



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

HOHE UNSICHERHEIT

Der Krieg bringt mehr Inflation, weniger Wachstum und hohe Unsicherheit – der Konjunkturdämpfer kommt erst noch. Das Stagflationsrisiko steigt. Zentralbanken sind aber kurzfristig weniger restriktiv.

SOLIDE AUSGANGSBASIS

Konjunktur und Gewinne überraschten positiv und die kommenden Belastungen dürften vorübergehen. Aktienmärkte haben korrigiert, Bewertungen und Positionierungen sind niedriger, Pessimismus dominiert.

CHANCEN AUF ERHOLUNG

Erholung der Märkte bei etwas nachlassender Unsicherheit, Inflation und Volatilität wahrscheinlich. Balancierte Positionierung aber weiter geboten.

Q2 | 2022



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
dass 2022 für Anleger ein herausforderndes Jahr wird, hatten wir bereits im Dezember 2021 prognostiziert. Aber auch wir waren überrascht, dass der Markt innerhalb der ersten zwei Monate gleich zweimal auf dem falschen Fuß erwischt wurde. Zunächst war es die überraschend schnelle Wende der Geldpolitik aufgrund weiter nach oben überraschender Inflationszahlen. Stark steigende Realrenditen führten zu einer der stärksten jemals gemessenen Rotationen bei Aktien, raus aus Wachstums- und Qualitätstiteln und rein in Value. Kurz darauf belastete dann die Eskalation des schwelenden Russland-Ukraine-Konfliktes zu einem realen Krieg. Unser rationales Basisszenario im Einklang mit dem Marktkonsens war, dass es nicht zu einem russischen Einmarsch kommen würde, sondern Putin mit dem Säbel rasselt, um auf dem internationalen Parkett wahrgenommen zu werden. Zumal das auch wirtschaftlich gut für Russland war, weil die Rohstoffpreise gestiegen sind. Letztlich sind es in der Tat auch die Rohstoffe, die Anlegern als einzige Anlageklasse seit Jahresbeginn positive Renditen bescheren. Anleihen und Aktien büßten gemeinsam deutlich ein – wie erwartet funktionierte die Diversifikation zwischen Aktien und Anleihen nicht.

Die Unsicherheit über die zukünftige Kombination aus Wachstum und Inflation hat deutlich zugenommen. Vorübergehend dürfte es weniger Wachstum und mehr Inflation geben. Dafür hat das Risiko abgenommen, dass die Zentralbanken zu schnell zu restriktiv werden. Bei stärkeren Wachstumsbelastungen infolge des Krieges dürften die Zentralbanken zögerlicher die Zinsen anheben und vice versa. Zudem stützt das Auslaufen der Omikron-Welle die Wirtschaft und aus China kommen vermehrt Anzeichen eines wirtschaftlichen Aufschwungs. Wir erwarten, dass eine Rezession oder eine länger anhaltende Stagflation vermieden werden kann.

Die Finanzmärkte haben auf die Unsicherheit reagiert. Aktienmärkte haben um deutlich mehr als 10% korrigiert, die Aktienmarktbeurteilung hat sich weitgehend normalisiert, die Anlegerstimmung ist pessimistisch, die Positionierungen insbesondere systematischer Strategien sind niedrig und Geldmarktfondsbestände

(„trockenes Pulver“) bei negativer Realverzinsung hoch. Wir halten es für wahrscheinlich, dass sich die Unsicherheit im zweiten Quartal etwas zu legen beginnt, zumal auch die Historie zeigt, dass Kapitalmarktbelastungen durch geopolitische Risiken häufig nur von kurzer Dauer sind. Lassen Volatilität und Unsicherheit wirklich nach, ist die Ausgangsbasis für eine Markterholung im zweiten Quartal gut, selbst wenn das Jahr herausfordernd bleibt. Wir haben in der Krise die Aktienquote deshalb wieder auf ein moderates Übergewicht angehoben. Eine Diversifikation über Regionen und Sektoren ist aber wichtiger denn je. Wir setzen dabei auf eine Kombination aus Wachstums- und Qualitätstiteln in Europa, rohstofflastigen Aktienregionen wie Lateinamerika und einer ausgeprägten Rohstoffposition. Staatsanleihen bleiben für uns uninteressant.

Im Insights-Interview ab S. 14 analysiert Klaus Naeve, Co-Head des Berenberg Wealth and Asset Management und Head of Sales, welche Entwicklungen er bei unseren Kunden sieht und wie wir darauf reagieren. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Hohe Unsicherheit bietet mittelfristig Chancen	
Volkswirtschaft	Seite 6
Putins Krieg: kurze Stagflation, Aufschwung danach	
Aktien	Seite 8
Diversifizierung wichtiger denn je	
Anleihen	Seite 10
Trend steigender Renditen nur kurz unterbrochen	
Rohstoffe	Seite 12
Rohstoffe bleiben teuer und vor allem volatil	
Währungen	Seite 13
Im Bann des Krieges und der Inflation	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Klaus Naeve	
Impressum	Seite 16



