



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

April | 2022

# Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

## Wichtige Hinweise



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des -jeweiligen- Fonds zu entnehmen sind. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts „berenberg“ unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider.

Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen.

Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

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

Datum: 24. April 2022



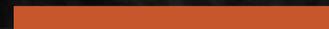
# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> Multi-Asset-Portfolios noch robuster aufgestellt	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Russische Invasion überschattet gesamtwirtschaftliche Lage. Höhere Energiepreise treiben Inflation	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> Volatilität in beide Richtungen	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Risikoprämien gestiegen	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Rohstoffe bleiben teuer und vor allem volatil	25
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Safe Haven-Währungen gesucht. Zentralbanken halten an moderatem Straffungskurs fest	28

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

# 01

## Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt



# Kapitalmarkt kompakt

## Rückblick



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

Gesamtrendite der Anlageklassen in den letzten 4 Wochen, seit Jahresanfang und über 5 Jahre (% , EUR)

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (22.02.22 - 22.03.22)	■ YTD (31.12.21 - 22.03.22)	22.03.21	22.03.20	22.03.19	22.03.18	22.03.17
Brent	27,2	56,7	114,6	71,6	-47,6	10,4	19,0
Industriemetalle	10,4	21,2	49,8	42,1	-17,0	2,9	-0,3
REITs	7,2	-6,1	25,9	29,0	-24,3	23,7	-13,0
Aktien Industrienationen	6,2	-2,5	18,9	54,4	-14,9	12,2	0,7
Globale Wandelanleihen	5,5	-4,8	-2,4	80,6	-14,5	8,2	-2,9
Gold	3,9	8,3	19,6	3,9	20,6	7,6	-6,6
USD/EUR-Wechselkurs	2,7	3,1	8,2	-10,4	5,7	8,9	-12,2
Euro-Übernachteinlage	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
EUR Staatsanleihen	-0,7	-3,0	-3,9	2,1	1,0	1,5	1,6
EUR Unternehmensanleihen	-1,7	-5,5	-5,8	9,2	-3,6	2,1	2,0
Aktien Frontier Markets	-1,8	-5,2	17,4	28,1	-16,3	-6,6	10,6
Aktien Emerging Markets	-3,4	-4,9	-6,3	51,8	-17,6	-1,2	11,2

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.

Quellen: Bloomberg, Berenberg

Zeitraum: 22.03.2017 – 22.03.2022

Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

# Kapitalmarkt kompakt

## Ausblick nach Anlageklassen



---

### Volkswirtschaft



- Russland-Invasion verzögert den Wiederaufschwung. Unsicherheit und höhere Preise belasten die Konjunktur.
- Der Preisauftrieb geht weiter. Energie- und Nahrungsmittelpreise als Treiber. Es drohen einige Monate Stagflation.
- Notenbanken werden zur Kehrtwende gezwungen. Moderate Straffung der Geldpolitik wird umgesetzt.

---

### Aktien



- Negative Anlegerstimmung und geringe Positionierung haben Aktien zuletzt unterstützt.
- Nicht-fundamentale Anleger dürften bei sinkender Volatilität Aktien aufstocken. Fundamental lässt aber der Rückenwind nach.
- Wir hatten unser Aktiengewicht im Zuge des Abverkaufs erhöht, sehen nun aber kurzfristig nur begrenztes Aufwärtspotenzial.

---

### Anleihen



- Sichere Staatsanleihen verlieren jenseits temporärer Absicherungsnachfrage weiter. Schwellenländer attraktiv bewertet.
- Potenzial für Unternehmensanleihen sehen wir mittelfristig durch reduziertes Angebot sowie nach Bewertungskorrektur.
- Wir gewichten Anleihen unter und bleiben bei Schwellenländeranleihen Übergewichtet. Duration: kurz.

---

### Alternative Investments / Rohstoffe



- Russisches Öl fließt noch in den Westen. Das Angebot ist aber jetzt schon knapp. Preise und Volatilität dürften erhöht bleiben.
- Gold profitiert von allerlei Unsicherheiten. Steigende Realzinsen bremsen, sind aber weniger gefährlich bei restriktiver Fed.
- Industriemetallmärkte profitieren von hohen Öl- und Gaspreisen. Dekarbonisierungstrend wurde mit dem Krieg beschleunigt.

---

### Währungen



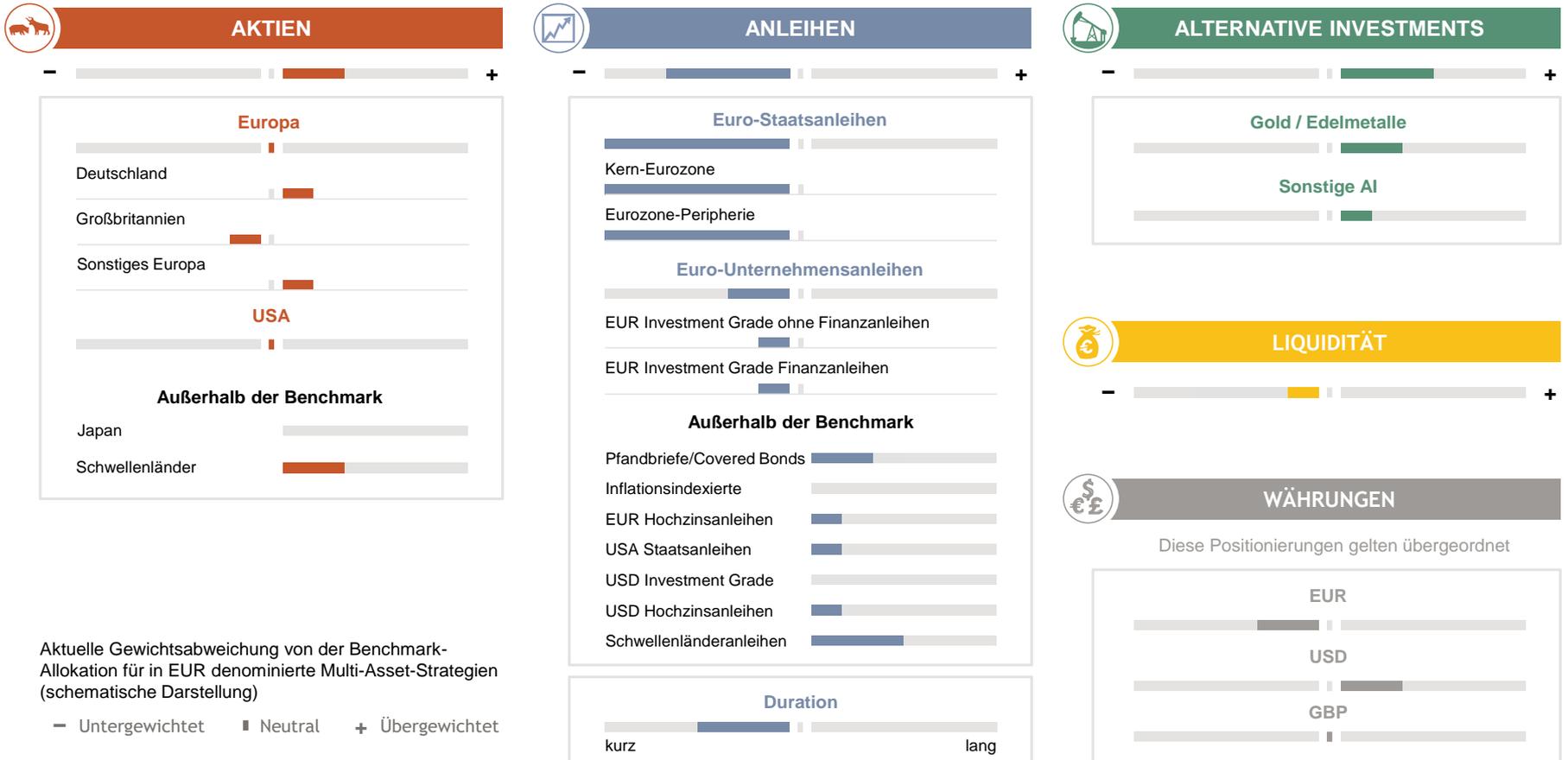
- Safe Haven-Währungen (US-Dollar, Schweizer Franken) wegen Russland-Ukraine-Krieg wieder gefragt.
- Der Euro erholt sich leicht von seinen Tiefständen bei 1,08 US-Dollar je Euro und 1,00 Franken je Euro.
- Für den Euro ist der Weg nach oben steinig. Die geographische Nähe zur Krisenregion ist ein Belastungsfaktor.

# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



### Portfoliositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Quelle: Berenberg

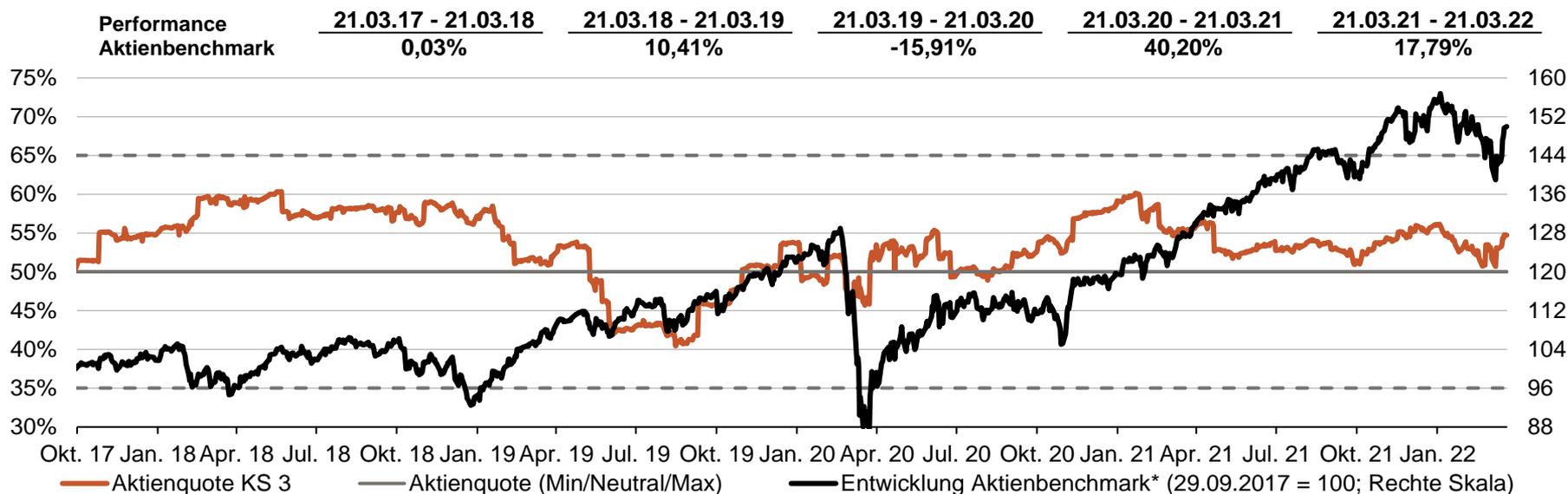
Darstellung per 22.03.2022

# Berenberg Asset-Allokation kompakt

## Rückblick für die Kernstrategie 3

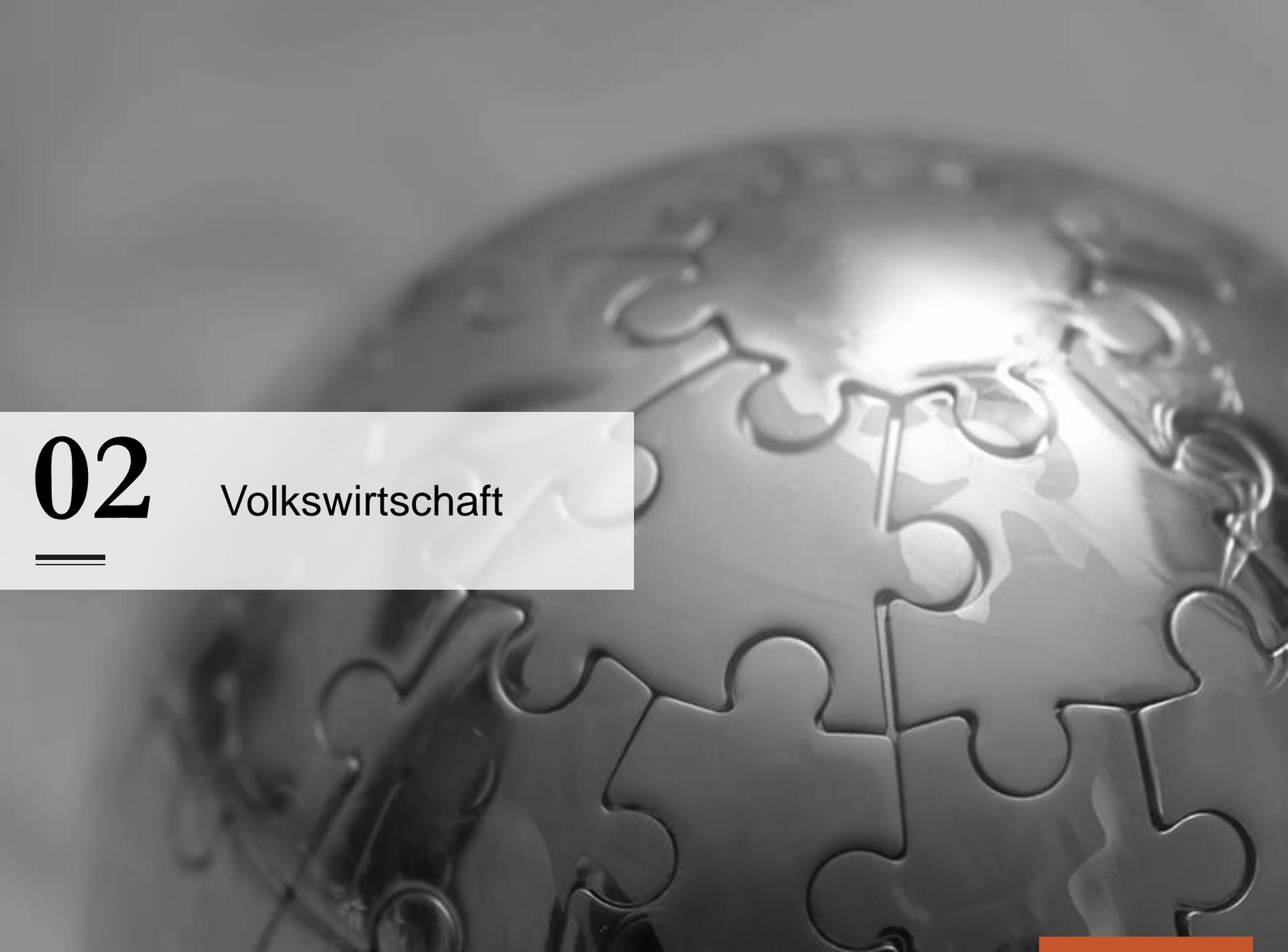


### Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg \*„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 21.03.2017 – 21.03.2022  
 Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir haben den Abverkauf an den Aktienmärkten und die damit einhergehende negative Anlegerstimmung genutzt, um sukzessive unsere Aktienquote hochzufahren. Innerhalb unserer Multi-Asset-Portfolios haben wir in rohstoffreiche Aktienregionen wie Großbritannien und Lateinamerika investiert. Diese balancieren unseren „Quality Growth“-Stil bei europäischen Aktien gut aus, was zu einer niedrigeren Portfolio-Volatilität führt. Gerade für Lateinamerika sprechen aber neben den vorteilhaften Korrelationseigenschaften noch andere Gründe: Lateinamerika profitiert von den gestiegenen Rohstoffpreisen, was zuletzt global zu den stärksten positiven Gewinnrevisionen geführt hat. Die Bewertung (Index-KGV von ca. 9) ist zudem relativ günstig.
- Den starken Anstieg der US-Zinsen im Zuge der Fed-Sitzung haben wir zudem genutzt, um eine erste kleine Position in US-Staatsanleihen aufzubauen. Sollten sich die Rezessionsängste einiger Marktteilnehmer bewahrheiten, dürften die Anleiherenditen nach oben gedeckelt sein.



