



# HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

## MITTZYKLUSJAHR

Wir erwarten keine starke Beschleunigung oder Verlangsamung des globalen Wachstums und einen geringen Gleichlauf der Regionen. Dies spricht für eine balancierte Position in Regionen, Sektoren und Stilen.

## INFLATION

Die Entwicklung der Inflation und die Reaktion der Zentralbanken darauf dürften die entscheidenden Faktoren für die Kapitalmärkte werden. Wir erwarten eine rückläufige, aber letztlich hartnäckigere Inflation.

## GEGENWINDE

Steigende (Real-)Zinsen belasten die Bewertungen und das Gewinnwachstum sinkt. Fundamental wird die Luft nach oben dünn für Aktien, aber Alternativen sind aufgrund der anhaltenden finanziellen Repression rar.

Q1 | 2022



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer  
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

2021 war ein spannendes Jahr an den Kapitalmärkten – insbesondere unter der Oberfläche war es zwar kein einfaches, aber letztlich doch ein gutes für Anleger. Wir hatten Aktien das gesamte Jahr übergewichtet, setzten breit auf höhere Rohstoffpreise und bei den deutlich untergewichteten Anleihen lag unser Fokus auf kurzer Duration sowie Unternehmens- und Schwellenländeranleihen. Auch unsere Selektion bei Aktien und Anleihen leistete einen positiven Beitrag. So schlossen unsere Multi-Asset-Strategien wieder überdurchschnittlich und deutlich vor ihren Benchmarks ab.

Das vierte Quartal brachte bereits früh das von uns erwartete Reflations-Revival und auch die Jahresendrallye kam zügig und kräftig – bis dann die Corona-Variante Omikron für Unsicherheit sorgte. Sowohl das Konjunkturwachstum als auch die Inflation erwiesen sich besonders in den USA als nachhaltiger als vom Markt erwartet, die Konjunkturdaten überraschten nach oben. In China gab es Anzeichen einer Stabilisierung. Die Belastung durch die vierte Corona-Welle in Europa spielte global kaum eine Rolle. Die divergierende Entwicklung schwächte den Euro jedoch deutlich.

Für 2022 erwarten unsere Volkswirte ein weiter kräftiges Konjunkturwachstum und eine rückläufige, letztlich aber hartnäckigere Inflation. Für die Kapitalmärkte kommt damit Gegenwind auf: weniger fiskalische und geldpolitische Unterstützung, steigende, wenn auch weiterhin negative Realrenditen sowie nachlassendes Gewinnwachstum und zunehmender Margendruck. Fundamental bieten die Aktienmärkte deshalb nur noch wenig Potenzial. Eines scheint klar, der Ausblick für Aktienmärkte für die nächsten 12 Monate ist weniger gut als das, was für 2021 zu erwarten war und die letzten 12 Monate letztlich gebracht haben.

Aber „weniger gut“ als 2021 sollte immer noch recht gut sein, insbesondere im Vergleich mit anderen Anlageklassen. Denn Aktien sind weiterhin weitgehend alternativlos und Anleger halten noch immer hohe Geldmarktfondsbestände, die rasant an Kaufkraft verlieren. Das dürfte Aktien vorerst ebenso stützen wie die noch

nicht extreme Positionierung systematischer Anleger. In Verbindung mit der typischerweise guten Saisonalität für Aktien in ein neues Jahr hinein und angesichts der jüngst wieder positiven Wachstumsüberraschungen sowie der zuletzt wieder starken Gewinnrevisionen halten wir vorerst an einer moderaten Übergewichtung von Aktien fest. Diese gilt es voraussichtlich im Laufe des ersten Quartals zu überdenken, denn die Reduktion der Anleihenkäufe durch die Zentralbanken dürfte mittelfristig die Volatilität wieder erhöhen und mit zunehmender Positionierung systematischer Anleger nimmt das Korrekturrisiko an den Märkten wieder zu. Für das kommende Jahr sehen wir eine höhere Wahrscheinlichkeit stärkerer Rückschläge. Die Entwicklung der Inflation sowie der Pandemie sind die größten Unsicherheitsfaktoren.

Im Insights-Interview ab S. 14 zeigt unser Fondsmanager Christoph Mäder, wie nachhaltiges und wirkungsorientiertes Investieren bei europäischen Anleihen erfolgreich funktioniert. Ich wünsche Ihnen alles Gute für das Jahr 2022.

## INHALT

|                                           |          |
|-------------------------------------------|----------|
| Multi-Asset-Strategie                     | Seite 3  |
| Mittzyklusjahr mit aufkommendem Gegenwind |          |
| Volkswirtschaft                           | Seite 6  |
| Kraftvoller Aufschwung 2022               |          |
| Aktien                                    | Seite 8  |
| Asiatische Aktien attraktiv               |          |
| Anleihen                                  | Seite 10 |
| Steigende Renditen belasten weiter        |          |
| Rohstoffe                                 | Seite 12 |
| Zyklische Rohstoffe mit Chancen           |          |
| Währungen                                 | Seite 13 |
| Euro-Comeback nach enttäuschendem Jahr    |          |
| Berenberg Insights                        | Seite 14 |
| Interview mit Christoph Mäder             |          |
| Impressum                                 | Seite 16 |



## 2022 – MITTZYKLUSJAHR MIT AUFKOMMENDEM GEGENWIND

### AUF DEN PUNKT

- Kräftiges Konjunkturwachstum bei rückläufiger, aber letztlich hartnäckigerer Inflation dürfte 2022 bestimmen. Die Entwicklung der Inflation und die Zentralbankreaktion werden die entscheidenden Faktoren für die Kapitalmärkte.
- Steigende (Real-)Zinsen belasten die Bewertungen und Margendruck das Gewinnwachstum. Fundamental ist die Luft dünn für Aktien, aber Alternativen sind, außer bei Rohstoffen, bei anhaltender finanzieller Repression kaum zu finden.
- Wir erwarten einen „Bottom-up“-Markt mit unklarer Stil- oder Sektoroutperformance und vielen Rotationen. Rückschläge um mehr als 5–10% werden wahrscheinlicher.

### Portfoliopositionierung auf einen Blick

In das vierte Quartal starteten wir mit einer nur leichten Übergewichtung bei Aktien. Die leichte Marktkorrektur im September/

Oktober, die Klarheit über das „Tapering“ der Anleihekäufe der amerikanischen Zentralbank Anfang November und den Rücksetzer aufgrund der Omikron-Variante nutzten wir, um die Aktiengewichtung in mehreren Schritten auf ein mittleres Übergewicht anzuheben. Unter anderem bauten wir mit Anzeichen einer Stabilisierung in China unsere Position in chinesischen Aktien aus. An dem Aktienübergewicht halten wir vorerst fest. Dafür sprechen der solide Konjunkturausblick, die Saisonalität, hohe Geldmarktfondsbestände, die Alternativlosigkeit von Aktien sowie die zuletzt wieder positiven Gewinnrevisionen. Die Übergewichtung gilt es voraussichtlich im Laufe des ersten Quartals 2022 zu überdenken, denn das Tapering dürfte mittelfristig die Volatilität an den Märkten wieder erhöhen. Staatsanleihen bleiben uninteressant und Unternehmensanleihen verlieren weiter an Attraktivität. Schwellenländeranleihen sind interessanter. Gold ist ein wichtiger Portfolio-diversifikator und weitere Edelmetalle bleiben angesichts negativer Realzinsen, erhöhter Inflation und der strukturellen Nachfrage aufgrund der Elektrifizierung interessante Portfolioeismischungen.



**Rückblick viertes Quartal - Reflations-Revival und Jahresendrallye**

Wachstum und Inflation erwiesen sich im vierten Quartal besonders in den USA als stärker als vom Markt erwartet. US-Aktien und der US-Dollar legten weiter zu, Erstere auch wegen der starken Berichtssaison für das dritte Quartal. Die Schwäche der Aktienmärkte in das vierte Quartal hinein war schon Ende Oktober mehr als aufgeholt und auch die Ankündigung der Reduktion der Anleihekäufe durch die amerikanische Zentralbank Anfang November hinterließ kaum Spuren. Kontinuierliche Fondszuflüsse und Käufe systematischer Anleger trieben insbesondere amerikanische Aktien von Allzeithoch zu Allzeithoch. Erst die neue Corona-Variante Omikron sorgte ab Ende November vorübergehend für Rückschläge. In der Eurozone tobte die vierte Corona-Welle mit dem Ergebnis erneuter Beschränkungen. In Verbindung mit der höheren Inflation in den USA setzten die Märkte zunehmend auf deutlich frühere Zinsanhebungen in den USA als in der Eurozone. Der US-Dollar gewann deshalb weiter gegenüber dem Euro und hat damit 2021 mehr als 8% zugelegt. Gold stieg im vierten Quartal trotz des starken US-Dollars dank höherer Inflation und anziehender Nachfrage Indiens und Chinas. Unternehmens- und Staatsanleihen trugen die rote Laterne.

**2022 - Mittzyklusjahr mit kräftigem Konjunkturwachstum**

2022 erwarten wir ein weiter solides Wirtschaftswachstum und in der ersten Hälfte des Jahres global wieder vermehrt positive Wachstumsüberraschungen. Nach den Enttäuschungen in Q3 und Q4 2021 hat das Wachstum in den USA und Großbritannien zuletzt bereits wieder positiv überrascht. Auch die Stagflation in Europa dürfte vorübergehend sein. Abnehmende Störungen in den

Lieferketten, Lagerbestandsaufbau, aufgestaute Nachfrage, Unternehmensinvestitionen und die hohen Ersparnisse von Haushalten und Unternehmen stützen das Wachstum. Staatliche Investitionen, die im Rahmen der Corona-Krise beschlossen wurden, laufen erst noch an. Auch das Wachstum in China zeigt Zeichen einer Stabilisierung und sollte sich 2022 etwas erholen. Letztlich dürfte es ein Jahr ohne global starke Wachstumsbeschleunigung oder -verlangsamung werden – ein Mittzyklusjahr mit wenig synchronisiertem Wachstum der Regionen und divergierenden Zentralbankpolitiken. Regionale Differenzierung und Diversifikation wird wichtiger.