HOHE UNSICHERHEIT BIETET MITTELFRISTIG CHANCEN

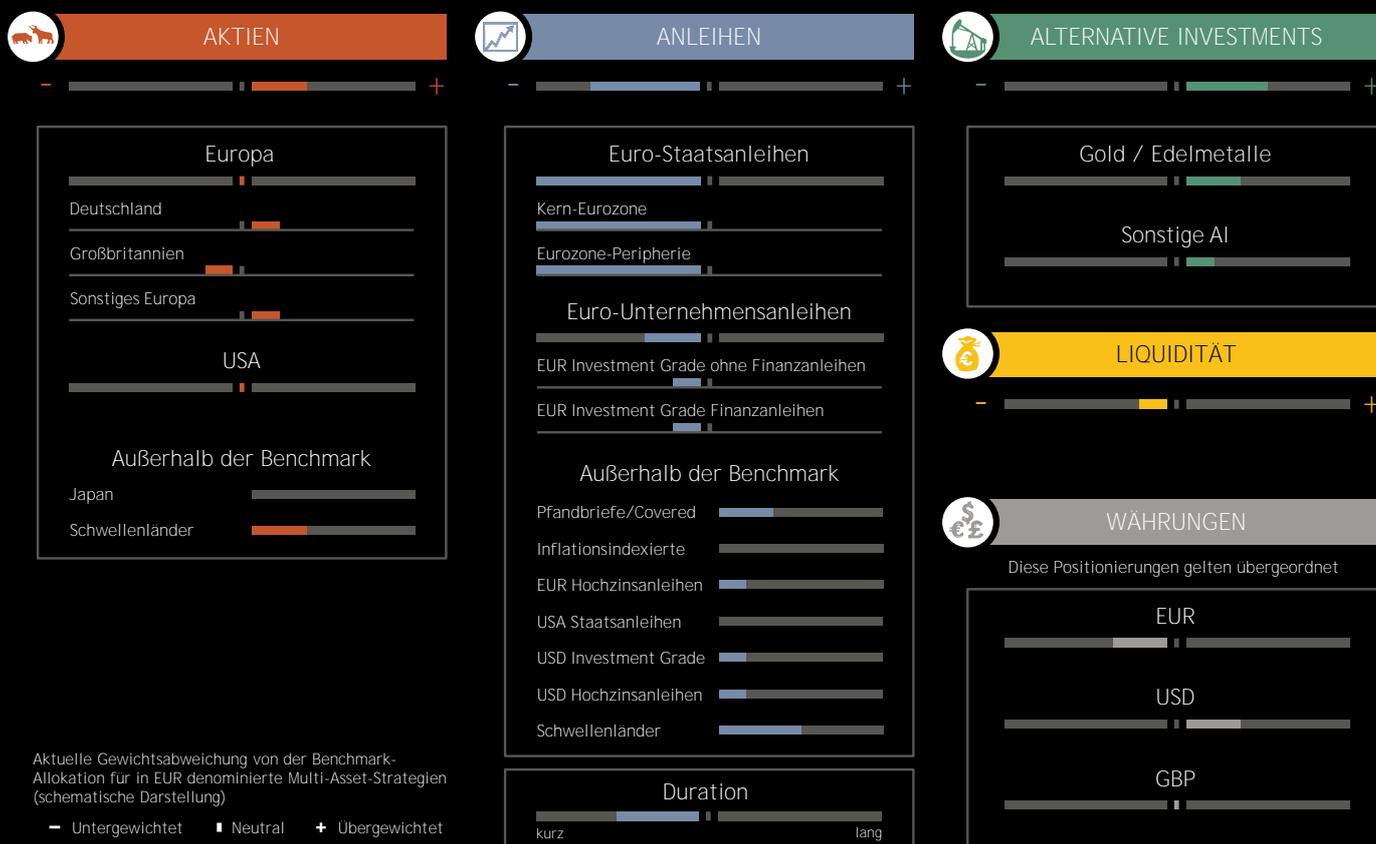
AUF DEN PUNKT

- Wie von uns erwartet, überraschten Konjunktur- und Gewinnwachstum bisher weiter nach oben.
- Putins Krieg bringt noch mehr Inflation, weniger Wachstum und hohe Unsicherheit. Das Stagflationsrisiko steigt, eine länger anhaltende Stagflation ist jedoch nur ein Risikoszenario.
- Risikoanlagen haben deutlich korrigiert, die Bewertungen sind attraktiver, Pessimismus dominiert und insbesondere systematische Anlagestrategien sind niedrig positioniert.
- Legt sich die Unsicherheit im zweiten Quartal etwas, dürfte der Risikoappetit der Anleger langsam zurückkehren.