**02**

---

Volkswirtschaft

# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

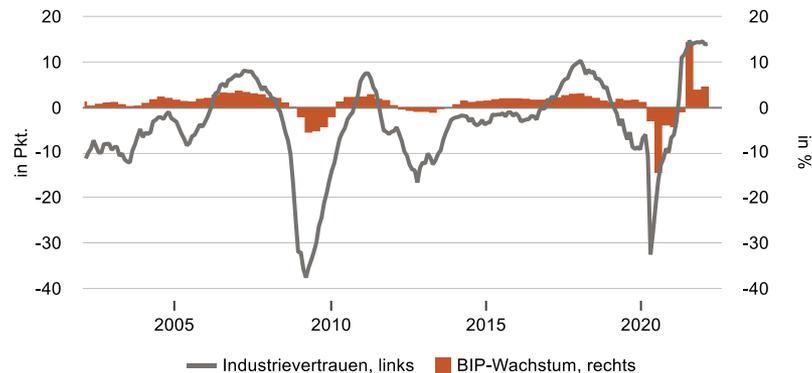


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Ein politischer Wendepunkt

- Putins Krieg gegen die Ukraine verändert die Politik in Europa. Deutschlands Kehrtwende, die Verteidigungsausgaben möglichst schnell auf über 2 % des BIP zu erhöhen, ist ein deutliches Zeichen.
- Um sich von der Abhängigkeiten von Russland zu lösen und die ärmeren Haushalte zu unterstützen, wird die Finanzpolitik in den kommenden Jahren expansiver sein als erwartet.
- Infolge zusätzlicher Ausgaben ist anzunehmen, dass das reale BIP der Eurozone stärker wächst, als bisher erwartet, sobald die Volkswirtschaften den anfänglichen Kriegs-Schock verarbeitet haben.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



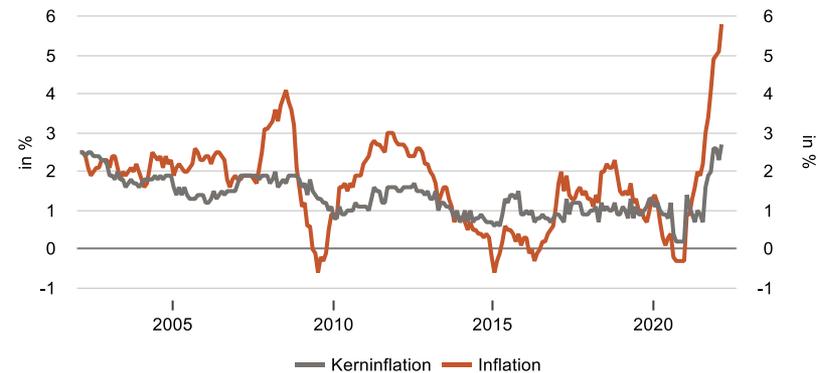
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2002 – 02/2022

### Abschied von den Fiskalregeln?

- Gegenwärtig ist nicht davon auszugehen, dass nationale oder EU-Fiskalregeln zusätzlichen Ausgaben im Wege stehen werden.
- Unter dem Schock des Krieges könnte die EU ihre Haushaltsregeln für 2023 erneut aussetzen, wie sie es bereits für 2020–2022 als Reaktion auf die Pandemie getan hat.
- Deutschland hat mit der Verwendung von außerbudgetären Mitteln (Sondervermögen) ein Beispiel gesetzt, dem andere Länder folgen könnten.
- Tatsächlich ist zu erwarten, dass die Fiskalregeln künftig noch „flexibler“ ausgelegt werden.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2002 – 02/2022

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

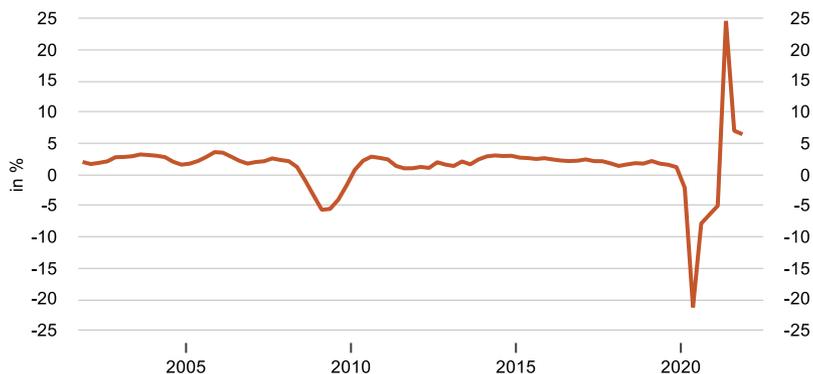
### Höhere Energiepreise belasten Realeinkommen

- Der Aufwärtstrend setzt sich fort: Die Inflationsrate ist im Februar stärker als erwartet auf 6,2 % gestiegen – den höchsten Wert seit 30 Jahren. Die Kerninflation, bei der die volatilen Komponenten Energie und Lebensmittel herausgerechnet werden, stieg im Jahresvergleich um 5,2 % (Januar: 4,4 %).
- Verschärft durch die russische Invasion in der Ukraine schaden die steigenden Energiepreise den Realeinkommen und dem privaten Verbrauch. Der negative Einfluss des Krieges auf das Vertrauen könnte die Erholung im zweiten und dritten Quartal bremsen oder aufhalten.

### Bank of England (BoE): Dritter Zinsschritt in Folge

- Die BoE hat den Leitzins um 25 Basispunkte auf 0,75 % angehoben – es war der dritte Zinsschritt in Folge.
- Obwohl die Unsicherheit über die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten nach dem Einmarsch Russlands in der Ukraine zugenommen hat, versuchte die BoE, die überzogenen Markterwartungen in Bezug auf das Tempo und das Ausmaß einer weiteren geldpolitischen Straffung zu korrigieren.
- Überwogen hatte die gegenwärtige Lage am Arbeitsmarkt sowie anhaltende Anzeichen für einen robusten inländischen Kosten- und Preisdruck.

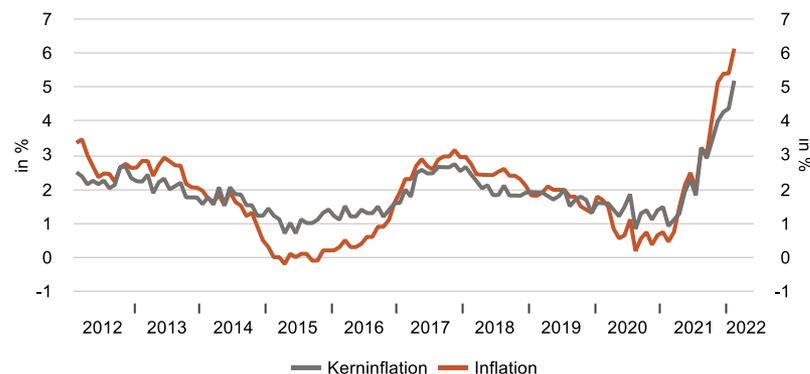
### Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2001 – 12/2021

### Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2012 – 02/2022

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

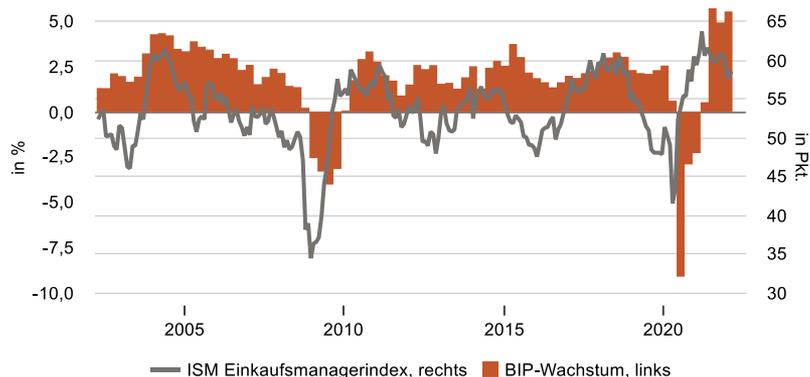


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Industrieproduktion legt zu

- Die US-Industrieproduktion stieg im Februar um 0,5 % gegenüber dem Vormonat und erreichte damit den höchsten Stand seit 2018. Die Produktion des verarbeitenden Gewerbes legte um 1,2 % gegenüber dem Vormonat zu, was auf eine robuste Nachfrage nach Industriegütern trotz hoher Preise hindeutet.
- Die Industrieproduktion liegt nun 2,3 % über dem Vorpandemieniveau und hat sich in den letzten vier Monaten beschleunigt. Angesichts der Lieferengpässe und des Arbeitskräftemangels – resultierend aus der Omikron-Welle, die die Produktion einschränkte – sind das sehr gute Zahlen.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