**Inflationsentwicklung und Geldpolitik zentral für Märkte**

Die Entwicklung der Inflation und die Zentralbankreaktion darauf werden die entscheidenden Faktoren für die Kapitalmärkte sein. Die Inflation dürfte dank auslaufender Basiseffekte wie beim Ölpreis fallen. Dies dürften Verfechter der Theorie vorübergehender Inflation zunächst als Bestätigung werten. Sie könnten später im Jahr aber enttäuscht werden, sollte die Inflation nicht stark fallen oder nach einem deutlichen Rückgang wieder steigen. Wir erwarteten bereits vor der Corona-Krise, dass in der aktuellen Dekade die Inflation aufgrund von Demografie, Deglobalisierung und Dekarbonisierung oberhalb des Niveaus seit der Finanzmarktkrise liegen dürfte. In unserem Szenario dürfte die amerikanische Zentralbank ab dem zweiten Quartal 2022 beginnen die Zinsen anzuhoben. Die EZB dürfte hingegen noch länger vorsichtiger agieren.

**Herausforderungen, aber kaum Alternativen für Anleger**

Nachlassende fiskalische und geldpolitische Anreize dürften zunächst mehr ein Problem für die Märkte als für die Wirtschaft sein.

**Aktien mit starker Entwicklung im vierten Quartal und Gold erholt sich trotz weiterer US-Dollar-Stärke - höherer Inflation sei Dank**

| Gesamtrendite             | Seit Jahresanfang und in Q4 21 (in %, in EUR) |                           | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR) |          |          |          |          | CAGR* | Std.-Abw.* |
|---------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------|--------------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|-------|------------|
|                           | YTD (31.12.20-14.12.21)                       | Q4 21 (30.09.21-14.12.21) | 14.12.20                                               | 14.12.19 | 14.12.18 | 14.12.17 | 14.12.16 |       |            |
| Brent                     | 0,0                                           | 70,0                      | 74,3                                                   | -37,6    | 19,6     | 6,3      | 0,6      | 6,8   | 37,1       |
| S&P 500                   | 10,8                                          | 35,7                      | 39,0                                                   | 7,2      | 26,4     | 4,3      | 8,5      | 16,3  | 19,9       |
| Stoxx Europa 50           | 5,5                                           | 21,5                      | 23,0                                                   | -6,2     | 22,2     | -7,7     | 11,0     | 7,6   | 15,5       |
| DAX                       | 1,3                                           | 12,6                      | 16,9                                                   | -0,4     | 22,2     | -16,9    | 16,2     | 6,6   | 18,8       |
| USD/EUR                   | 2,8                                           | 8,5                       | 7,8                                                    | -8,4     | 1,7      | 4,2      | -10,5    | -1,3  | 6,6        |
| EM-Staatsanleihen         | 2,7                                           | 6,9                       | 7,3                                                    | -3,4     | 15,4     | -0,2     | -0,9     | 3,4   | 7,8        |
| MSCI EM                   | 0,3                                           | 4,7                       | 7,7                                                    | 7,5      | 16,7     | -7,4     | 18,7     | 8,2   | 15,7       |
| Gold                      | 1,2                                           | 3,6                       | 4,5                                                    | 13,4     | 21,2     | 3,0      | -1,9     | 7,7   | 11,9       |
| Euro-Unternehmensanleihen | -0,4                                          | 0,0                       | -0,6                                                   | 2,7      | 6,6      | -1,9     | 3,4      | 2,0   | 2,4        |
| Eonia                     | -0,5                                          | -0,1                      | -0,5                                                   | -0,5     | -0,4     | -0,4     | -0,4     | -0,4  | 0,0        |
| US-Staatsanleihen         | -0,7                                          | 0,0                       | -1,2                                                   | -3,3     | 8,3      | 4,6      | -8,0     | -0,1  | 5,9        |
| Euro-Staatsanleihen       | -0,8                                          | 0,3                       | -1,0                                                   | 2,0      | 3,8      | -0,4     | 1,0      | 1,0   | 2,1        |

Zeitraum: 14.12.2016-14.12.2021

Quelle: Bloomberg \* CAGR = annualisierte Rendite (in %, in EUR); Std.-Abw. = annualisierte Standardabweichung (in %, in EUR).



Steigende, wenn auch weiterhin negative Realzinsen dürften hochbewertete Anlagen belasten. Trotz unvermindert hohem Anlage- druck (z.B. hohe Geldmarktfondsbestände bei negativer Realren- dite auf das Gros der Anleihen und Liquidität) erscheint eine Be- wertungsausweitung unrealistisch. Das begrenzt das Potenzial für Aktien fundamental auf das Gewinnwachstum und dieses dürfte nach dem starken Anstieg 2021 und bei zunehmendem Margen- druck bestenfalls leicht im zweistelligen Bereich liegen. Denn nicht alle Preissteigerungen werden mittelfristig durch die Unternehmen weitergegeben werden können. Ansonsten dürfte es zu einem Nachfragerückgang und nachlassendem Wachstum kommen. Un- ternehmen mit Preissetzungsmacht sollten im Fokus stehen.

Staatsanleihen bleiben unattraktiv und bieten weniger Absiche- rung, denn in einem Mittzyklusumfeld mit restriktiverer Geldpoli- tik wie auch bei Kerninflationen ab 3% kommt es üblicher- weise zu einem stärkeren Gleichlauf von Risikoanlagen und Staats- anleihen (mittlere Abb.). Multi-Asset-Portfolios werden anfälliger und sollten alternative Absicherungen (z.B. Optionsabsicherungs- strategien) berücksichtigen. Auch Unternehmensanleihen werden angesichts niedriger nominaler Renditen und Risikoaufschlägen nahe Allzeittiefs unattraktiver. Mangels Alternativen dürften Ak- tien und Rohstoffe damit zunächst weiter in der Gunst der Anleger stehen. Wir erwarten aber eine stärkere Differenzierung, einen „Bottom-up“-Markt mit wenig klaren Stil- oder Sektorgewinnern und sich ständig wechselnden Themen. Die geringe Korrelation zwischen Einzeltiteln, Ländern und Regionen begrenzt zunächst die Gesamtmarktvolatilität. Systematische Anleger dürften somit Aktienpositionen weiter ausbauen. Das stützt die Aktienmärkte zunächst weiter. Eine offensive Positionierung wie Anfang oder Mitte 2018 oder Anfang 2020 (untere Abb.) könnte aber erreicht werden. Das Risiko stärkerer Rückschläge steigt dann deutlich.

#### Und wenn es anders kommt?

Sinkt die Inflation nachhaltiger, dürfte die US-Notenbank ihre restriktivere Haltung wieder zurücknehmen und Anleiherenditen sich stabilisieren oder gar fallen. Diese Rückkehr in ein weder zu heißes noch zu kaltes „Goldlückchen“-Umfeld wäre positiv für alle Anlagen. Andererseits wären eine sich beschleunigende Infla- tion oder schwächeres Wachstum, beispielsweise durch weitere Corona-Wellen, und damit eine Stagflation negativ, besonders für Aktien. Als weitere Risiken sollten Anleger (geo-)politische Risiken wie die Wahlen in Frankreich, die US-Zwischenwahlen und das Verhältnis zwischen China und den USA im Blick halten.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

#### 2022 - auf Anleger wartet ein herausforderndes Jahr

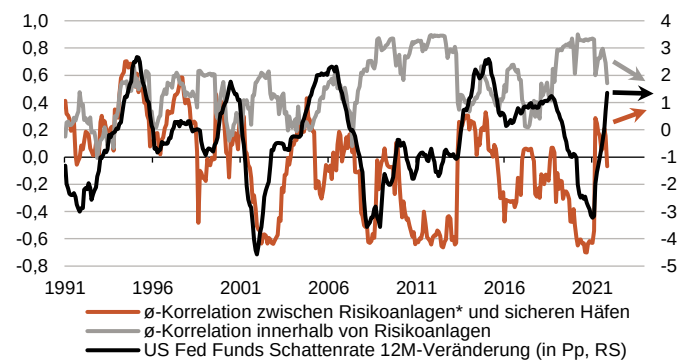
Gegenwind und verändertes Marktverhalten bei kräftigem Konjunkturauf- schwung



Quelle: Berenberg

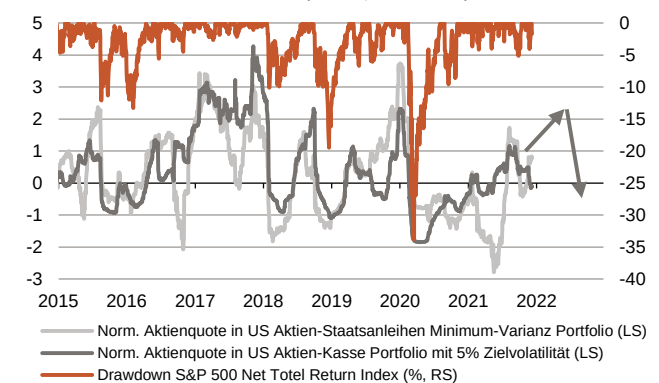
#### 2022 - stärkerer Gleichlauf von Risikoanlagen und US-Staatsanleihen

Die Ausrichtung der Zentralbankpolitik ist ein guter Indikator dafür, welches Korrelationsregime (12M-Korrelationen) gerade gilt



#### 2022 - Rückschläge um mehr als 10% werden wahrscheinlicher

Bei weiter rückläufiger Volatilität dürften systematische Anlagestrategien (An- sätze mit Zielvolatilität oder Risikoparität) ihre Risikoposition weiter ausbauen





## KRAFTVOLLER AUFSCHWUNG 2022 TROTZ GEGENWIND

### AUF DEN PUNKT

- Lieferengpässe, Delta-Welle und Omikron-Sorgen bremsen kurzzeitig den globalen Aufschwung – Ausblick 2022 positiv.
- Sondereffekte treiben die Inflation 2021 – Normalisierung im Jahr 2022, langsamer Aufwärtstrend danach.
- Notenbanken leiten die Wende ein – EZB lässt sich Zeit.

### Dämpfer für die Konjunktur in Europa

Nach einem Wachstumsspurst im Frühling und Sommer hat die Weltkonjunktur im Herbst 2021 etwas an Schwung verloren. Vor allem in Europa und einigen Schwellenländern sorgt die Delta-Welle der SARS-CoV-2-Infektionen für einen neuen Rückschlag. Auf dem europäischen Kontinent, wo Intensivstationen in einigen Regionen bereits überlastet sind, treffen neue Restriktionen Teile des Dienstleistungssektors. Dazu kommen Sorgen, dass die besonders ansteckende Omikron-Variante Anfang 2022 eine neue Infektionswelle auslösen und weitere Einschränkungen des Wirtschaftslebens erfordern könnte. Auf dem europäischen Kontinent zeigen viele Frühindikatoren der Konjunktur wieder etwas nach unten.