Erwartung eines mit dem Auslaufen der Omikron-Welle positiven Quartals wurde aber enttäuscht. Belastet hat im Januar mit stark steigenden (Real-)Renditen unser Fokus auf Qualitäts- und Wachstumsaktien. Anfang Februar reduzierten wir das Risiko etwas. Wir ergänzten viele unserer Strategien um ein Derivate-basiertes Produkt zum Abfedern von Extremrisiken. Dieses bewährte sich bereits bei Russlands Einmarsch in die Ukraine. Mit neuen Investments in britische und lateinamerikanische Aktienindizes balancierten wir zudem das Portfolio noch besser aus. Unser schon hohes Rohstoff-Exposure ist somit noch mal angestiegen. Die Marktkorrektur und den dominierenden Pessimismus nutzten wir Ende Februar und im März zu einer ersten Aufstockung bei Aktien, um ein leichtes Übergewicht beizubehalten, da wir die Kurse als langfristig attraktiv ansahen. Unser Aktienübergewicht liegt vor allem in China und Lateinamerika. Nach dem erneuten Verfall der Anleiherenditen im März und angesichts anhaltend hoher Inflation bleiben wir bei Staatsanleihen vorsichtig. Wir präferieren weiterhin selektiv Schwellenländer- und Unternehmensanleihen.

Portfoliopositionierung auf einen Blick

Wir starten nur mit einem leichten Aktienübergewicht in das Jahr, da wir für 2022 nur begrenztes Potenzial sahen und Rückschläge um mehr als zehn Prozent als wahrscheinlicher erachteten. Unsere



Rückblick erstes Quartal - der perfekte Sturm

Hartnäckige Inflation mit der Folge global restriktiverer Zentralbankenpolitik sowie die Eskalation des Russland-Ukraine-Konfliktes bestimmten die Kapitalmärkte seit Jahresbeginn. Zunächst gerieten insbesondere Wachstumsunternehmen infolge des schnellen und starken Anstiegs der Realzinsen deutlich unter Druck (obere Abbildung Seite 5). Die Märkte verzeichneten eine der stärksten je gemessenen Rotationen bei Aktien – raus aus Qualität, Small Caps und Wachstum und rein in „Value“, „Low Growth“ und „Low Quality“. Aktien aus Europa und Schwellenländern entwickelten sich deutlich besser als solche aus den USA. Anleihen verloren deutlich an Wert. Ab Mitte Februar stand dann der Russland-Ukraine-Konflikt im Fokus der Märkte. Aktienmärkte korrigierten vom Hochpunkt im vierten Quartal 2021 bzw. Anfang 2022 mehr als 10%. Europäische Aktien, insbesondere aus der Eurozone, litten durch die geographische Nähe sowie die Energieabhängigkeit von Russland besonders stark unter dem Konflikt. Die Realrenditen fielen. Anleihen sicherer Häfen waren wieder gefragt, konnten die Verluste von Anfang des Jahres aber nicht ausgleichen. Rohstoffe legten deutlich zu, insbesondere Öl, Gas und Palladium. Auch Gold und der US-Dollar liegen im Plus.

Erhöhte Unsicherheit bezüglich des weiteren Konjunkturverlaufs

Die Unsicherheit über die zukünftige Kombination aus Inflation und Wachstum ist deutlich gestiegen. Zumindest vorübergehend wird es weniger Wachstum und mehr Inflation geben als zuvor erwartet. Ein wesentlicher Unterschied zu den Krisen der letzten zwei Dekaden (zum Beispiel Pandemie, Euro-Staatsschuldenkrise,

Finanzmarktkrise) ist, dass die aktuelle Krise über die steigenden Rohstoff-, Nahrungsmittel- und Energiepreise und mögliche Versorgungsengpässe inflationär wirkt anstatt deflationär. Die Zentralbanken können die Wirtschaft und die Märkte deshalb nicht durch geldpolitische Lockerung unterstützen, ganz im Gegenteil.

Bisher hat sich das Konjunktur- und Gewinnwachstum aber als solider erwiesen als vom Konsens erwartet – positive Konjunktürrüberraschungen und Gewinnrevisionen haben nach Q4 auch in Q1 dominiert, sowohl in Europa als auch in den USA. Nun drohen aber Belastungen von Putins Krieg, deren Ausmaß schwer abzuschätzen ist. Für den Euroraum ist Russland als Handelspartner zwar relativ unbedeutend, nur drei Prozent der Exporte gehen dorthin. Die Belastung entsteht aber durch die hohen Energie- und Rohstoffpreise, Lieferkettenprobleme und fallende Aktienkurse, die die Stimmung, die wirtschaftliche Aktivität und wohl auch das Konsum- und Investitionsverhalten beeinträchtigen. Die Staaten dürften aber dagegenhalten und versuchen fiskalisch die Belastungen abzufedern. Unsere Volkswirte erwarten, dass der konjunkturelle Schwung, den es durch das Ende der Omikron-Welle geben sollte, deutlich gedämpft und um mehrere Monate verzögert wird. Im Sommer und Herbst dürfte die Wirtschaft aber wieder auf einen deutlichen Expansionskurs einschwenken. Allerdings gilt das nur, wenn Russland nicht noch ein NATO-Mitglied angreifen sollte und Russland Europa nicht den Gashahn zudreht. In unserem Basisszenario gehen wir weiter davon aus, dass es nicht zu einer nachhaltigen Stagflation, das heißt hoher Inflation bei wirtschaftlicher Stagnation, kommt. Dies bleibt aber ein Risikoszenario.

