16,6	-16,5	1,9	4,2	12,1	-1,2
<b>EM High Yield</b>	12,25	1,03	3,9	627	6	79	-3,8	-21,1	-22,7	4,5	5,8	9,6	-2,1

- Im 10-Jahres-Vergleich sind das Gros der Anleihe-segmente sehr attraktiv. Die Risikoaufschläge vieler Segmente befinden sich bereits oberhalb des 90sten-Perzentils.
- Aber auch absolut bieten viele Segmente sehr attraktive Renditen. EUR-HY mehr als 8% und USD-HY sogar mehr als 9%.

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: 07.10.2012 - 07.10.2022



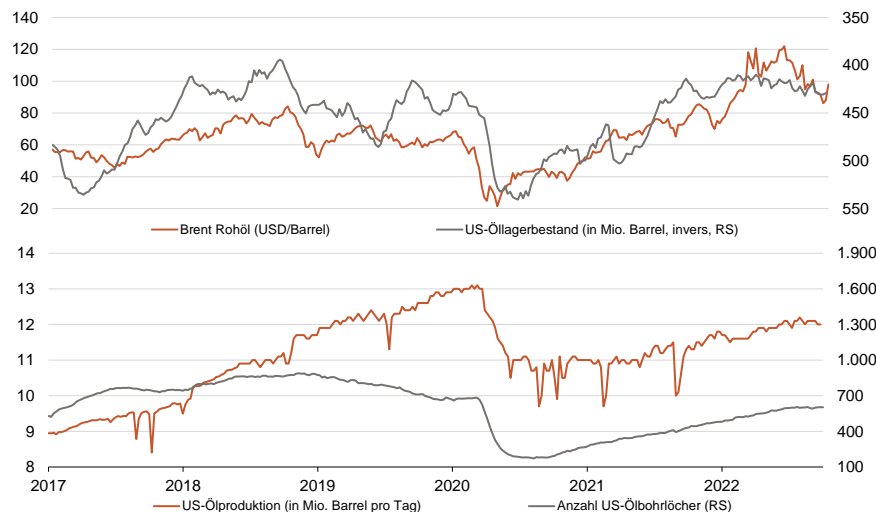
Performance Rohstoffe



- An den Rohstoffmärkten zeigte sich ein ungewöhnliches Bild: Die Edelmetalle verzeichnen in der Breite Gewinne.
- Besonders erfreulich hat sich Silber entwickelt. Silber erlebte vergangenen Montag den stärksten Tagesanstieg seit 14 Jahren. Rückenwind kam seitens leicht gefallener Zinsen und einem schwächeren Dollar, das Ausmaß der Bewegung dürfte sich allerdings auch in Teilen durch Short-Covering erklären.

Gesamtrendite („Total Return“) von ausgewählten Rohstoffindizes, in Prozent, sortiert nach 4-Wochen-Performance.  
Quelle: Bloomberg, Zeitraum: 31.12.2021 - 07.10.2022

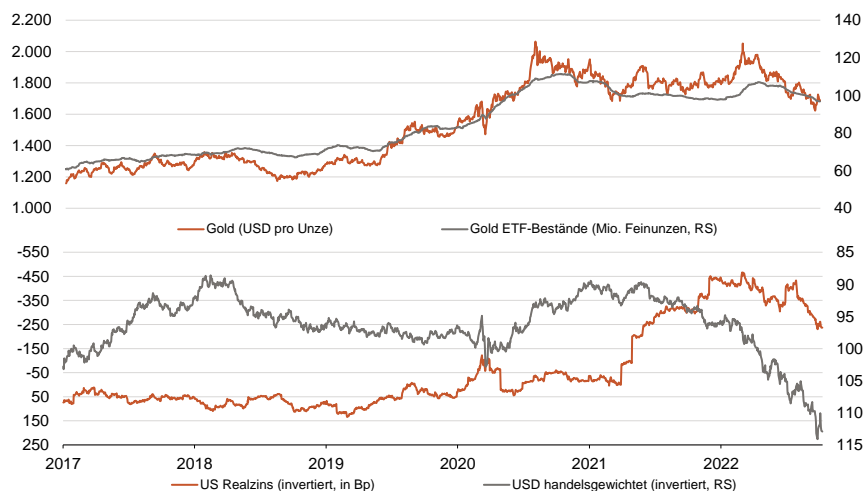
Rohöl



- Nachdem Öl in den vergangenen Monaten von Rezessions Sorgen dominiert wurde, sorgte die OPEC+ zuletzt für Aufwind. Denn das Kartell beschloss vergangene Woche Produktionskürzungen in Höhe von 2 Millionen Barrel pro Tag, was den höchsten Kürzungen seit Ausbruch der Pandemie entspricht.
- Da bereits jetzt einige Förderländer ihre Quoten nicht erfüllen, dürfte der tatsächliche Produktionsrückgang allerdings geringer ausfallen.

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 - 07.10.2022

Gold



- Gold litt in den letzten Monaten unter den stark gestiegenen Realzinsen.
- Allerdings erlebte Gold wie auch Silber um den Monatswechsel einen kurzen, kräftigen Wertzuwachs. Mit der höchsten Netto-Short-Positionierung seit 2019 dürfte auch hier die Bewegung technischer Natur gewesen sein.

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 - 07.10.2022



# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

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

## AUTOREN



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



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



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



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

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei 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.

Datum: 10. Oktober 2022

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- ▶ **Monitor**  
Fokus  
Investment Committee  
Protokoll

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

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