Allerdings zeigt die Erfahrung, dass die Wirtschaftsleistung sich von Welle zu Welle stärker von der medizinischen Lage abkoppelt. So gesehen spricht viel dafür, dass die wirtschaftlichen Schäden der Pandemie geringer sein werden als im vergangenen Winter. Zudem ist aufgeschoben nicht aufgehoben. Wie im Frühjahr 2021

könnte einem kurzzeitigen Dämpfer ein kräftiger Aufholeffekt ab Februar oder März 2022 folgen.

Darüber hinaus behindern Lieferengpässe das Wachstum in der Industrie in großen Teilen der Welt. Dies trifft besonders die industrie- und ausfuhrlastigen Länder Kerneuropas. Auf beiden Seiten des Atlantiks verhindert zudem ein Mangel an Arbeitskräften eine rasche Ausweitung des gesamtwirtschaftlichen Angebots.

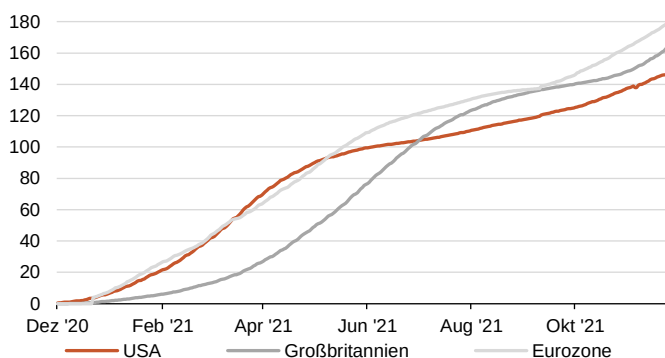
Die Preise für Transportleistungen und für knappe Vorprodukte sind so hoch, dass sie Unternehmen und Staaten einen großen Anreiz geben, das Angebot auszuweiten. Sobald knappe Vorprodukte verfügbar sind, könnte die Industrie 2022 einen großen Produktionssprung erleben.

### Positiver Ausblick auf 2022

Jenseits der aktuellen Sorgen um Pandemie und Lieferengpässe bleibt der Ausblick auf 2022 positiv. Wir sehen weiterhin die Chance, dass das Wachstum im Verlaufe des Jahres 2022 ebenso wie im Jahr 2021 positiv überraschen kann. Der Aufschwung ist breit abgestützt. Auf beiden Seiten des Atlantiks suchen Unternehmen neue Arbeitskräfte. Die Beschäftigung steigt kräftig an. Auf Dauer wird dies die Einkommen und den Konsum der privaten Verbraucher, die während der Pandemie erhebliche Zusatzerparnisse angehäuft haben, weiter anschieben. Zudem möchten Unternehmen mehr investieren und ihre Lager wieder auffüllen. Auch viele Staaten planen, ihre Ausgaben insbesondere für Investitionen auszuweiten.

### Impffortschritt gegen Covid-19

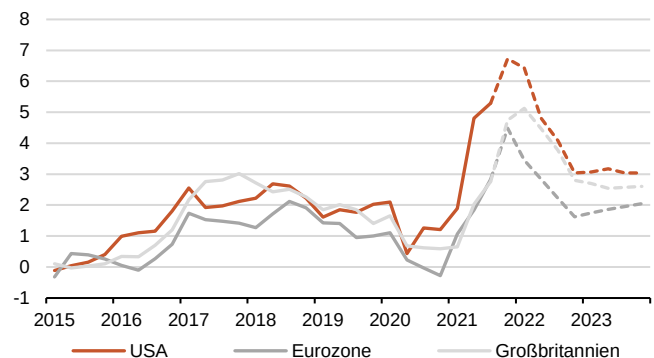
Gesamtzahl der Impfungen, je 100 Personen



Tagesdaten. Zeitraum: 20.12.2020-14.12.2021  
Quelle: Our World in Data

### Inflation in den USA, der Eurozone und Großbritannien

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber Vorjahr, in %



Quartalsdaten. Berenberg Projektionen ab Q4 2021. Zeitraum: 01.01.2015-31.12.2023  
Quelle: Eurostat, BLS, ONS, Berenberg-Projektionen



## Das zweite Thema des Jahres: Inflation

Neben dem Ausblick für die Konjunktur ist das Thema Inflation im Herbst 2021 immer mehr in den Vordergrund gerückt. Eine Reihe von Sonderfaktoren haben die Inflationsraten noch stärker als erwartet nach oben katapultiert, auf im November 4,9% in der Eurozone und auf 6,8% in den USA. Neben dem Auslaufen des deutschen Mehrwertsteuerrabatts und der ausgeweiteten Abgabe für CO<sub>2</sub>-Emissionen in Deutschland schlagen in Europa und global vor allem die hohen Transportkosten sowie Lieferengpässe für Güter zu Buche. Dazu kommen der Basiseffekt der von März bis November 2020 außerordentlich niedrigen Ölpreise sowie das Überschießen der Energiepreise nach oben im Herbst 2021. Angesichts hoher Nachfrage hatten zudem viele Dienstleister ihre Preise beim Wiederöffnen der Kneipen, Restaurants und Hotels angehoben.

*Die Inflation wird 2022 wieder deutlich sinken –  
aber höher bleiben als vor der Pandemie*

Im kommenden Jahr werden diese Sonder- und Basiseffekte schrittweise auslaufen. Lieferengpässe dürften sich langsam entspannen, auch wenn es bis weit ins Jahr 2023 dauern könnte, bis das Angebot an Halbleitern schließlich der hohen Nachfrage entspricht. Zudem spricht die Erfahrung mit früheren Preisausschlägen dafür, dass auch Energie im Herbst 2022 weniger überteuert sein dürfte als im Herbst 2021. Wir rechnen deshalb mit einem spürbaren Rückgang der Inflationsraten im Vorjahresvergleich in Europa und den USA.

Allerdings dürfte der transatlantische Unterschied bei der Inflation bestehen bleiben. Anders als in der Eurozone treibt in den USA auch die fiskalisch stimulierte Übernachfrage der Verbraucher vor allem nach Gütern die Preise. Auch die Lohninflation, die in den vergleichsweise flexiblen Arbeitsmärkten der USA und Großbritanniens weit höher ausfallen dürfte als in der Eurozone, wird zur Inflationsdifferenz beitragen. Während die Inflation Ende 2022 in der Eurozone wieder kurzzeitig auf unter 2% fallen kann, wird sie in den USA vermutlich noch immer bei rund 3% liegen.

Darüber hinaus rechnen wir weiterhin damit, dass der langfristige Inflationsdruck im Zeitablauf auch in der Eurozone langsam zunehmen wird, getrieben vor allem durch einen Mangel an Arbeitskräften und höhere Löhne. Dazu kommen die höheren Kosten des Klimaschutzes sowie vermutlich verstärkte Staatseingriffe in die Wirtschaft.

## Zentralbanken steuern um - EZB lässt sich mehr Zeit als die Fed

Nach Jahren sehr niedriger Inflation haben die Notenbanken lange gezögert, auf den Anstieg der Inflation zu reagieren. Mittlerweile haben sie jedoch die geldpolitische Wende eingeleitet. Die US Fed will bis März 2022 ihre Anleihekäufe einstellen. Wir erwarten, dass sie 2022 viermal ihre Zinsen um je 25 Basispunkte anhebt, beginnend im zweiten Quartal. Während die EZB ab April ihre Anleihekäufe deutlich einschränken will, wird sie aber wohl erst im Juni 2023 ihre Leitzinsen erstmals wieder um 25 Basispunkte anheben, gefolgt von einem weiteren Schritt im Dezember 2023 und drei weiteren Zinserhöhungen 2024.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

## Wachstums- und Inflationsprognosen

|                | BIP-Wachstum (in %)                                                                 |     |                                                                                     |     |                                                                                     |     | Inflation (in %)                                                                    |      |                                                                                       |     |                                                                                       |     |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----|---------------------------------------------------------------------------------------|-----|
|                | 2021                                                                                |     | 2022                                                                                |     | 2023                                                                                |     | 2021                                                                                |      | 2022                                                                                  |     | 2023                                                                                  |     |
|                |  | Ø** |  | Ø** |  | Ø** |  | Ø**  |  | Ø** |  | Ø** |
| USA            | 5,5                                                                                 | 5,5 | 4,1                                                                                 | 3,9 | 3,3                                                                                 | 2,5 | 4,7                                                                                 | 4,6  | 4,6                                                                                   | 3,8 | 3,1                                                                                   | 2,3 |
| Eurozone       | 5,1                                                                                 | 5,1 | 4,5                                                                                 | 4,2 | 2,9                                                                                 | 2,4 | 2,6                                                                                 | 2,5  | 2,5                                                                                   | 2,4 | 1,9                                                                                   | 1,5 |
| Deutschland    | 2,6                                                                                 | 2,8 | 4,2                                                                                 | 4,2 | 3,0                                                                                 | 2,2 | 3,2                                                                                 | 3,1  | 2,7                                                                                   | 2,6 | 2,0                                                                                   | 1,7 |
| Frankreich     | 6,7                                                                                 | 6,7 | 4,4                                                                                 | 4,0 | 2,8                                                                                 | 2,2 | 2,1                                                                                 | 2,0  | 2,1                                                                                   | 2,0 | 1,8                                                                                   | 1,5 |
| Italien        | 6,3                                                                                 | 6,3 | 4,6                                                                                 | 4,5 | 2,2                                                                                 | 2,1 | 1,9                                                                                 | 1,9  | 2,4                                                                                   | 2,3 | 1,7                                                                                   | 1,2 |
| Spanien        | 4,4                                                                                 | 4,5 | 6,2                                                                                 | 5,8 | 3,5                                                                                 | 3,3 | 2,9                                                                                 | 2,9  | 2,7                                                                                   | 2,7 | 2,0                                                                                   | 1,4 |
| Großbritannien | 6,8                                                                                 | 6,9 | 4,8                                                                                 | 4,9 | 2,4                                                                                 | 2,2 | 2,5                                                                                 | 2,5  | 4,1                                                                                   | 3,9 | 2,6                                                                                   | 2,1 |
| Japan          | 2,0                                                                                 | 1,8 | 3,1                                                                                 | 2,9 | 1,4                                                                                 | 1,4 | -0,1                                                                                | -0,2 | 1,1                                                                                   | 0,7 | 0,7                                                                                   | 0,7 |
| China          | 8,0                                                                                 | 8,0 | 5,2                                                                                 | 5,3 | 5,1                                                                                 | 5,3 | 0,9                                                                                 | 1,0  | 1,9                                                                                   | 2,2 | 2,3                                                                                   | 2,2 |
| Welt*          | 5,7                                                                                 | -   | 4,3                                                                                 | -   | 3,5                                                                                 | -   | -                                                                                   | -    | -                                                                                     | -   | -                                                                                     | -   |

\* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.