Nur Rohstoffe mit positiven Renditen seit Jahresstart, Aktien und Anleihen im Minus, EM-Aktien schwach wegen Osteuropa, US-Dollar stark

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2021 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
	■ YTD (31.12.21-15.03.22)	■ 2021 (31.12.20-31.12.21)	15.03.21	15.03.20	15.03.19	15.03.18	15.03.17		
Brent	39,2	77,8	80,5	56,8	-39,7	16,7	8,9	16,8	38,4
Gold	8,8	3,5	20,6	5,3	19,8	7,5	-5,9	9,0	12,5
USD/EUR	3,8	7,4	8,9	-6,9	2,0	8,6	-12,8	-0,4	6,6
Euro-Übernachteinlage	-0,1	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,0
Euro-Staatsanleihen	-2,4	-1,6	-3,3	1,8	1,7	1,5	1,4	0,6	2,2
US-Staatsanleihen	-4,9	-2,4	-3,0	-2,7	13,0	3,5	0,6	2,1	3,8
Euro-Unternehmensanleihen	-5,1	-1,1	-5,7	4,5	1,3	1,5	2,1	0,7	2,6
S&P 500	-6,6	38,2	18,8	38,4	0,1	14,2	1,2	13,7	20,2
EM-Staatsanleihen	-7,0	5,7	0,5	1,6	2,2	12,1	-10,0	1,0	7,9
Stoxx Europa 50	-7,3	26,1	10,7	34,1	-17,3	7,4	-0,6	5,6	16,1
DAX	-12,4	15,8	-3,8	56,6	-21,0	-5,3	2,8	3,0	19,8
MSCI EM	-13,0	4,6	-14,6	42,7	-11,7	-2,9	13,6	3,5	16,0

Zeitraum: 15.03.2017-15.03.2022

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



Hohe Unsicherheit in den Kapitalmärkten reflektiert

Die hohe wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit, die gemessen am Index geopolitischer Risiken der Fed (mittlere Grafik) aktuell auf dem Niveau des Golf- oder Irakkrieges liegt, spiegelt sich auch an den Finanzmärkten wider. Mit über 30 liegt der VIX Index auf dem Niveau wie zur Zeit des Golf- oder Irakkriegs. Die Finanzmärkte haben bereits deutlich auf die erhöhte Unsicherheit reagiert. Pessimistische Stimmung dominiert bei Anlegern, wie die wöchentliche Umfrage der American Association of Individual Investors (AAII) oder die hohen Preise für Absicherungen zeigen. Die Bewertungen von Aktien haben sich weitgehend normalisiert. Europäische Aktien handeln beispielsweise auf einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13,4 – trotz niedriger Anleiherenditen deutlich unterhalb des Durchschnittes seit 1988 in Höhe von 14,6. Aktienpositionen wurden bereits deutlich reduziert, insbesondere durch systematische Anlagestrategien. Auch sind Geldmarktfondsbestände unverändert hoch, bei negativer Realverzinsung. Die Ausgangsbasis für eine Markterholung, wenn die Volatilität und die Unsicherheit nachlassen, erscheint gut.

Unsicherheit und Inflation dürften im zweiten Quartal nachlassen ...

Wir erwarten in den kommenden Monaten eine gewisse Klärung der vielfältigen Unsicherheiten. Eine langanhaltende, kostspielige militärische Auseinandersetzung dürfte nicht im Interesse der russischen Führung sein, da ansonsten der Unmut der eigenen Bevölkerung zunehmen könnte. Auch dürften die wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges und der Sanktionen zunehmend besser eingeschätzt werden können. Trotz der Effekte des Krieges auf die Inflation dürften Inflationsraten im zweiten Quartal ihren Hochpunkt überschreiten. Nach dem ersten Zinsschritt durch die amerikanische Zentralbank im März ist auch mehr Klarheit über die Fed-Politik zu erwarten – ein stabilisierendes Verhalten liegt nahe. Bei stärkeren Wachstumsbelastungen dürfte sie zögerlicher die Zinsen anheben und vice versa. Die Wirtschaftsentwicklung wird durch die Öffnung nach der Omikron-Welle gestützt und aus China kommen mehr Anzeichen eines Aufschwungs.

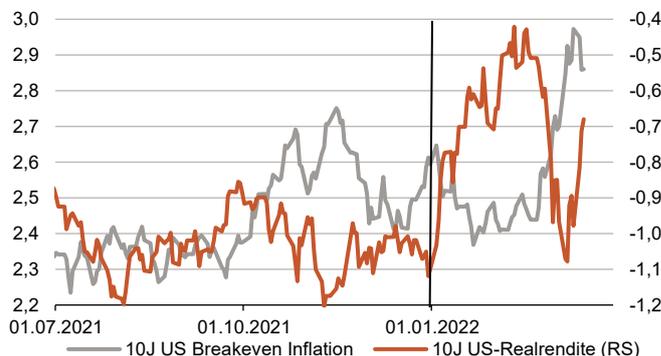
... und Chancen auf eine Erholung bieten