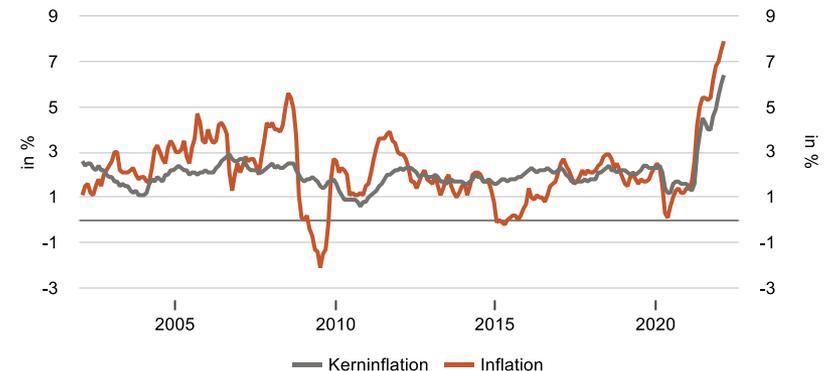
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2001 – 02/2022

### Einzelhandelsumsätze weiterhin robust

- Die US-Einzelhandelsumsätze stiegen im Februar um 0,3 % gegenüber Januar. Die Januar-Daten wurden mit 4,9 % deutlich nach oben revidiert.
- Die Einzelhandelsumsätze liegen nach wie vor um 25 % über dem Niveau vor der Pandemie und wuchsen trotz der Verlangsamung im Februar in den letzten Monaten kräftig.
- Die Februar-Daten spiegeln aber noch nicht die vollen Auswirkungen der russischen Invasion wider. Sie werden sich voraussichtlich stark auf die Einzelhandelsumsätze der kommenden Monate sowie den Verbrauch auswirken.

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2002 – 02/2022

# Prognosen

## Wichtigste Einschätzungen im Überblick

### BIP-Wachstum (in %)

### Inflation (in %)

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2022		2023		2024		2022		2023		2024	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	3,5	3,5	2,9	2,3	2,7	2,1	6,9	6,2	3,9	2,6	3,1	2,2
Eurozone	3,2	3,3	3,3	2,5	2,2	1,8	6,1	5,3	2,3	2,0	2,3	1,8
Deutschland	2,8	2,9	3,5	2,7	2,3	1,6	5,7	5,1	2,6	2,1	2,5	2,1
Frankreich	3,5	3,5	3,0	2,2	2,4	1,7	4,6	3,8	2,2	1,8	2,3	1,5
Italien	3,2	3,3	2,6	2,1	1,5	1,4	6,0	5,8	2,0	1,7	2,1	1,7
Spanien	5,1	5,3	4,2	3,5	2,3	2,4	7,0	5,4	1,9	1,9	2,2	1,7
Großbritannien	4,0	4,0	2,8	1,8	2,4	1,6	6,6	6,5	3,0	3,0	2,3	2,0
Japan	2,7	2,4	2,4	1,7	1,5	1,1	1,3	1,3	0,8	0,8	0,7	0,7
China	4,8	5,1	4,7	5,2	4,3	5,0	1,8	2,2	2,3	2,2	2,3	2,2
Welt*	3,7	-	3,3	-	2,9	-	-	5,1	-	3,3	-	3,0

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.03.2022

\* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

\*\* Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

# 03

## Aktien



# Marktentwicklung

## Volatil in beide Richtungen

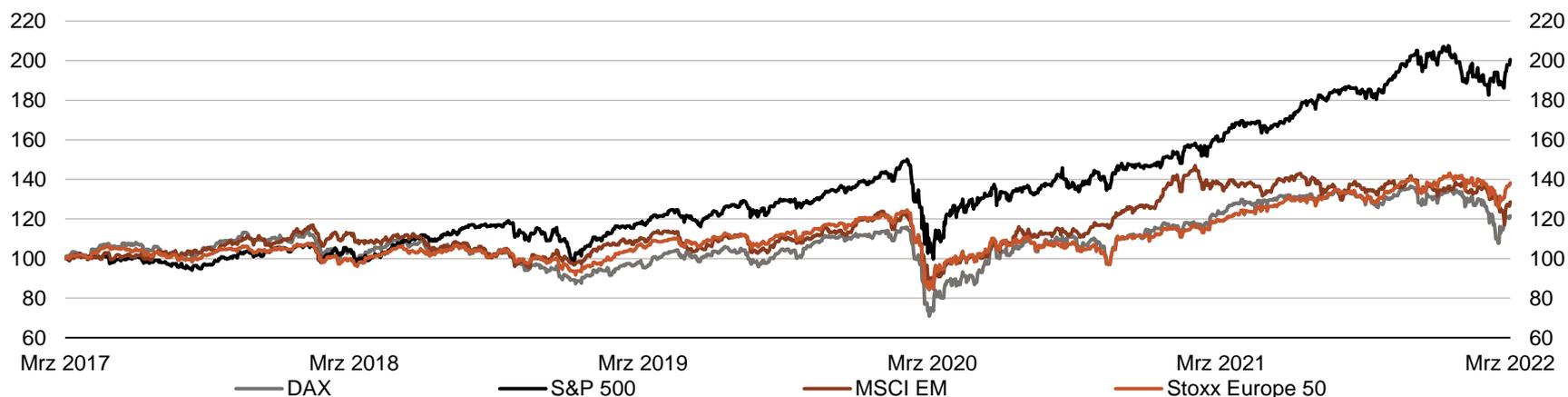


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Aktienmärkte profitierten zuletzt von der negativen Anlegerstimmung und der geringen Positionierung

- Die beiden großen Unsicherheiten bezüglich der Geldpolitik der Zentralbanken sowie der volkswirtschaftlichen Auswirkungen von Russlands Krieg sorgen für eine erhöhte Aktienmarktvolatilität in beide Richtungen. Nachdem die Aktienmärkte im Zuge der verschärften Sanktionen und den gestiegenen Rohstoffpreise noch bis Mitte März gefallen sind, konnten sie sich seitdem sogar deutlicher als von uns erwartet erholen. Treiber dieser Erholungsrallye waren neben der bereits schon äußerst pessimistischen Anlegerstimmung vor allem die Eindeckung von Short-Positionen und Hedges – zumal nach der ersten Leitzinsanhebung um 25bp durch die Fed während ihrer März-Sitzung auch etwas Unsicherheit aus dem Markt ging.
- Da im Zuge der Markterholung sich das Preismomentum verbessert hat und die Volatilität etwas zurückgegangen ist, dürften nun vermehrt auch systematische Strategien ihre Aktienquote hochfahren. Nach der kräftigen Erholung sehen wir allerdings das Aufwärtspotenzial kurzfristig als begrenzt an, da viele Analysten ihre Gewinnschätzungen reduzieren dürften und die Aktienrückkaufprogramme im Zuge der anstehende Berichtssaison zurückgefahren werden.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 22.03.2017 – 22.03.2022

# Unternehmensgewinne

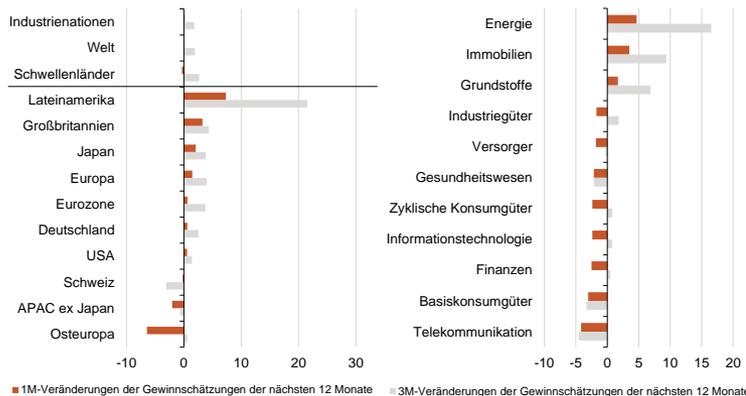
## Gewinnrevisionen nun nicht mehr so positiv



### Regionale Spreizung bei Gewinnrevisionen

- Regional sahen Lateinamerika und Großbritannien deutlich positive Gewinnrevisionen, während Osteuropa nicht überraschend fallende Gewinnprognosen verzeichnete. Lateinamerika und Großbritannien profitieren aufgrund ihrer Index-Sektorstruktur überproportional von steigenden Zinsen und Rohstoffpreisen. Insgesamt hat das positive Momentum der Gewinnrevisionen zuletzt nachgelassen.
- Der Energie-, der Immobilien- und der Grundstoff-Sektor sahen in den letzten vier Wochen die größten positiven Gewinnrevisionen. Der Telekommunikationssektor bildete das Schlusslicht.