\*\* Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 14.12.2021.



## ASIATISCHE AKTIEN ATTRAKTIV

### AUF DEN PUNKT

- Unternehmensgewinne dürften nächstes Jahr solide steigen.
- Die Bewertungskennzahlen dürften jedoch aufgrund von steigenden Anleiherenditen und weniger Liquiditätsunterstützung leicht zurückgehen.
- Wir sehen 2022 daher, trotz Alternativlosigkeit, nur begrenztes Aufwärtspotenzial bei Aktien. Innerhalb von Aktien sind wir optimistisch für asiatische Werte.

### Viertes Quartal geprägt durch erhöhte Volatilität

Das vierte Quartal ähnelte einer Berg- und Talfahrt. Nach den Verlusten im September im Zuge der Tapering- und China-Sorgen startete das Quartal mit einer kräftigen Gegenbewegung nach oben, unterstützt durch eine erfreuliche Q3-Berichtssaison und eine vorsichtige Anlegerpositionierung. Viele Aktienmärkte erreichten Mitte November neue Allzeithochs, ehe dann die Omikron-Variante die Anlegerstimmung deutlich drückte. Zudem gestand die amerikanische Zentralbank ein, dass die Inflation wohl doch nicht nur temporär sei und man entsprechend auch ein stärkeres Zurückfahren der Anleihekäufe in Betracht ziehen müsste. Zyklische Aktienregionen entwickelten sich in Q4 am schlechtesten, allen voran Osteuropa und Japan. Aber auch Europa gab in der Spitze mehr als 8% ab, während sich die USA am besten hielten, unterstützt durch einen stärkeren US-Dollar, Aktienrückkaufprogramme und Privatanleger-Flows.

### Normaleres Gewinnwachstum bei den Unternehmen im Jahr 2022

Nachdem die Unternehmensgewinne im Jahr 2021 aufgrund von Basiseffekten kräftig gestiegen sind, dürfte es nächstes Jahr zu einer Normalisierung kommen. Nach dem Anstieg von mehr als 200% für Lateinamerika in diesem Jahr erwarten die Analysten, dass die Gewinne dort nächstes Jahr sogar fallen werden. Für die Eurozone wird ein solides Gewinnwachstum von 7% gesehen, während der Konsensus mit einer Erwartung von 11% am optimistischsten für Japan ist. Asien und die USA folgen dahinter. Wir denken, dass die vorsichtig optimistischen Analysten-Schätzungen realistisch sind. Unsere Volkswirte sind zuversichtlich bezüglich 2022 und erwarten beispielsweise, dass das BIP der Eurozone im nächsten Jahr ähnlich stark wie in diesem Jahr wächst. Das Gewinnwachstum wird zudem durch mehr Unternehmensinvestitionen und hohe Gewinnmargen unterstützt. Die Unternehmen waren bisher weitgehend in der Lage, höhere Inputkosten weiterzugeben. Die fortschreitende Digitalisierung hilft dabei, die Profitabilität zu erhöhen.

### Bewertungen dürften leicht zurückgehen

Die Bewertungen sind in diesem Jahr wie von uns erwartet gesunken. Die Aktienkurse sind nämlich weniger stark als die Unternehmensgewinne gestiegen. US-Aktien konnten beispielsweise um mehr als 30% zulegen, die Gewinne stiegen aber um 50%. Verglichen mit dem eigenen historischen KGV bleiben die meisten Aktienregionen jedoch hoch bewertet. US-Aktien handeln beispielsweise mit einer KGV-Prämie von rund 30% zur eigenen Historie. Wir denken, dass steigende Anleiherenditen auch zu einer Normalisierung bei den Bewertungsniveaus führen dürften, allerdings

### US-Aktien in Q4 vorne, Osteuropa und Japan hinten

| Gesamtrendite          | Seit Jahresanfang und in Q4 21 (in %, in EUR) |                                                            | 12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR) |                      |                      |                      |                      | KBV* | Div.* | KGV* |
|------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------|-------|------|
|                        | ■ YTD (31.12.20-14.12.21)                     | ■ Q4 21 (30.09.21-14.12.21)                                | 14.12.20<br>14.12.21                                   | 14.12.19<br>14.12.20 | 14.12.18<br>14.12.19 | 14.12.17<br>14.12.18 | 14.12.16<br>14.12.17 |      |       |      |
| S&P 500                |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>35,7<br/>10,8</div> | 39,0                                                   | 7,2                  | 26,4                 | 4,3                  | 8,5                  | 4,6  | 1,3   | 22,0 |
| MSCI USA Small Caps    |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>24,2<br/>2,1</div>  | 27,6                                                   | 7,0                  | 20,9                 | -0,4                 | 3,3                  | 2,3  | 1,2   | 22,3 |
| MSCI Großbritannien    |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>22,8<br/>3,7</div>  | 23,5                                                   | -17,4                | 20,2                 | -6,5                 | 6,2                  | 1,8  | 4,3   | 11,8 |
| MSCI EM Osteuropa      | -8,9                                          | <div><div></div><div></div></div> <div>22,8</div>          | 22,7                                                   | -17,3                | 29,1                 | 4,1                  | 5,3                  | 1,1  | 8,0   | 6,4  |
| Stoxx Europa 50        |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>21,5<br/>5,5</div>  | 23,0                                                   | -6,2                 | 22,2                 | -7,7                 | 11,0                 | 2,4  | 3,2   | 15,6 |
| Stoxx Europa Zyklisch  |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>21,1<br/>1,8</div>  | 23,9                                                   | -2,1                 | 23,8                 | -14,2                | 14,9                 |      |       |      |
| Euro Stoxx 50          |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>18,9<br/>2,6</div>  | 20,6                                                   | -4,2                 | 24,1                 | -10,7                | 13,5                 | 2,0  | 2,9   | 15,8 |
| Stoxx Europa Defensiv  |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>17,5<br/>3,2</div>  | 18,8                                                   | -6,1                 | 16,9                 | 2,3                  | 7,9                  |      |       |      |
| Stoxx Europa Small 200 | -0,8                                          | <div><div></div><div></div></div> <div>17,2</div>          | 22,1                                                   | 1,5                  | 25,5                 | -9,7                 | 18,9                 | 1,8  | 2,5   | 21,1 |
| DAX                    |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>12,6<br/>1,3</div>  | 16,9                                                   | -0,4                 | 22,2                 | -16,9                | 16,2                 | 1,9  | 2,7   | 14,4 |
| MSCI Japan             | -1,1                                          | <div><div></div><div></div></div> <div>10,5</div>          | 11,9                                                   | 2,5                  | 18,6                 | -6,2                 | 8,5                  | 1,4  | 2,3   | 14,7 |
| MSCI EM Asien          |                                               | <div><div></div><div></div></div> <div>2,3<br/>1,0</div>   | 5,6                                                    | 15,8                 | 17,5                 | -8,9                 | 23,6                 | 1,9  | 2,2   | 14,6 |

Zeitraum: 14.12.2016-14.12.2021

Quelle: Bloomberg \* KBV = Kurs-Buchwert-Verhältnis; Div. = Dividendenrendite (%); KGV = Kurs-Gewinn-Verhältnis. Werte basieren auf Schätzungen für die nächsten 12 Monate.





nicht im selben Maße wie in der Vergangenheit, da es vermehrt bewertungsinsensitive Anleger (z.B. ETF-Sparpläne) gibt.

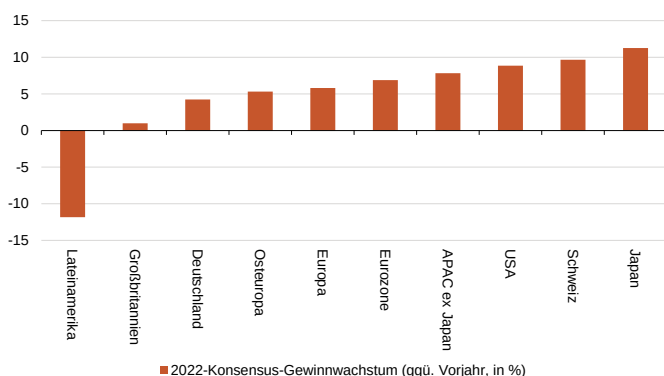
### Opportunitäten in Asien

Auch wenn das Aufwärtspotenzial nächstes Jahr begrenzter sein dürfte, dürften sich europäische Aktien im Jahr 2022 freundlich entwickeln, unterstützt durch ein solides Gewinnwachstum, eine weiterhin akkommodierende Geldpolitik der EZB und einen schwachen Euro, der insbesondere den Exportunternehmen helfen sollte. Eine nur langsame Auflösung der Engpässe in den Lieferketten, das Tempo der Konjunkturabschwächung in China und die wahrscheinlichen Zinserhöhungen der Fed bieten hingegen potenziell Gegenwind. Die größte Triebkraft für US-Aktien im Jahr 2022 dürften die Zinsaussichten sein. Unsere Volkswirte gehen davon aus, dass die Fed 2022 viermal ihre Zinsen um je 25 Basispunkte anhebt, beginnend im zweiten Quartal. Der Großteil der Performance dürfte im Vorfeld der Zinserhöhung erzielt werden und die Volatilität im zweiten Halbjahr steigen, wenn der Markt die ersten Zinsschritte der Fed verdaut, zumal die US-Zwischenwahlen im November für weitere Unsicherheit bei Anlegern sorgen dürften. Nach der Korrektur in diesem Jahr sind die Bewertungen asiatischer Aktien attraktiv geworden. Insbesondere bei chinesischen Aktien sind die Risikoprämien enorm hoch, sodass schon das Ausbleiben von weiteren regulatorischen Störfeuern zu einer Kurserholung führen dürfte. Erholungspotenzial dürfte auch eine Konjunkturabschwächung in China bieten, notfalls dank Stimuli.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