Auch die Historie zeigt, dass Kapitalmarktbelastungen durch geopolitische Risiken häufig nur von kurzer Dauer sind und in der Regel Kaufgelegenheiten bieten. Wir erachten für das zweite Quartal das Risiko-Rendite-Verhältnis für gut. Das Jahr bleibt aber anspruchsvoll mit viel Unsicherheit, dem Ende der Zentralbank-Anleihekäufe und ersten Zinserhöhungen.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Realrenditen erst schnell rauf, dann umso schneller wieder runter

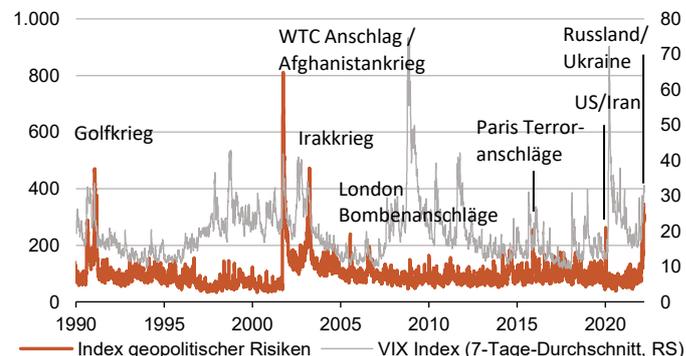
Kehtwende der Zentralbanken zu Jahresbeginn trieb Realrenditen rauf und Inflationserwartungen runter; der Putin-Krieg löste deutliche Gegenbewegung aus



Zeitraum: 01.07.2021-15.03.2022
Quelle: Bloomberg

Geopolitische Risiken treiben Finanzmarktunsicherheit

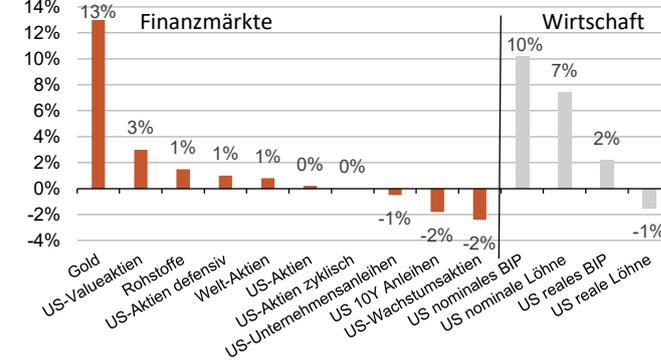
Index geopolitischer Risiken (gemessen auf Basis des Anteils relevanter Zeitungsartikel in den USA) und VIX Index auf Niveau des Golf- oder Irakkrieges



Zeitraum: 01.01.1990-15.03.2022
Quelle: <https://www.policyuncertainty.com/gpr.html>, Bloomberg, eigene Berechnungen

Was wäre, wenn es doch zu nachhaltiger Stagflation käme?

Annualisierte durchschnittliche Gesamtrendite zwischen Januar 1974 und Oktober 1982: Rohstoffe und Aktien vor Anleihen!



Zeitraum: 01.01.1974-31.10.1982
Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, eigene Berechnungen



PUTINS KRIEG: KURZE STAGFLATION, AUFSCHWUNG DANACH

AUF DEN PUNKT

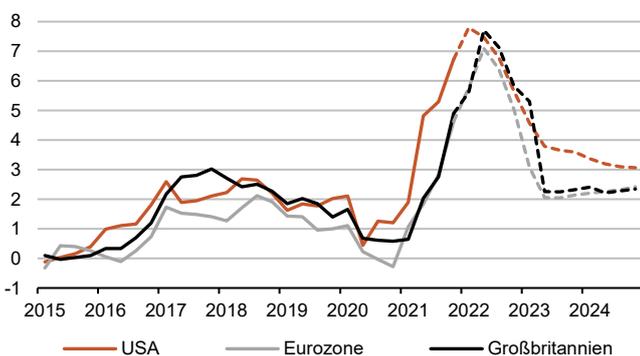
- Putins Krieg gegen die Ukraine trifft auch die Wirtschaft, in Europa weit mehr als in den USA
- Inflationsschock durch höhere Preise für Energie und Nahrungsmittel; neues Wachstum ab Frühsommer
- Notenbanken leiten dennoch Wende ein – EZB nur langsam

Stagflation in Europa für einige Monate

Putins brutaler Angriff auf die Ukraine verändert nicht nur die geopolitische Lage wie kein anderes Ereignis seit dem Zusammenbruch des Kommunismus in Europa 1989/1990. Der Schock des Krieges und das Hochschnellen der Preise für Energie, Nahrungsmittel und wichtige Rohstoffe treffen auch die Konjunktur, vor allem in Europa. Seit November 2021 stagniert die Wirtschaftsleistung in der Eurozone. Der kräftige Wiederaufschwung, der sich im Februar mit dem Abflauen der Omikron-Welle der Pandemie abzuzeichnen begann, wird jetzt zunächst durch den Inflationsschock, das allgemeine Klima der Unsicherheit und verschärfte Lieferengpässe beispielsweise in der Automobilindustrie ausgebremst. Bei außergewöhnlich hoher Inflation dürfte die Wirtschaftsleistung auf dem europäischen Kontinent im März und April stagnieren oder sogar leicht zurückgehen. Die Lage lässt sich derzeit als Stagflation beschreiben. Für die Eurozone zeichnet sich aber bisher keine Rezession, also ein Rückgang der Wirtschaftsleistung in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen, ab.