### Nachlassendes Momentum bei Gewinnrevisionen



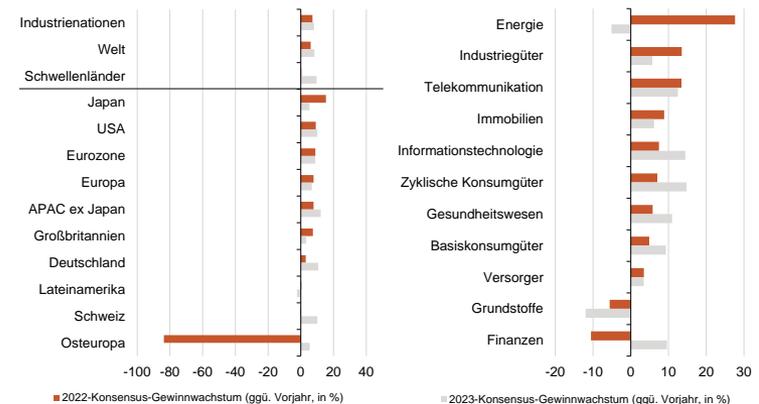
Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren

Stand: 22.03.2022

### Japan mit größtem 2022-Gewinnwachstum

- Japan sieht mit rund 15% das größte Gewinnwachstum für 2022 laut dem Konsensus. Aber auch die USA und die Eurozone dürften steigende Gewinne verzeichnen.
- Bei den europäischen Sektoren dürften der Energie- und der Industriegüter-Sektor den höchsten Gewinnzuwachs sehen. Der Finanzsektor hat hingegen aufgrund des Russland-Exposures einiger Banken mit Gewinngegenwind zu kämpfen.

### Japan mit deutlichem Gewinnwachstum



Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren

Stand: 22.03.2022

# Bewertung & Volatilität

## Aktien nun tendenziell nicht mehr teuer bewertet

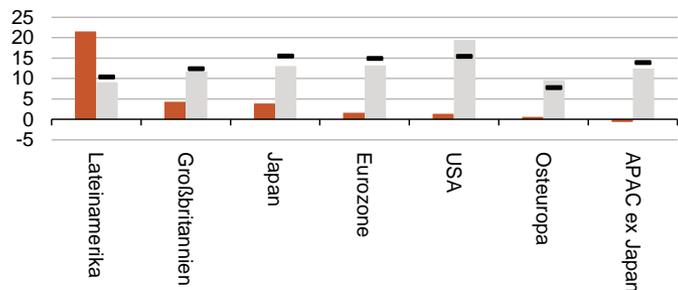


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Bewertung wieder wichtiger geworden

- Verglichen mit der eigenen Historie über die letzten 20 Jahre sind nun fast alle Regionen nicht mehr teuer bewertet. US-Aktien bleiben eine Ausnahme.
- Lateinamerika und Großbritannien sind nicht teuer bewertet. Sie profitieren darüber hinaus auch von stark steigenden Gewinnrevisionen. Beide Regionen haben entsprechend seit Jahresanfang besser als beispielsweise US-Aktien abgeschnitten. In Zeiten steigender Zinsen werden Bewertungsniveaus wieder wichtiger.

### Lateinamerika und Großbritannien attraktiv



■ 3M-Veränderungen der Gewinnschätzungen der nächsten 12 Monate (%)  
 ■ KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten 12M  
 ■ Median-Bewertung der letzten 20 Jahre

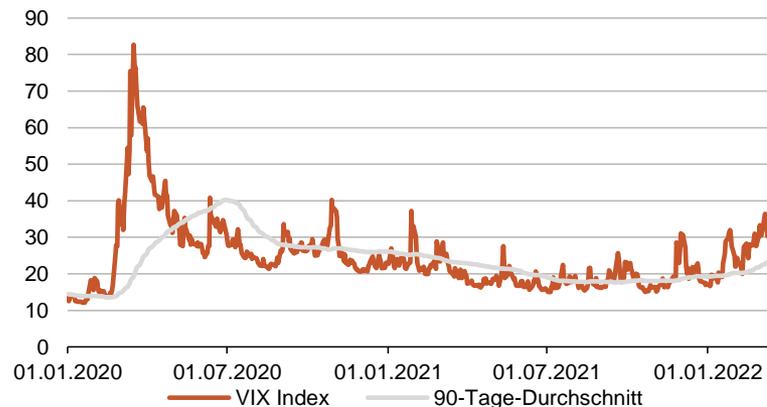
Quelle: FactSet, eigene Berechnungen

Stand: 22.03.2022

### Volatilität nun niedriger, aber noch erhöht

- Nachdem sich der VIX im Zuge der Russland-Invasion mehrere Tage über 30 gehalten hat, kam die implizite Volatilität nach der Fed-Sitzung deutlich herunter. Allerdings sind wir noch weit von den Levels des letzten Jahres entfernt und notieren weiterhin oberhalb der 20.
- Die fallende Volatilität dürfte nun dafür sorgen, dass systematische Strategien, die Anlageklassen mit dem Inversen der Volatilität skalieren, nun wieder Aktien aufbauen werden.

### VIX ist die letzten Tage deutlich gefallen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

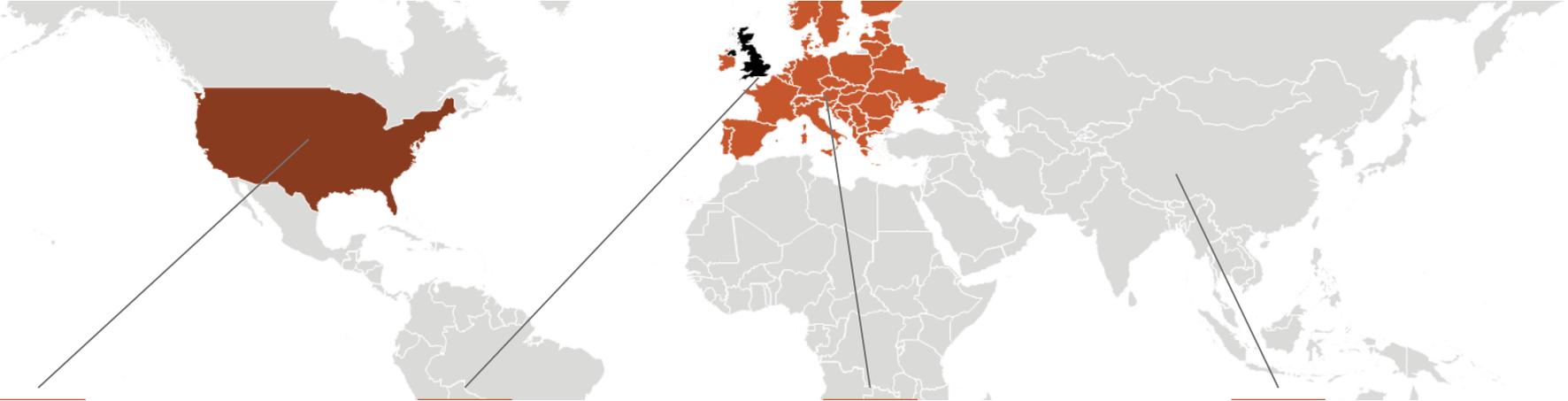
Zeitraum: 01.01.2020 - 22.03.2022

# Aktien Allokation

## Schwellenländer attraktiv



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### USA

#### Neutral

- Steigende Anleiherenditen dürften hochbewertete US-Aktien belasten, während die strukturelle Wachstumsstärke Sicherheit gegenüber aufkommenden Wachstumssorgen liefert.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir US-Aktien neutral gewichtet.