### Solides Gewinnwachstum im Jahr 2022 erwartet

Konsensus-Gewinnschätzungen für ausgewählte Aktienregionen



Stand: 14.12.2021  
Quelle: Factset, Berenberg

## WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

### Von Inflation und Lieferengpässen

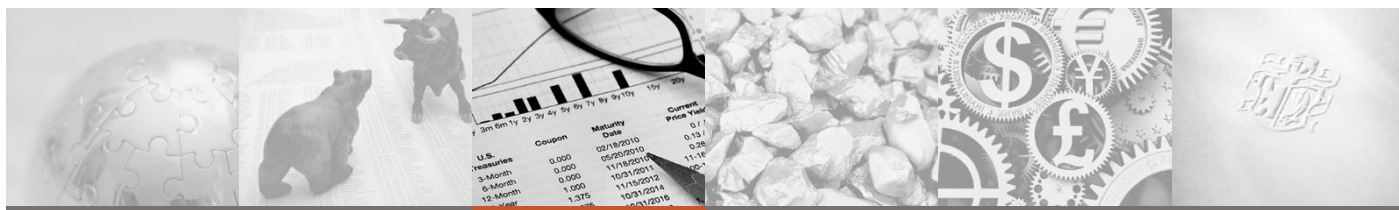
Nach einer für die meisten Industrien fulminanten Erholung von der Corona-Krise und einer zuletzt fast unbeschwerten Stimmung an den Märkten wurden im vierten Quartal vermehrt Probleme thematisiert. So war aus kaum einem Unternehmensgespräch das Thema Inflation und Lieferengpässe wegzudenken. Sei es die Konsumgüterindustrie, Unternehmen, die Nahrungsmittel, Kleidung oder Luxusgüter herstellen, oder eben auch Unternehmen aus den Technologie- und Industriesektoren, sie alle berichteten von Schwierigkeiten beim Wareneinkauf und beim Aufrechterhalten der Lieferketten sowie von Personalmangel. Fast kein Unternehmen war hiervon ausgenommen. Allerdings zeigte sich, dass große Unterschiede beim Ausmaß der Probleme bestehen und darin, wie damit umgegangen wird. Während wir von vielen gut aufgestellten Unternehmen hörten, dass steigende Kosten durch Einsparungen ausgeglichen werden können, müssen andere signifikante Margenrücksetzer hinnehmen. In noch ungünstigeren Fällen wird sogar mit Umsatzausfällen gerechnet. Unsere Überzeugung, auf qualitativ hochwertige Unternehmen zu setzen, zahlt sich in diesem Umfeld aus. Trotz der Probleme zeigen sich unsere Holdings so auch weitestgehend selbstbewusst und erwarten, aus dieser schwierigen Phase gestärkt hervorzugehen.

Matthias Born, CIO Aktien

### Prognoseübersicht: Aktien mit weiterem Aufwärtspotenzial

| Indexprognosen        | Aktuell    |            |            | Ø*     |
|-----------------------|------------|------------|------------|--------|
|                       | 15.12.2021 | 30.06.2022 | 31.12.2022 |        |
| S&P 500               | 4.710      | 4.850      | 4.950      | 5.193  |
| DAX                   | 15.476     | 16.500     | 17.000     | 18.816 |
| Euro Stoxx 50         | 4.160      | 4.400      | 4.600      | 4.922  |
| MSCI UK               | 2.022      | 2.125      | 2.200      | 2.385  |
| Indexpotenzial (in %) |            |            |            |        |
| S&P 500               | -          | 3,0        | 5,1        | 10,3   |
| DAX                   | -          | 6,6        | 9,8        | 21,6   |
| Euro Stoxx 50         | -          | 5,8        | 10,6       | 18,3   |
| MSCI UK               | -          | 5,1        | 8,8        | 17,9   |

\* Durchschnitt, Konsens per 15.12.2021.  
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



## STEIGENDE RENDITEN BELASTEN WEITER

### AUF DEN PUNKT

- Sichere Staatsanleihen dürften auch weiterhin auf keinen grünen Zweig kommen, wir rechnen mit Verlusten.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen konzentrieren wir uns auf kurze Laufzeiten mit relativ hoher Verzinsung.
- Für Schwellenländerpapiere gilt: Vorsicht vor hoher Duration, aber attraktive Bewertungen geben Hoffnung.

#### Neues Jahr unter veränderten Vorzeichen

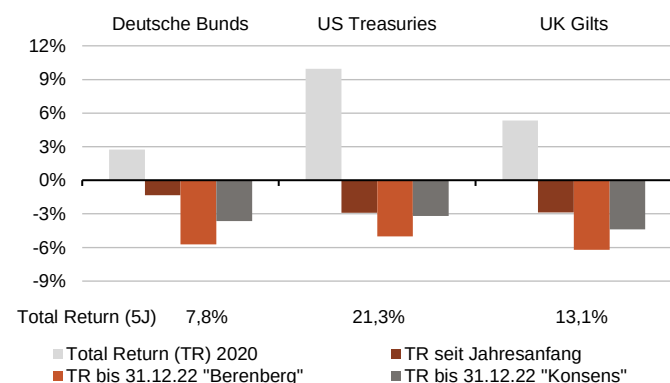
Ungewohnt hohe Inflationsraten und steigende Renditen waren Probleme des vergangenen Anleihejahres, mit denen alle verzinslichen Teilsegmente konfrontiert waren. 2022 wird anders, aber sicher nicht weniger herausfordernd werden. Im Folgenden skizzieren wir die Themen, die uns in einzelnen Anleihebereichen besonders beschäftigen, und zeigen auf, wo wir Chancen sehen.

#### Staatsanleihen kämpfen unverändert mit Gegenwind

Nach einem für sichere Staatsanleihen schwierigen Jahr sollten auch die kommenden Monate keine wesentliche Trendumkehr mit sich bringen. Zwar würden dauerhaft hohe Corona-Infektionszahlen, geopolitische Turbulenzen oder chinesische Wachstumssorgen die Nachfrage nach Sicherheit stützen, jedoch sind dies nicht unsere Hauptszenarien. Vielmehr erwarten wir im Rahmen einer gesamtwirtschaftlich soliden Post-Covid-Nachfrage sowohl für deutsche Bundesanleihen als auch für US-Staatspapiere steigende (Real-)Renditen. Zudem wird jenseits des Atlantiks die Fed neben

#### Weiteres Verlustjahr für Staatsanleihen sicherer Emittenten voraus

Vergangene und erwartete Wertentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen, Gesamteffekt aus Rendite-/Kursveränderung, Kuponertrag und Roll-down-Effekt



Zeitraum: 15.12.2016-15.12.2021

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

der Rückführung ihrer Anleihekäufe auch in Form von Leitzinserhöhungen restriktiver agieren. Wir rechnen mit vier Zinsschritten à 25 Basispunkten bis zum Jahresende 2022. Im Euroraum ist die EZB noch nicht ganz so weit, sie wird die flexible Anpassung ihrer Geldpolitik zunächst ausschließlich über ihr Anleihekaufvolumen steuern und noch keine Zinserhöhungen vornehmen. Genauso wenig wie die im Jahresverlauf wieder sinkenden Inflationsraten wird dies allerdings ausreichen, um sicheren Staatsanleihen Wind unter den Flügeln zu verschaffen. Im Gegenteil, mit ihnen dürfte auch 2022 kein Geld zu verdienen sein.

#### Unternehmensanleihen: Unser Fokus liegt auf kurzlaufender Carry

Rückblickend hatten es Unternehmensanleihen des Investment-grade-Segments 2021 nicht leicht, sich der Zinsvolatilität und zuletzt auch den ausweitenden Swap-Spreads zu entziehen. Es bedurfte der höheren laufenden Verzinsung („Carry“) von Hochzins-Papieren, um positive Wertbeiträge zu erzielen. Auch nach vorn schauend fällt es uns schwer, für Kreditrisiken euphorisch zu werden. Hohe Bewertungen legen die Grundlage für eine eher verhaltene Ertragserwartung, dazu gesellt sich die sukzessiv nachlassende Nachfrage der EZB. Des Weiteren benötigen institutionelle Investoren, wie z.B. Versicherungen oder Pensionskassen, weniger Beimischungen in Unternehmensanleihen, sobald Staatspapiere am langen Ende wieder auskömmlichere Verzinsungen offerieren. Analysen von J.P. Morgan zeigen darüber hinaus, dass der durchschnittliche Publikumsfonds des Investmentgrade-Bereichs bis zum Ende des dritten Quartals 2021 bereits vergleichsweise hohe Beimischungen in Hochzins- und Nachranganleihen alloziert hatte. Es dürfte vor diesem Hintergrund schwerfallen, den margi-

#### Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zur Jahresmitte und zum Jahresende 2022

|                   | 15.12.2021 | 30.06.2022                                                                            |                                                                                         | 31.12.2022                                                                            |                                                                                         |
|-------------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
|                   | Aktuell    |  |  * |  |  * |
| USA               |            |                                                                                       |                                                                                         |                                                                                       |                                                                                         |
| Leitzins          | 0,00-0,25  | 0,25-0,50                                                                             | 0,30                                                                                    | 1,00-1,25                                                                             | 0,60                                                                                    |
| 10J US-Rendite    | 1,46       | 1,80                                                                                  | 1,82                                                                                    | 2,20                                                                                  | 1,99                                                                                    |
| Eurozone          |            |                                                                                       |                                                                                         |                                                                                       |                                                                                         |
| Leitzins          | 0,00       | 0,00                                                                                  | 0,00                                                                                    | 0,00                                                                                  | 0,00                                                                                    |
| 10J Bund-Rendite  | -0,36      | 0,00                                                                                  | -0,02                                                                                   | 0,30                                                                                  | 0,08                                                                                    |
| Großbritannien    |            |                                                                                       |                                                                                         |                                                                                       |                                                                                         |
| Leitzins          | 0,10       | 0,50                                                                                  | 0,45                                                                                    | 0,75                                                                                  | 0,65                                                                                    |
| 10J Gilts-Rendite | 0,73       | 1,10                                                                                  | 1,27                                                                                    | 1,60                                                                                  | 1,40                                                                                    |

\* Durchschnitt, Konsens per 15.12.2021.