Der große Inflationsschock

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %



Gestrichelt: Berenberg-Prognose. USA: CPI-U, Eurozone: HVPI, GB: VPI
Quellen: BLS, Eurostat, ONS, Berenberg

Die Auftriebskräfte der Konjunktur sind weiterhin stark. Haushalte haben während der Pandemie erhebliche Zusatzersparnisse gebildet. Unternehmen und Regierungen wollen mehr investieren. Sobald die – schreckliche – Lage sich etwas geklärt hat, kann der Schock nachlassen. Sofern nicht Russland tatsächlich – und gegen seine eigenen Interessen – Westeuropa den Gas- und Ölhahn zu dreht (oder die EU ihrerseits die Importe drastisch reduziert), werden dann auch die Preise für Öl und Gas ihre kurzfristigen Spitzen hinter sich lassen. Vielleicht ab Mai kann dann auch die Konjunktur wieder Tritt fassen. Als Reaktion auf die möglichen Kriegsfolgen haben wir unsere Wachstumsprognose für die Eurozone für dieses Jahr von 4,3% auf 3,2% gesenkt.

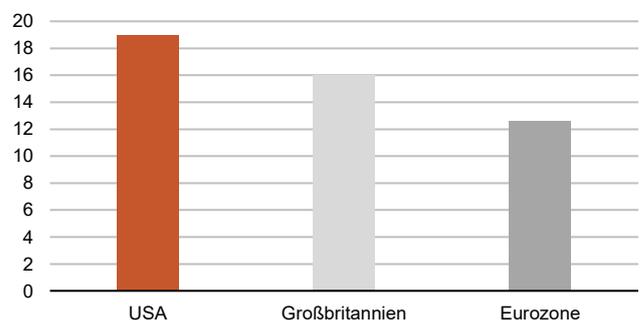
Transatlantischer Unterschied

Die USA sind weit weniger betroffen als Europa. Der Schock für Verbrauchervertrauen und Geschäftsklima wird dort aufgrund der großen räumlichen Distanz weit geringer ausfallen. Zudem sind die USA nicht von russischem Erdgas abhängig. Als Reaktion auf die außerordentlich hohen Energiepreise werden US-Unternehmen vermutlich ihre Investitionen in die eigene Förderung (Stichwort "Fracking") hochfahren. Das gibt der US-Konjunktur einen Impuls, der den kleinen Dämpfer für den privaten Verbrauch weitgehend ausgleicht. Deshalb haben wir unsere Prognose für das US-Wachstum in diesem Jahr nur geringfügig von 3,9% auf 3,8% gesenkt.

Sobald der unmittelbare Schock nachlässt, sprechen gute Argumente für durchaus kräftiges Wachstum in Europa ab etwa Mai. Anders als in den USA, wo die Delta- und Omikron-Wellen der

Zusatzersparnis der privaten Haushalte

% des Konsums im Jahr 2019



Zusatzersparnis Q1 2020 bis Q3 2021 relativ zur normalen Sparquote, ausgedrückt in % des privaten Verbrauchs 2019; normale Ersparnis = Quartalsdurchschnitt 2019.
Quellen: BEA, Eurostat, ONS, Berenberg



Pandemie die Wirtschaft kaum belastet haben, gibt es in Europa noch erhebliches Aufholpotenzial für den privaten Verbrauch nach dem Ende der Einschränkungen. Dies gilt gerade für Dienstleistungen. Zudem erwarten wir, dass die Sommerreisesaison, die 2021 noch sehr verhalten ausfiel, in diesem Jahr wieder nahezu normal verlaufen dürfte. Gerade für die südlichen Mitglieder der Eurozone würde das einen kräftigen Konjunkturschub bedeuten. Darüber hinaus kann ein langsames Ausweiten der derzeit ausgeprägten Lieferengpässe für Halbleiter und andere wichtige Vorprodukte die Produktion der Industrie beleben, die derzeit trotz voller Auftragsbücher weit unter ihrer möglichen Kapazität arbeitet.

Spürbarer Rückschlag im ersten Halbjahr 2022 – gefolgt von einem kräftigen Aufschwung

Dies wird dann der Eurozone und gerade Deutschland mit seinem hohen Anteil der Industrie an der Wirtschaftsleistung besonders zu Gute kommen. Für die Jahre 2023 und 2024 haben wir deshalb unsere europäischen Wachstumsprognosen etwas angehoben, um insgesamt 0,6 Prozentpunkte. Wenn es so käme, würde dies etwa die Hälfte des jetzt für 2022 erwarteten Dämpfers ausgleichen.