### Großbritannien

#### Untergewichten

- Britische Aktien sind im Vergleich zu vielen anderen Regionen günstig. Auf Indexebene haben UK-Aktien ein eher defensives sowie rohstoffreiches Profil, was sich in einem Umfeld von steigenden Zinsen und geopolitischen Risiken auszahlen sollte.
- Wir haben die Untergewichtung jüngst durch den Kauf eines FTSE100-ETFs reduziert.

### Europa ex. UK

#### Übergewichten

- Der schwächere Euro, die beschlossenen Fiskalpakete und die vergleichsweise günstige Bewertung dürften europäische Aktien unterstützen.
- Russlands Ukraine-Krieg und der damit einhergehende Inflationsanstieg dürften aber insbesondere europäische Unternehmen belastet. Wir sind Europa (inklusive Großbritannien) neutral gewichtet.

### Schwellenländer

#### Übergewichten

- Schwellenländer-Aktien außerhalb Osteuropas dürften einer der Hauptprofiteure einer Erholung der Weltkonjunktur sein und dürften zudem weniger von den Folgen des Russland-Ukraine-Krieges betroffen sein.
- Wir haben lateinamerikanische Aktien jüngst weiter aufgestockt, da sie von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren dürften und auch in den letzten Wochen die stärksten Gewinnrevisionen verzeichnet haben.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	22.03.2022	31.12.2022	30.06.2023	in 12 Monaten
S&P 500	4.512	4.650	4.850	5.230
DAX	14.473	15.500	16.500	19.043
Euro Stoxx 50	3.926	4.150	4.400	4.940
MSCI Großbritannien	2.138	2.200	2.350	2.470
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	3,1	7,5	15,9
DAX	-	7,1	14,0	31,6
Euro Stoxx 50	-	5,7	12,1	25,8
MSCI Großbritannien	-	2,9	9,9	15,5

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.03.2022

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

# 04

## Anleihen



### U.S. Treasuries

- 3-Month
- 6-Month
- 12-Month
- 2-Year
- 3-Year
- 5-Year
- 7-Year
- 10 Year

Coupon	Maturity Date
0.000	02/18/2010
0.000	05/20/2010
0.000	11/18/2010
1.000	10/31/2011
1.375	11/15/2012
2.375	10/31/2014
3.125	10/31/2016
3.375	11/15/2019
4.375	11/15/2039

### Current Price Yield

Current Price	Yield	Time
0	.01	11/20
0.13	.13	11/20
0.26	.26	11/20
11-16+	.72	11/20
00-12	1.25	11/20
9 1/2	2.18	11/20
1/2	2.90	11/20
1	3.37	11/20
10	29	11/20

# Staatsanleihen

## Trend steigender Renditen nur kurz unterbrochen



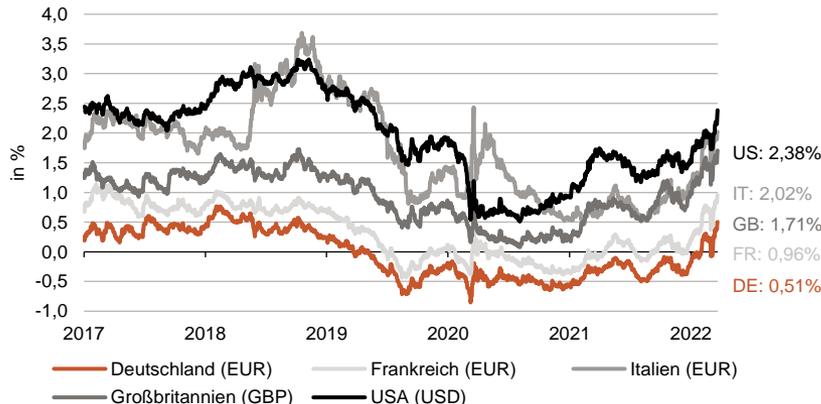
### Sichere Staatsanleihen setzen ihren Abwärtstrend fort

- Das erhöhte Sicherheitsbedürfnis infolge der russischen Invasion in der Ukraine führte zu temporär steigender Nachfrage.
- So konnten beispielsweise deutsche Bundesanleihen und US-Staatsanleihen hinzugewinnen. In Zuge dessen notierten die Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen erneut temporär unter der Null-Grenze und die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen erreichten zwischenzeitlich mit 1,77% das Niveau von Anfang Februar. Das war aber nun von kurzer Dauer, die US-Staatsanleiherenditen kletterten danach auf über 2,4%.

### Staatsanleihen lediglich als Absicherung interessant

- Mehrere Faktoren sprechen dafür, dass jenseits geopolitischer Einflüsse der Trend steigender Renditen wieder aufgenommen wird. Zu nennen sind hier vor allem unser mittel- und langfristig positiver Konjunkturausblick, eine höhere Inflation und die hierauf mit Beendigung ihrer extrem expansiven Geldpolitik reagierenden Notenbanken. In diesem Umfeld werden sichere Staatsanleihen Verluste einfahren. Als Absicherungen gegen Konjunkturrisiken können jedoch US-Staatsanleihen, die nun auch einen erhöhten Carry aufweisen, selektiv interessant sein.

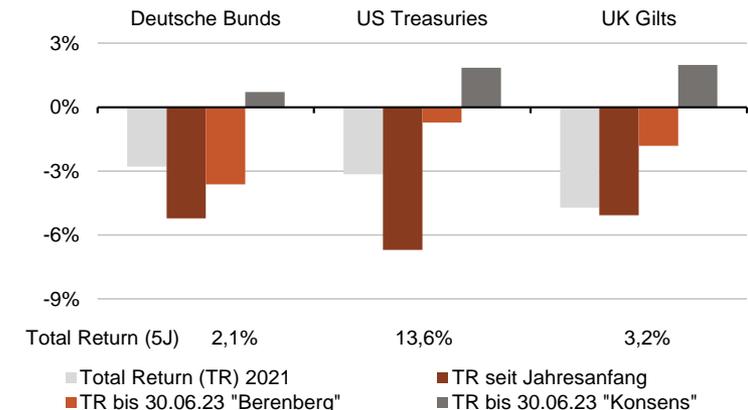
### Renditen sicherer Staatsanleihen nur kurz unter Druck



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 - 22.03.2022

### Sichere Staatsanleihen weiter auf Talfahrt



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 22.03.2017 – 22.03.2022

# Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

## Risikoprämien zuletzt weiter gestiegen



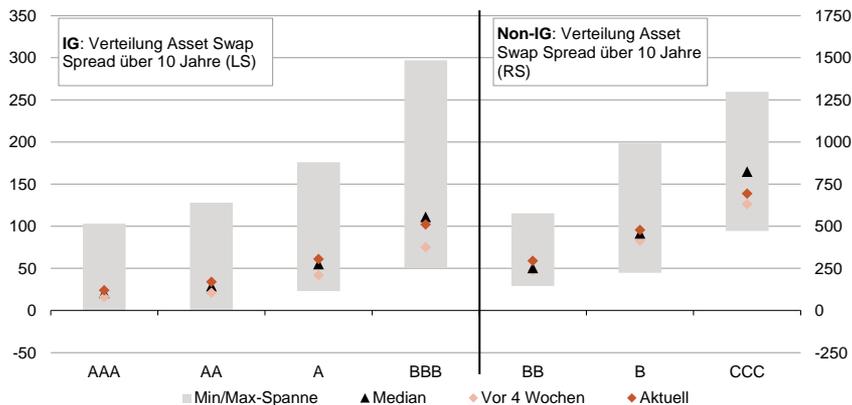
### Unternehmensanleihen mit ersten Lichtblicken

- Die gestiegene Unsicherheit spiegelt sich auf dem Unternehmensanleihemarkt wider. Die Risikoaufschläge bei Investment-Grade-Anleihen sind in den letzten vier Wochen durch die Bank weg gestiegen.
- Europäische Unternehmensanleihen haben zwar bereits begonnen, an Attraktivität zurückzugewinnen, für einen vollauf überzeugten Einstieg fehlen uns aber noch eindeutige Signale, und wir positionieren uns bis dahin defensiv am kurzen Ende.