Quelle: Bloomberg

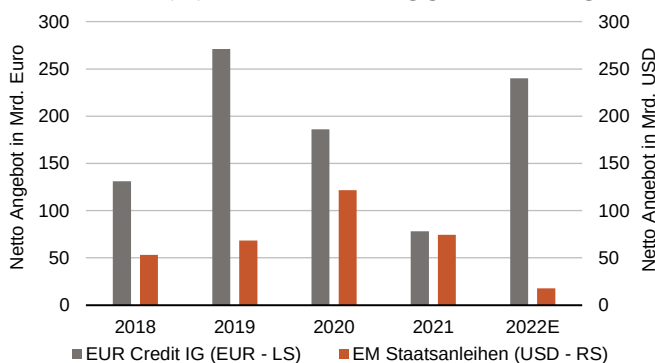
nen Käufer auf hohen Bewertungsniveaus zu begeistern. Für die andere Seite der Gleichung wird ein hohes Angebot an Neuemissionen prognostiziert (Grafik unten links). Nach mehreren Quartalen der Bilanzreparatur beginnen europäische Unternehmen, Liquiditätspolster zu reduzieren und neue Verschuldung in Kauf zu nehmen, um anstehende Investitionen zu tätigen. Auch dürften anhaltend starke Aktivitäten bei Fusionen und Übernahmen den Refinanzierungsbedarf am Kapitalmarkt hochhalten. Unter dem Strich erwarten wir moderate Ausweitungen bei den Risikoprämien und steigende Renditen. Beides spricht zum einen für eine erhöhte Kassenhaltung, um zwischenzeitlich auftretende Opportunitäten nutzen zu können, und zum anderen für einen Fokus auf kurze Anleihen mit hoher Effektivverzinsung. Diese sehen wir in Beimischungen aus dem Hochzins- und Nachrangsegment.

#### Schwellenländeranleihen: Bewertungen sind attraktiv

Weder in Hart- noch in Lokalwährung konnten Schwellenländeranleihen im Schlussquartal 2021 ihre Vormonatsverluste verringern. Die Zins- und Währungsmärkte waren von erhöhter Volatilität geprägt, sodass alle Schwellenländer-Segmente das alte Jahr mit negativen Erträgen abschlossen. Für 2022 erwarten wir einen höheren Grad an Heterogenität, u.a. basierend auf Unterschieden im Fortschritt bei der Bekämpfung der Corona-Pandemie, divergenter Inflationsentwicklung und unterschiedlichen Zentralbankpolitiken. Die asiatische Region sehen wir dabei im Vorteil gegenüber anderen, insbesondere die Lokalwährungskomponente erscheint uns hier opportun. Bezüglich der Zinssensitivität ist allerdings Vorsicht angebracht, insbesondere sollten Hartwährungsanleihen mit hoher Duration aus Lateinamerika gemieden werden.

#### Neuemissionen: divergierende Trends in einzelnen Segmenten

Bei europäischen Unternehmensanleihen (Credit IG) steigt das Angebot deutlich, bei Schwellenländer(EM)-Staatsanleihen ist es dagegen stark rückläufig



Zeitraum: 01.01.2018-31.12.2022 (für 2022: erwartete Werte)  
Quelle: J.P. Morgan

Allgemein bergen hohe Inflation und steigende Zinsen, vor allem in den USA, erhöhte Risiken für Schwellenländerinvestments. Positiv stimmen uns jedoch die aktuellen Bewertungen sowie das technische Gesamtbild. Die Risikoaufschläge im Hartwährungsbereich sind auf attraktive Einstiegsniveaus gestiegen. Ein ähnliches Bild zeigt sich im Lokalwährungssegment, wo die Renditen mit Ausnahme der Corona-Krise im März 2020 so hoch sind wie zuletzt vor drei Jahren. Zudem dürfte sich das (Netto-)Primärmarktangebot sowohl im Vergleich zum Volumen des Vorjahres als auch zum längerfristigen Durchschnitt deutlich verringern (Grafik unten links). Neben den attraktiven Bewertungen sollte sich dieser Aspekt tendenziell kurssteigernd auswirken. Somit haben wir trotz eines herausfordernden Umfelds für die kommenden Monate Hoffnung auf eine positivere Entwicklung als im Jahr 2021.

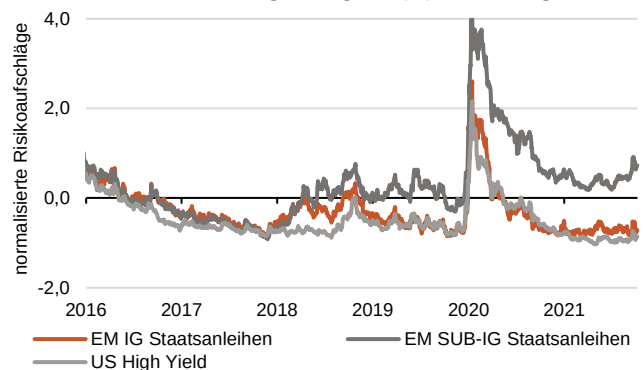
#### Fazit: Einige Risiken vorhanden, doch vereinzelte Chancen bleiben

Sichere Staatsanleihen dürften im Fall dauerhaft höherer Covid-Infektionen und damit verbundener Wachstumsrückschläge gesucht sein – für uns ein Minderszenario. Auch europäische Unternehmensanleihen erfahren insbesondere durch hohe Bewertungen, steigendes Angebot und nachlassende EZB-Nachfrage Gegenwind. Allerdings sehen wir hier Chancen in der Nutzung temporärer Opportunitäten sowie in Hochzins- und Nachrangpapieren mit kurzer Laufzeit. Für Schwellenländerpapiere schließlich sprechen attraktive Renditeniveaus und Angebotsknappheit. Ein insgesamt schwieriges Umfeld hält somit doch noch Möglichkeiten bereit.

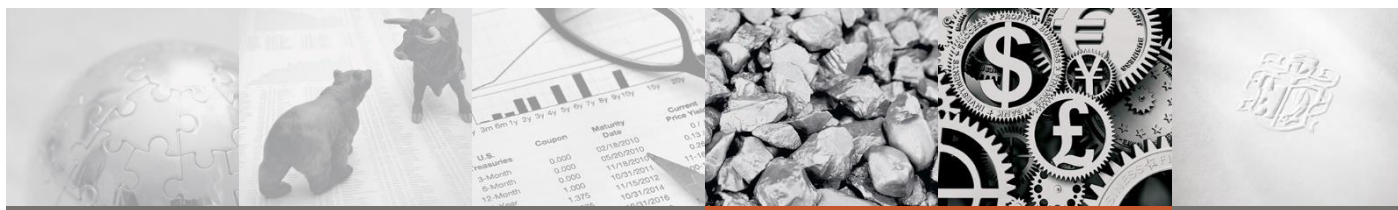
Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset  
Christian Bettinger, Leiter Fixed Income Euro Flexibel  
Robert Reichle, Leiter Fixed Income Global & Emerging Markets

#### Schwellenländeranleihen: Hochzins-Risikoprämien sehr attraktiv

Bei hochverzinslichen Schwellenländerpapieren (HY) sind die Renditeaufschläge deutlich höher als im Investmentgrade-Segment (IG) und in US-High Yield



Zeitraum: 14.12.2016-14.12.2021, Quelle: Bloomberg  
Darstellung: historischer Z-Score, Betrachtungszeitraum 15 Jahre



## ZYKLISCHE ROHSTOFFE MIT CHANCEN

### Öl zu Unrecht im Bärenmarkt

Das vierte Quartal am Ölmarkt war geprägt von Höhen und Tiefen. Im Oktober erreichte Öl noch den höchsten Stand seit sieben Jahren, bevor es dann im November mit Ausbreitung der Omikron-Variante in einen Bärenmarkt rutschte. Das Ausmaß des Abverkaufs schien allerdings übertrieben, denn es impliziert einen stärkeren Nachfragerückgang über die kommenden Monate als letzten Winter. Mit dem Abebben der Veränderung der täglichen Neuinfektionen dürfte Öl kurzfristig wieder spürbar hinzugewinnen. Behält die OPEC+ wie seit April 2020 die Kontrolle über den Ölmarkt, könnte Öl mittelfristig von einer anhaltenden Angebotsknappheit profitieren. Denn wie auch die US-Schieferölproduzenten haben einige Kartellmitglieder ihre Investitionsausgaben stark zurückgefahren, was schließlich in einer sinkenden Produktionskapazität münden und dem Ölpreis Rückenwind geben dürfte.

### Gold verharrt in alten Mustern

Gold konnte auch in Q4 nicht aus dem Muster der Vormonate ausbrechen und bewegte sich weiter volatil seitwärts. Angesichts der kräftigen USD-Aufwertung hielt sich das Edelmetall dank gesteigerter Inflationserwartungen aber erstaunlich gut. Auch in den kommenden Monaten dürfte es nicht einfacher werden für Gold. Denn bei einer voraussichtlich restriktiveren Geldpolitik der Fed erwarten wir tendenziell steigende Realzinsen und damit steigende Opportunitätskosten für Gold. Ein schwächerer US-Dollar dürfte wiederum die Nachfrage aus Schwellenländern ankurbeln. In Summe erwarten wir weiter eine volatile Seitwärtsbewegung. Dennoch erachten wir Gold als Absicherung gegen Tail-Risiken wie Stagflationsängste oder in den Hintergrund gerückte geopolitische Konflikte als wichtigen Portfoliobaustein.