Die höchste Inflation seit 40 Jahren

Auf beiden Seiten des Atlantiks treiben Lieferengpässe und die hohen Preise für Energie, Nahrungsmittel und Rohstoffe die Inflation auf das höchste Niveau seit etwa 40 Jahren. Allerdings gibt es einen entscheidenden Unterschied zwischen den USA und der Eurozone. In den USA wird die Inflation zusätzlich durch eine fiskalisch getriebene Übernachfrage der Verbraucher und hohe Lohnzuwächse um 5% befeuert. In der Eurozone ist dies nicht der Fall. Anders als in den USA wird die Euro-Inflation nur durch Faktoren

geprägt, die eine Zentralbank nicht beeinflussen kann. Geldpolitik kann zwar die Nachfrage dämpfen und so auch einem übermäßigen Lohndruck entgegenwirken. Aber sie kann keinen Ölpreisschock verhindern und keine Lieferengpässe beseitigen.

Der unmittelbare Ausblick auf Konjunktur und Inflation ist so unsicher wie selten zuvor. Alles in allem halten wir es für wahrscheinlich, dass Russlands Krieg gegen die Ukraine in wenigen Monaten so oder so an Intensität verlieren wird. Sofern Russland weiterhin – wie bisher – seine Lieferungen an Öl und Gas nach Europa nicht vollkommen abbricht, dürften sich auch die Märkte für Energierohstoffe wieder etwas beruhigen. Für unser Konjunkturszenario rechnen wir mit einem Rückgang bei Öl von 125 USD pro Fass im März und April auf 90 USD Anfang nächsten Jahres. Wenn Öl in einem Jahr also weniger überteuert ist, könnte sich die Inflation in der Eurozone dann von gut 6% in diesem Jahr wieder auf nur leicht über 2% im Frühjahr 2023 normalisieren.

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

Angesichts der besonders hohen Inflation, die in den USA auch durch eine Übernachfrage der Verbraucher getrieben ist, dürfte die US Fed in diesem Jahr ihre Zinsen sechsmal um je 25 Basispunkte anheben, beginnend im März – mit dem Risiko, dass die Fed die Zinsen noch stärker anhebt. Die EZB wird dagegen angesichts der außergewöhnlichen Unsicherheit eher auf Sicht fahren. Während sie ihre Anleihekäufe weiter zurückfährt, lässt sie vorerst den Zeitpunkt für den ersten Zinsschritt offen. Sofern die Konjunktur im Frühsommer wieder anspringt, könnte sie dann im 4. Quartal ihre Leitzinsen um 25 Basispunkte erhöhen.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

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

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 15.03.2022.



DIVERSIFIZIERUNG WICHTIGER DENN JE

AUF DEN PUNKT

- Gewinnschätzungen bis dato gestiegen, dürften aber Anpassungen erfahren, wenn die wirtschaftlichen Effekte des Krieges klarer werden. Risiko für Europa hoch.
- Die Bewertungskennzahlen sind vor allem in den USA und Europa stark gefallen. Ein Großteil der Bewertungsanpassung sollte nun hinter uns liegen. Europa nun fair bewertet.
- Diversifizierung über Regionen und Sektoren macht angesichts der hohen Unsicherheit viel Sinn. Wir setzen dabei auf eine Kombination von Qualitätsunternehmen und rohstoffreichen Regionen.

Schwieriger Start ins Jahr 2022

Die Aktienmärkte sind im ersten Quartal Achterbahn gefahren, mit einer Tendenz gen Süden: Erst haben der kräftige Realzinsanstieg und Inflationsorgen Wachstumstitel (zum Beispiel US-Tech) belastet. Dann hat Russlands Ukraine-Invasion vor allem europäische Aktien belastet – insbesondere Profiteure des vorherigen Zinsanstiegs wie Banken, die nun unter ihrem Russland-Exposure und Konjunktursorgen litten. Seit Jahresbeginn konnten britische Aktien mit ihrer Mischung aus defensiven und Rohstoffwerten outperformen. Auch US-Aktien hielten sich dank der USD-Aufwertung relativ gut. Am stärksten kam Osteuropa unter Druck, Aktien dort verloren knapp 80%. Aber auch europäische Small Caps gaben stärker nach, belastet durch Auswirkungen der Russland-Sanktionen sowie höhere Energiepreise.

2022er-Gewinnschätzungen wurden zuletzt weiter erhöht

Die Gewinnschätzungen sind größtenteils nach drei Monaten gestiegen. Lateinamerika profitierte von der Rohstoffralle und sah mit Abstand die positivsten Gewinnrevisionen. Großbritannien und Japan folgten dahinter, während die Gewinnschätzungen für die USA nur leicht stiegen. Der große Verlierer war Osteuropa, insbesondere Russland. Die Sanktionen und die massive Rubel-Abwertung belasteten die Unternehmensgewinne deutlich. In den nächsten Wochen dürften die Analysten die Gewinnschätzungen weiter anpassen, wenn die Effekte des Krieges klarer werden. Die relativen Verlierer dürften dabei Unternehmen mit hohem Russland-Bezug sowie Unternehmen sein, die die gestiegenen Inputkosten nicht weitergeben können. Relative Gewinner dürften Firmen mit Preissetzungsmacht und nicht von Sanktionen betroffene Rohstoffproduzenten sein. Der Konsens erwartet, dass die Gewinne dieses Jahr weltweit im hohen einstelligen Bereich wachsen werden. Dabei ist er vor allem optimistisch für Japan und die Eurozone. Die Unternehmensgewinne der Eurozone dürften nun aber mit einer größeren Unsicherheit behaftet sein.