### Schwellenländer: Lokalwährungsanleihen bevorzugt

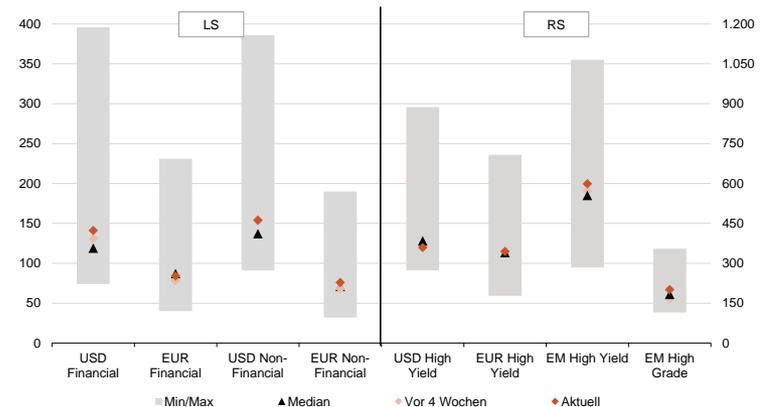
- Die Risikoaufschläge bei Hochzinsanleihen sind ebenfalls merklich gestiegen. Der Anstieg war aufgrund der Osteuropa-Exposure am stärksten bei Schwellenländer-Anleihen, welche eine Spreadausweitung von knapp 30 Basispunkten erlebten.
- Im Vergleich verschiedener festverzinslicher Segmente bleiben Schwellenländerpapiere unser Favorit, insbesondere in Lokalwährung(en).

### Euro-Unternehmensanleihen mit höheren Risikoprämien



Quelle: Factset, 10J-Verteilung der Risikoaufschläge Zeitraum: : 22.03.2012 – 22.03.2022  
von EUR-Unternehmensanleihen nach Rating

### Spreads bei EM-High Yield über historischem Median



Quelle: Factset, 10J-Spread-Verteilung

Zeitraum: 22.03.2012 – 22.03.2022

# Kapitalmarktstrategie

## Anleihen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### Kernsegmente



#### Staatsanleihen Untergewichten

- Im Falle hoher Bonitäten bleiben sichere Staatsanleihen in Risk-Off-Phasen grundsätzlich gefragt.
- Wir rechnen mit weiterhin steigenden Renditen, wenngleich der Markt bereits einiges eingepreist hat. Die Duration sollte kurz gehalten werden - Zinsänderungsrisiken werden nicht ausreichend vergütet.



#### Unternehmensanleihen Übergewichten

- Unternehmensanleihen haben durch die Spread-Ausweitung bereits begonnen an relativer Attraktivität gegenüber Staatsanleihen zu gewinnen.
- Innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen bevorzugen wir Titel mit kurzer Laufzeit.



### Weitere Segmente



#### Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Für Schwellenländerpapiere sprechen attraktive Renditeniveaus und Angebotsknappheit. Allgemein bergen hohe Inflation und steigende Zinsen, vor allem in den USA, jedoch erhöhte Risiken für Schwellenländerinvestments, insbes. bei Hartwährungsanleihen.
- Die asiatische Region sehen wir im Vorteil gegenüber anderen, insbesondere die Lokalwährungskomponente erscheint uns hier wie auch in Lateinamerika opportun.



#### Hochzinsanleihen Neutral

- An der Beimischungen von Hochzinsanleihen halten wir vorerst fest, werden aber vorsichtiger, da die historisch nicht sehr hohen Risikoaufschläge bei steigenden Wirtschaftsrisiken das Risiko-Rendite-Verhältnis unattraktiver werden lässt.
- Bei europäischen Hochzinsanleihen positionieren wir uns abseits der üblichen Papiere.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	22.03.2022	31.12.2022		30.06.2023	
<b>Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)</b>	<b>Aktuell</b>		<b>Ø*</b>		<b>Ø*</b>
<b>USA</b>					
Leitzins	0,25-0,50	1,75-2,00	1,55	2,50-2,75	2,00
10J US-Rendite	2,38	2,60	2,30	2,80	2,49
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	0,00	0,25	0,10	0,75	0,40
10J Bund-Rendite	0,50	0,70	0,43	1,05	0,58
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	0,75	1,00	1,20	1,25	1,40
10J Gilts-Rendite	1,71	1,90	1,59	2,20	1,76

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.03.2022

\*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



**05**

Rohstoffe





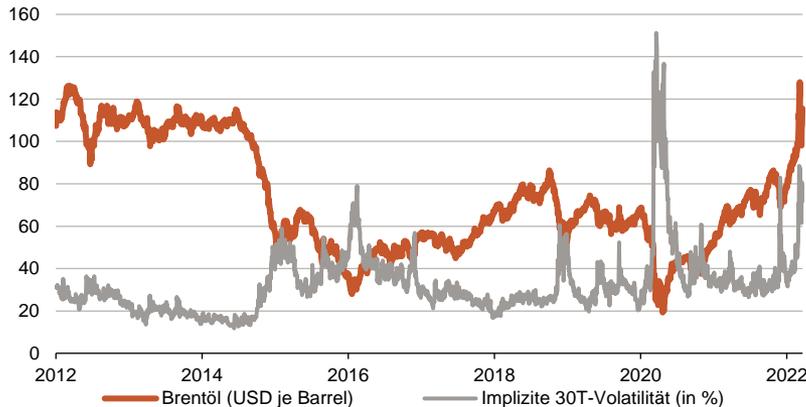
# Rohöl

## Öl bleibt knapp, die Volatilität und die Preise hoch

### Noch fließt russisches Öl in den Westen, das Angebot ist aber auch jetzt schon knapp

- Der Ölpreis explodierte in Q1 und stand zeitweise bei fast 130 USD je Barrel und damit so hoch wie seit 2008 nicht mehr. Mit einer Performance von über 50% seit Jahresanfang ist Öl einer der wenigen und ganz großen Gewinner des ersten Quartals.
- War zu Beginn des Jahres Öl schon knapp, sind jetzt die Sorgen groß, dass Europa im weiteren Verlauf vom Russland-Ukraine Krieg die Energie ausgehen könnte. Aktuell fließen Öl und Gas allerdings noch in ausreichender Menge in den Westen. Sollten die Lieferungen seitens Russland eingestellt werden, müsste das fehlende Öl anderweitig bereitgestellt werden. Naheliegend wären höhere Fördermengen seitens der OPEC+. Bisher sperrt man sich jedoch außerordentlich die Quoten anzuheben, um das wichtige Mitglied Russland nicht zu verärgern.
- Unabhängig davon haben bereits einige andere Mitglieder Schwierigkeiten überhaupt die offiziellen Förderquoten zu erfüllen. Abhilfe könnte allerdings der Iran in den kommenden Wochen (bis Monaten) schaffen. Denn ein neues Abkommen mit den USA wird derzeit unter Hochdruck verhandelt. Eine Umverteilung russischen Öls Richtung China und das teilweise Auflösen strategischer Reserven könnten zusätzlich Engpässe überbrücken. In jedem Falle dürfte Öl aber weiter knapp und die Volatilität sowie die Preise damit hoch bleiben.