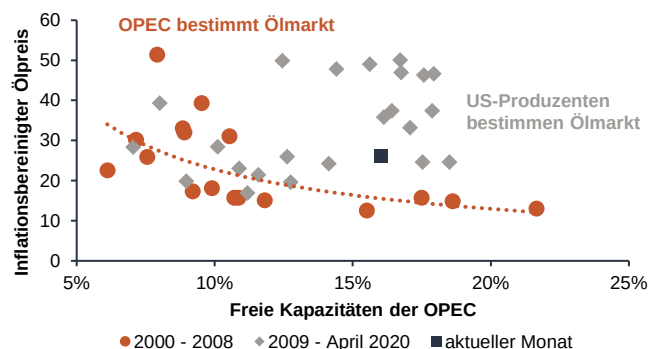
### Industriemetalle als Profiteure wirtschaftlicher Expansion

Industriemetalle gehören zu den Gewinnern von 2021. Allerdings hat sich der Aufwärtstrend im vierten Quartal mit zunehmend negativen Konjunkturüberraschungen nicht weiter fortgesetzt. Während das Thema Nachhaltigkeit sowohl die Nachfrage (Verwendung von Metallen in grünen Technologien) als auch das Angebot (Reduktion von Emissionen bei der Rohstoffgewinnung) beschäftigt und damit für längerfristigen Rückenwind sorgt, dürfte in den nächsten Monaten der kurz- bis mittelfristige globale Konjunkturausblick über die weitere Entwicklung der Industriemetalle entscheiden. Kommen wir nach dem Abschwung in Q4 nun, wie von uns erwartet, wieder in eine Phase der Expansion, sind die Chancen für eine positive Wertentwicklung im Jahr 2022 gestellt.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

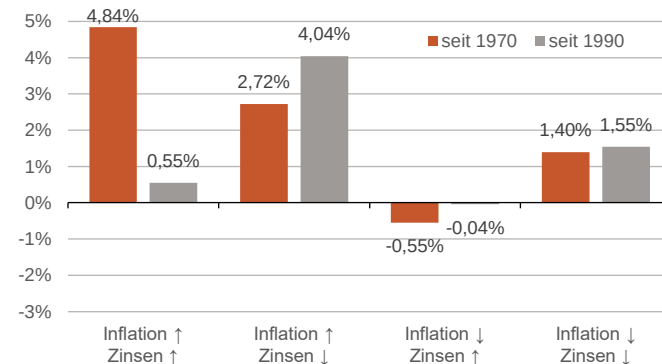
### Ölpreis steigt mit sinkender Produktionskapazität

Inflationsindexierter Ölpreis relativ zur freien Produktionskapazität der OPEC in unterschiedlichen Regimen



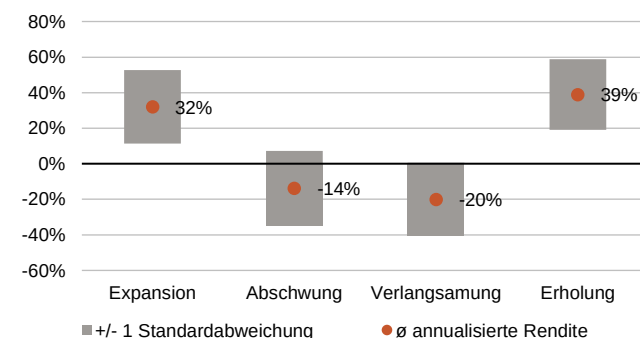
### Potenziell steigende Realzinsen bremsen Gold

Durchschnittliche rollierende 3-Monats-Goldpreisentwicklung in Abhängigkeit von der Veränderung des US-CPI YoY und der 10J-US-Treasury-Renditen



### Konjunkturausblick bestimmt Entwicklung von Industriemetallen

Durchschnitt der gleichgewichteten monatlichen Renditen von Kupfer, Aluminium, Nickel und Zink in Abhängigkeit vom OECD & Major 6 NME Frühindikator





# EURO-COMEBACK NACH ENT'TÄUSCHENDEM JAHR

## Die Gemeinschaftswährung auf Tauchstation

Das Jahr 2021 verlief für den Euro enttäuschend. Dabei hatte es noch verheißungsvoll begonnen. Gegenüber der US-Währung startete der Wechselkurs bei 1,22 US-Dollar je Euro. In den ersten Tagen des Jahres ging es weiter nach oben bis über 1,23 – was am 7. Januar jedoch schon den Jahreshöchstwert bedeuten sollte. Seither sank der Außenwert des Euro unter Schwankungen und markierte im November ein Tief bei knapp 1,12 US-Dollar je Euro. Die Schwäche ist breiter angelegt, denn der Euro büßte auch gegenüber anderen Währungen wie dem Schweizer Franken an Wert ein. Im vierten Quartal verlor der Euro bisher rund vier Cent und notiert nur noch bei 1,04 Franken je Euro.

## EZB-Politik als Belastungsfaktor

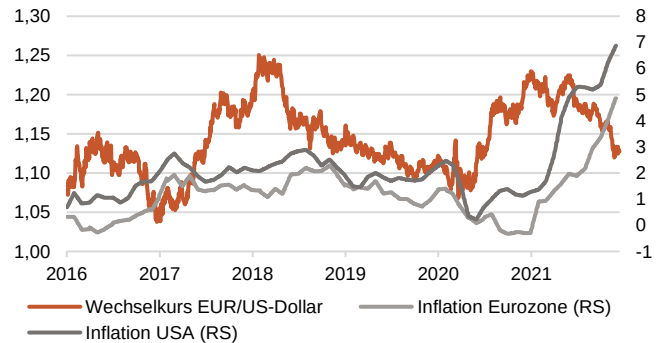
Aus fundamentaler Sicht sprach eigentlich viel für den Euro und gegen den US-Dollar. Die USA hatten ihre Geld- und Fiskalpolitik im Zuge der Pandemie noch expansiver gestaltet als die Länder der Eurozone. Daraus resultierten ein stärkerer Anstieg der Staatsschulden und eine höhere Inflationsdynamik. Wir waren deshalb optimistisch, dass der Euro daraus Kapital schlagen könnte und sein Außenwert steigen würde. Inzwischen hat sich die abwartende Haltung der EZB jedoch als Belastung erwiesen. Die Inflationsraten sind in vielen Ländern kräftig gestiegen. Auch in der Eurozone beläuft sich die Teuerung im November auf 4,9%. Während etwa die US-Notenbank und die Bank of England einen geldpolitischen Kurswechsel eingeleitet haben und die Leitzinsen im nächsten Jahr dort steigen werden, gibt sich die EZB recht gelassen. Da sie die Inflation – trotz einer deutlichen Aufwärtsrevision für 2022 – tendenziell als vorübergehend einstuft, wird sie den Leitzins noch über das kommende Jahr hinaus bei 0% belassen.

Der Devisenmarkt hat die Probleme, mit denen die USA längerfristig zu kämpfen haben, zunächst weitgehend ausgeblendet. Die geldpolitische Wende der Fed und der damit verbundene Zinsvorsprung dominieren. Der Euro wird wohl erst dann kräftiger zulegen, wenn sich auch für Europa ein geldpolitischer Kurswechsel glaubwürdig abzeichnet. Wir erwarten, dass die EZB den Leitzins im Jahr 2023 zweimal anhebt – und damit etwas früher, als es die EZB derzeit selbst erwartet. Vorerst wird die EZB die Anleihekäufe schrittweise reduzieren und das Pandemie-Kaufprogramm PEPP im März auslaufen lassen. Insgesamt hält sich die EZB die Möglichkeit offen, flexibel auf neue wirtschaftliche Herausforderungen zu reagieren.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

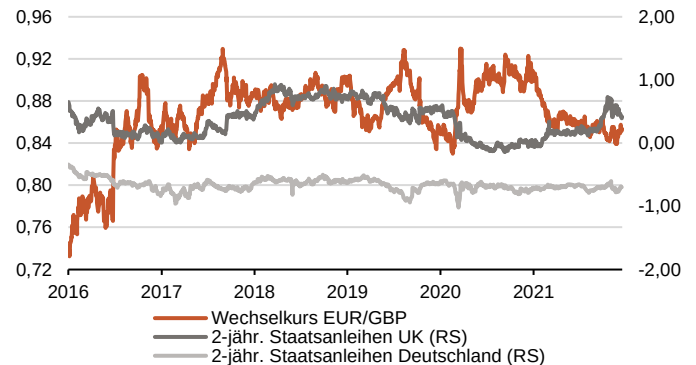
## EUR/USD: Dollar-Stärke und Euro-Schwäche

Der Devisenmarkt honoriert den Straffungskurs der amerikanischen Notenbank. Die hohe US-Inflation erweist sich vorerst als Vorteil für den Dollar



## EUR/GBP: volatile Seitwärtsbewegung

Für das Pfund geht es per saldo seitwärts. Kann der Zinsvorsprung das Pfund stärken?



## Wechselkursprognosen

Der Euro dürfte sich mühsam zurückkämpfen

|                     | 15.12.2021 | 30.06.2022 | 31.12.2022 |
|---------------------|------------|------------|------------|
| Wechselkursprognose | Aktuell    | Ø*         | Ø*         |
| EUR/USD             | 1,13       | 1,14       | 1,13       |
| EUR/GBP             | 0,85       | 0,85       | 0,84       |
| EUR/CHF             | 1,04       | 1,05       | 1,07       |
| EUR/JPY             | 129        | 127        | 130        |

| Veränderung zum Euro (in %) |   |      |      |      |      |
|-----------------------------|---|------|------|------|------|
| USD                         | - | -1,0 | -0,1 | -3,5 | -2,7 |
| GBP                         | - | 0,2  | 1,4  | 0,2  | 1,4  |
| CHF                         | - | -0,6 | -2,4 | -3,3 | -4,2 |
| JPY                         | - | 1,4  | -1,0 | 0,6  | -2,5 |

\* Durchschnitt, Konsens per 15.12.2021  
Quelle: Bloomberg



## INTERVIEW MIT CHRISTOPH MÄDER

**Herr Mäder, Sie sind Fondsmanager des Berenberg Sustainable Euro Bonds. Wie würden Sie Ihre Aufgabe beschreiben?**

Bei einem nachhaltigen Anleihefonds geht es zum einen um die klassische, fundamentale Anleiheauswahl und Portfoliokonstruktion und zum anderen die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in den Investmentprozess, also zum Beispiel die Impact-Analyse möglicher Emittenten und Anleihen. Die Herausforderung ist, die unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten attraktivsten Anleihen zu finden, die gleichzeitig eine positive Auswirkung auf Umwelt und Gesellschaft haben und zu unserer aktuellen Markteinschätzung passen.

**Das klingt spannend! Wie sieht Ihr Arbeitsalltag denn konkret aus?**

Mein Arbeitsalltag beginnt morgens meist damit, Nachrichten zu analysieren, um einen Überblick der wichtigsten Portfoliotreiber zu erhalten. Oft muss ich dann kurzfristig auf Unternehmensnachrichten oder Kapitalmaßnahmen im Portfolio reagieren oder die Neuemissionsteilnahme am Primärmarkt organisieren. Dies beinhaltet etwa die Analyse der Emittenten, Anleihestrukturen und die Bewertung, ob die Neuemission und deren Risikoaufschlag attraktiv genug sind. In ruhigeren Minuten bin ich meist mit Research, dem Austausch mit den Kollegen oder mit Unternehmens-Meetings beschäftigt, um interessante Anleiheemittenten kennen zu lernen und Investmentideen zu entwickeln.

**Wollten Sie schon immer Anleihe-Portfoliomanager werden? Was macht Ihre Arbeit so spannend?**

Viele meiner Kommilitonen waren schon während der Studienzeit stark auf Aktien fokussiert. Durch ein Praktikum bin ich früh mit dem Thema Fixed Income in Berührung gekommen und seitdem von der Anlageklasse fasziniert. Besonders die Vielseitigkeit und Komplexität machen das Anleihesegment so interessant: Nicht nur der Emittent selbst spielt eine wichtige Rolle, sondern auch die Laufzeit, der Rang in der Kapitalstruktur oder die Ausgestaltung weiterer Anleiheattribute. Gleichzeitig ist vom Kennenlernen neuer Unternehmen und ihrer Geschäftsmodelle über die Analyse regulatorischer Veränderungen bis hin zur Einschätzung geldpolitischer oder wirtschaftlicher Entwicklungen auf das Marktgeschehen alles möglich. Es gibt fast jeden Tag etwas Neues zu lernen und Situationen am Markt, die einen vor neue Herausforderungen stellen.

**Was ist Ihre Investmentphilosophie beim Berenberg Sustainable Euro Bonds?**

Für den Fonds haben wir zwei gleichwertige Ziele definiert: die Erwirtschaftung einer attraktiven Rendite nach Kosten oberhalb



unserer Fonds-Benchmark und das Erzielen einer positiven Wirkung auf Umwelt und Gesellschaft. Unter Einhaltung der Berenberg-ESG-Ausschlusskriterien suchen wir Emittenten und zweckgebundene Anleihen, die einen aktiven Beitrag zur Lösung globaler Herausforderungen wie zum Beispiel des Klimawandels, der Wasserknappheit oder auch des demografischen Wandels leisten. Wir sind davon überzeugt, dass unser Fokus auf Nachhaltigkeit und die positive Wirkung der Investments auch einen aktiven Beitrag zur besseren finanziellen Entwicklung des Fonds leisten können. Gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld ist es wichtig, eine Vielzahl an Renditequellen zu nutzen. Wichtiger Performance-Treiber ist für uns die Einzeltitelselektion: Durch Management-Meetings, eigenes Research und die Teilnahme am Neuemissionsmarkt versuchen wir Ineffizienzen auf Anleiheebene zu identifizieren und die attraktivsten Opportunitäten im Markt zu selektieren. Ergänzt wird dies durch die flexible Steuerung der Zins- und Kreditrisiken im Portfolio.

**In welche Art nachhaltiger Emittenten und Anleihen investieren Sie im Fonds?**

Wir investieren zum einen in nachhaltige, zweckgebundene Anleihen, wie Green, Social oder Sustainability Bonds, die durch die finanzierten Projekte einen direkten und messbaren Mehrwert erzielen. Dieser Anleihetyp wird mittlerweile von den unterschiedlichsten Emittenten (Staaten, Unternehmen, Banken) und nahezu jedem Industriesektor und in jeder Rating-Kategorie emittiert. Zum anderen nutzen wir aber auch konventionelle Anleihen von Emittenten, die durch ihr Geschäftsmodell eine positive Wirkung auf Umwelt oder Gesellschaft ausüben. Damit können wir ein zusätzliches Marktsegment nutzen, das weniger durch den starken Nachfrageüberhang bei Green Bonds beeinflusst ist.



### Wie unterscheidet sich ESG-konformes Investieren bei Anleihen von Aktien?

Ein großer Unterschied ist die Art der Einflussnahme (Engagement): Während Aktionäre direkt durch ihr Stimmrecht Einfluss nehmen können, ist dies als Anleiheinvestor nur indirekt durch den Austausch mit dem Management und die Kommunikation von Erwartungen an das Unternehmen möglich. Zusätzlich wird nachhaltiges Investieren durch die Komplexität des Anleihemarktes erschwert. Neben Unternehmen müssen auch Staaten und staatsnahe Organisationen hinsichtlich ihrer Nachhaltigkeit analysiert werden. Vielfältigere Verantwortlichkeiten und Stakeholder von Staaten erhöhen die Komplexität der ESG-Analyse. Gleichzeitig muss die Anleihestruktur berücksichtigt werden. Während bei Aktien die ESG-Konformität des Unternehmens und Geschäftsmodells ausschlaggebend ist, muss bei zweckgebundenen Anleihen (z.B. Green, Social oder Sustainability Bonds) auch die Wirkung der finanzierten Projekte berücksichtigt werden.

### Wo liegen die Unterschiede zwischen einer nachhaltigen, zweckgebundenen und einer konventionellen Anleihe? Und gibt es auch Gemeinsamkeiten?

Diese Anleihetypen unterscheiden sich primär durch die Mittelverwendung. Konventionelle Anleihen werden üblicherweise für den allgemeinen Geschäftszweck genutzt und oft nicht weiter spezifiziert. Bei zweckgebundenen Anleihen werden die Erlöse der Emission gezielt für die Finanzierung spezifischer nachhaltiger Projekte genutzt, etwa einer Windkraftanlage oder Kleinstkredite für benachteiligte Bevölkerungsgruppen. Außerdem wird ein Impact-Reporting veröffentlicht, in dem die finanzierten Projekte und deren Wirkung transparent an Investoren kommuniziert werden. Die größte Gemeinsamkeit ist das Kreditrisiko. In der Regel handelt es sich bei nachhaltigen, zweckgebundenen Anleihen um unbesicherte Anleihen, die im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Emittenten gleich behandelt werden wie konventionelle Anleihen. Somit bieten sie bei gleicher Haftung zusätzlich einen Mehrwert für Umwelt oder Gesellschaft.

### Worauf achten Sie bei der Anleiheselektion und wie gehen Sie bei nachhaltigen, zweckgebundenen Anleihen mit dem Thema Greenwashing um?

Vor der Investition analysieren wir die Kreditqualität und die finanzielle Attraktivität jedes Emittenten und jeder Anleihe. In Sachen Nachhaltigkeit berücksichtigen viele Fonds und ETFs ledig-

lich Ausschlusskriterien oder nutzen ESG-Ratings externer Anbieter als alleiniges Entscheidungsmerkmal. Dies erscheint uns zu kurz gegriffen: Während die Anwendung von Ausschlusskriterien und eine eigene ESG-Chancen- und -Risikoanalyse wertstiftende Bausteine in unserem Investmentprozess darstellen, ist die proprietäre Impact-Analyse jeder Anleihe und jedes Emittenten eine essenzielle Komponente in unserem Selektionsprozess. Zur Bewertung der positiven Wirkung eines Investments haben wir zusammen mit unserem ESG Office ein Net-Impact-Scoring-Modell entwickelt. Bei zweckgebundenen Anleihen wie Green Bonds ist eine Analyse besonders wichtig, um möglichem Greenwashing vorzubeugen. Die Analyse der finanzierten nachhaltigen Projekte allein ist nicht ausreichend. Wir schauen auch auf den Emittenten selbst und dessen Nachhaltigkeitsstrategie. Nur wenn diese glaubhaft und solide ist, ist ein Green Bond für uns investierbar.

### Wie zufrieden sind Sie mit der Performance Ihres Fonds?

Seit Start im Oktober 2020 konnten wir uns gegenüber vergleichbaren Fonds im Markt und der Fonds-Benchmark sehr gut schlagen und ein Alpha von 0,28% per 14.12.2021 nach Kosten seit Auflage generieren, wenngleich dies in einem Marktumfeld steigender Zinsen zu einer leicht negativen absoluten Wertentwicklung geführt hat. Besonders zufrieden sind wir damit, dass wir diese Outperformance bei gleichzeitig deutlich geringerer Volatilität erwirtschaften konnten und unseren Kunden somit eine attraktivere risikoadjustierte Wertentwicklung bieten konnten.

## KURZVITA

Christoph Mäder verantwortet als Portfoliomanager den Berenberg Sustainable Euro Bonds. Innerhalb des Fixed Income Teams bei Berenberg ist er auf die Selektion im europäischen Anleihesegment fokussiert und verantwortet die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in diesem Bereich. Vor seinem Start bei Berenberg im August 2017 konnte er erste Berufserfahrung bei der UniCredit und DWS sammeln. Er hält einen Master of Finance & Investments von der Rotterdam School of Management und ist CFA-Charterholder.



# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

**Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie**

## AUTOREN

**Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income Euro Flexibel**

Managt die Fonds Berenberg Euro Bonds und Berenberg Credit Opportunities und konzentriert sich auf Unternehmensanleihen

**Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien**

Verantwortet die Anlagestrategie für Aktien des Asset Managements mit dem Fokus auf die Einzeltitelselektion in europäischen Aktien

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

Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit

**Martin Mayer, CEFA | Senior Portfolio Manager Multi Asset**

Managt defensive Multi-Asset-Vermögensverwaltungsmandate und analysiert die Anleihemärkte, insbesondere für Staatsanleihen

**Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie**

Leitet den Bereich Multi Asset und ist zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management

**Dr. Jörn Quitzau | Senior Economist**

Analysiert längerfristige Wirtschaftstrends und dabei insbesondere die Entwicklung an den Devisenmärkten

**Robert Reichle, CFA, CQF | Leiter Fixed Income Global & EM**

Verantwortet den Bereich Fixed Income Emerging Markets und Global Bonds ex Euro

**Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt**

Leitet die volkswirtschaftliche Abteilung und analysiert wirtschaftliche sowie politische Trends, die die Vermögensanlage beeinflussen

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

Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell 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.

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: 16. Dezember 2021

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)  
[multiasset@berenberg.de](mailto:multiasset@berenberg.de)