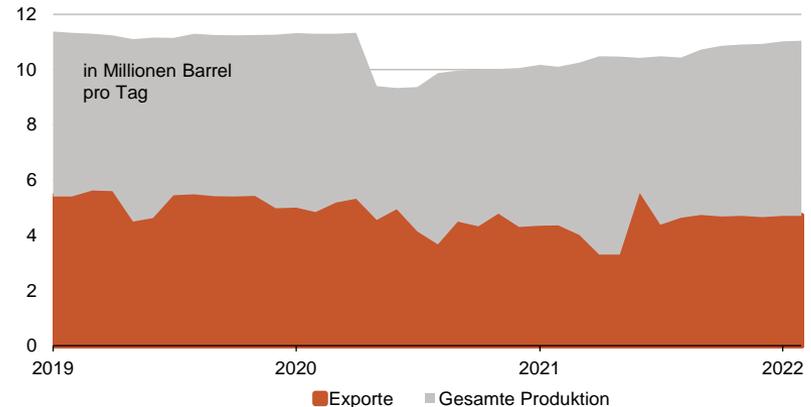
### Rohöl bei hoher Volatilität auf Mehrjahreshoch



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2012 – 22.03.2022

### Russische Öl-Exporte könnten mit Sanktionen fallen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 28.02.2022

# Edel- und Industriemetalle

## Gold entkoppelt von Realzinsen

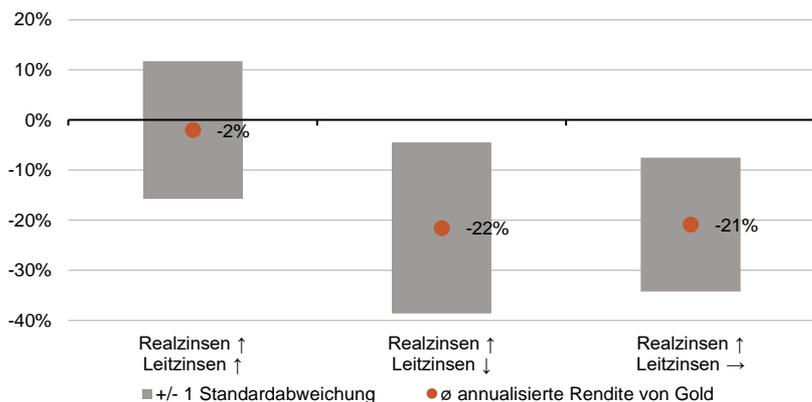


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Gold kann Realzinsanstieg bei restriktiver Fed trotzen

- Das erste Quartal war geprägt von Inflations-, geopolitischen und wirtschaftlichen Risiken. Gold profitierte davon als realer sicherer Hafen und entwickelte sich deutlich erfreulicher als seine nominalen Pendanten.
- Kurzfristig dürfte der Rückenwind durch Putins Krieg abnehmen. Denn vergangene Konflikte zeigen, dass es nicht der Krieg selbst, sondern die Angst davor ist, die den Kurs treibt. Unterdessen dürften die Realzinsen im Zuge der Leitzinserhöhungen der Fed wieder steigen. Für sich genommen bedeuten steigende Realzinsen eigentlich kräftigen Gegenwind für Gold. In Kombination mit steigenden Leitzinsen ist der Abwärtsdruck allerdings typischerweise deutlich geringer.

### Realzinsanstieg bei restriktiver Fed weniger gefährlich



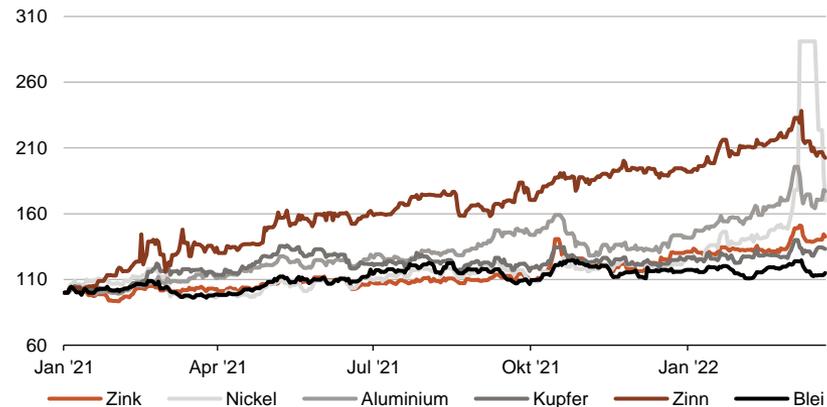
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2000 – 28.02.2022

### Putins Krieg beschleunigt strukturelle Trends

- Auch Industriemetalle haben sich erfreulich entwickelt. Denn aufgrund der energieintensiven Produktion profitierten alle Metalle von den hohen Ölpreisen. Allerdings gibt es Divergenzen unter der Oberfläche. Während Nickel einen „Short-Squeeze“ erlebte und Aluminium über 20% hinzugewann, legten Kupfer und Zink weniger als 10% zu. Bei Ersteren überwogen die russlandbedingten Angebotsorgen. Der Anstieg Letzterer wurde hingegen aufgrund gestiegener Konjunktursorgen gedämpft.
- Diese Divergenz dürfte zwar etwas abnehmen aber weiter anhalten. Der Trend zur Dekarbonisierung dürfte sich mit dem Krieg hingegen noch einmal beschleunigen. Davon dürften alle Metalle profitieren.

### Divergenz innerhalb der Industriemetalle



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 – 22.03.2022



# 06

## Währungen



# Marktentwicklung

## Geld & Währung

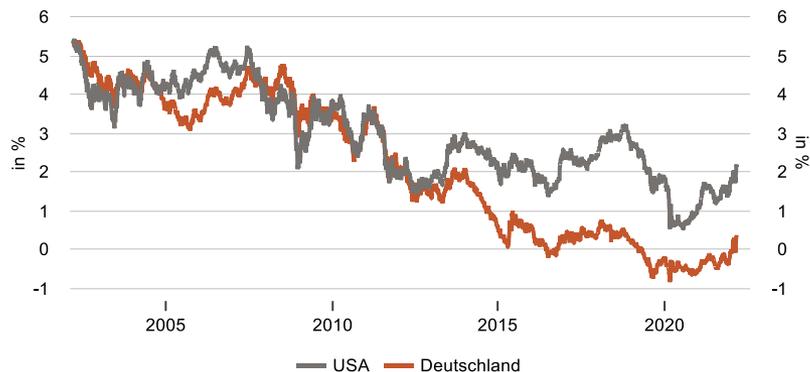


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Euro berappelt sich, Zinsen wieder höher

- Der Eurokurs hat die Tiefschläge der vergangenen Wochen weggesteckt und strebt wieder leicht nach oben. Gegenüber dem US-Dollar steht der Wechselkurs bei 1,10 und damit rund zwei Cent über dem Tief von Anfang März. Gegenüber dem Schweizer Franken steht er rund drei Cent höher und entfernt sich wieder etwas von der Parität, die er am 7. März erreicht hatte.
- Auch an den Anleihemärkten sind die ersten Schocks des Krieges vorerst abgeklungen. Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen liegen bei 2,3 %, die deutschen Pendanten bei 0,4 %.

### Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2002 – 03/2022

### US-Notenbank Fed startet Zinserhöhungen

- Die Fed begann mit einer ersten Zinserhöhung um 25 Basispunkte. Sie hob gleichzeitig ihre Inflationsprognosen kräftig an und signalisierte, dass sie die Zinsen aggressiver anheben wird, als sie zuvor angedeutet hatte.
- In seiner Pressekonferenz erklärte der Fed-Vorsitzende Powell, dass die Fed in Kürze ihre Strategie zum Abbau ihrer Bilanz bekannt geben werde, betonte die angespannte Lage auf den Arbeitsmärkten und wies darauf hin, dass die Wirtschaft in guter Verfassung sei, um eine straffere Geldpolitik verkraften zu können.

### Wechselkurs EUR/US-Dollar



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2017 – 03/2022

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wechselkursprognosen	22.03.2022	31.12.2022		30.06.2023	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,10	1,18	1,12	1,22	1,15
EUR/GBP	0,83	0,85	0,84	0,85	0,84
EUR/CHF	1,03	1,08	1,04	1,09	1,06
EUR/JPY	133	129	130	131	132
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	-6,5	-1,5	-9,6	-4,1
GBP	-	-2,2	-1,0	-2,2	-1,0
CHF	-	-4,7	-1,1	-5,6	-2,9
JPY	-	3,3	2,5	1,7	0,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 22.03.2022

\*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



# Impressum



# Impressum



## **Berenberg**

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900

## **Herausgeber**

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

## **Autoren**

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

**Karsten Schneider, CFA**  
Analyst Multi Asset Strategy & Research

**Ludwig Kemper**  
Analyst Multi Asset Strategy & Research

**Philina Kuhzarani**  
Analyst Multi Asset Strategy & Research

**Dr. Jörn Quitzau**  
Senior Economist

## **Kontakt**

[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)