Bewertungsanpassung schneller als von uns erwartet

Wir hatten Ende letzten Jahres argumentiert, dass Aktien aufgrund steigender Zinsen eine Bewertungsanpassung sehen dürften. Dass die Fed allerdings innerhalb von wenigen Wochen äußerst restriktive Töne anstimmte, hatten wir nicht erwartet. Der damit einhergehende Realzinsanstieg bis Mitte Februar hat zu einer massiven Bewertungsanpassung geführt. US-Aktien sind nicht mehr extrem teuer und europäische Aktien fair bewertet. Ein Großteil der Bewertungsanpassung sollte nun hinter uns liegen.

Starke Spreizung zwischen den Regionen: Großbritannien relativer Gewinner, Osteuropa, europäische Small Caps und Asien die Verlierer

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2021 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.21-15.03.22)	■ 2021 (31.12.20-31.12.21)	15.03.21	15.03.20	15.03.19	15.03.18	15.03.17			
MSCI Großbritannien	-0,5	27,5	15,6	32,5	-26,6	9,5	-1,1	1,6	4,1	10,9
Stoxx Europa Defensiv	-2,7	21,7	14,8	28,3	-17,0	15,0	-1,8			
S&P 500	-6,6	38,2	18,8	38,4	0,1	14,2	1,2	3,9	1,5	18,9
MSCI USA Small Caps	-7,0	27,9	-1,8	76,9	-18,2	11,3	-1,0	2,0	1,5	18,2
Stoxx Europa 50	-7,3	26,1	10,7	34,1	-17,3	7,4	-0,6	2,1	3,4	13,2
MSCI Japan	-8,5	9,4	-5,2	44,9	-12,5	-1,9	4,2	1,3	2,5	12,8
Stoxx Europa Zyklisch	-12,0	26,6	2,5	57,7	-23,4	-3,8	7,7			
DAX	-12,4	15,8	-3,8	56,6	-21,0	-5,3	2,8	1,6	3,3	12,4
Euro Stoxx 50	-12,8	23,3	-0,5	51,1	-21,5	1,9	2,6	1,7	3,5	12,7
MSCI EM Asien	-14,8	1,9	-18,8	46,6	-6,2	-3,5	16,6	1,4	2,8	11,6
Stoxx Europa Small 200	-14,9	22,9	-2,4	58,7	-20,0	0,0	10,8	1,6	2,8	15,3
MSCI EM Osteuropa	-79,4	26,4	-76,4	39,8	-21,1	8,1	9,7	1,0	4,3	9,2

Zeitraum: 15.03.2017-15.03.2022

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



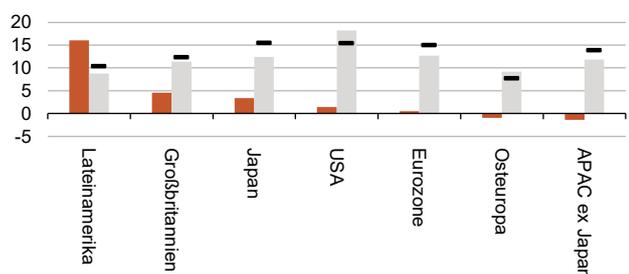
Diversifizierung ist Trumpf

Der Krieg dürfte das Wachstum dämpfen und zu einer länger anhaltenden Inflation führen. Entsprechend steigen die Stagflations-sorgen. Damit einhergehend wird der geldpolitische Pfad der Zentralbanken unsicherer, sodass es als Multi-Asset-Investor sinnvoller denn je ist, sich zu diversifizieren. Wir haben im ersten Quartal innerhalb unserer Multi-Asset-Portfolios 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 relativ günstig. Zudem hat das Gros der lateinamerikanischen Zentralbanken die Leitzinsen bereits stark angehoben, sodass die Währungen einen hohen Carry aufweisen und zuletzt aufgewertet haben. Darüber hinaus ist Lateinamerika für uns ein indirekter geopolitischer Hedge. Die Region ist nicht nur weit weg von der Ukraine, sondern profitiert auch von den höchstwahrscheinlich geringeren Rohstoffexporten Russlands und der Ukraine in den nächsten Monaten. Auch chinesische Aktien dürften sich relativ unabhängig entwickeln. Sie sind ebenfalls relativ günstig bewertet und es gibt erste Anzeichen eines wirtschaftlichen Aufschwungs in China, unterstützt durch Stimulierungsmaßnahmen der chinesischen Zentralbank.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Lateinamerika relativ günstig und mit positiven Gewinnrevisionen

Konsensus-Gewinnrevisionen über die letzten drei Monate und KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnsschätzungen für die nächsten zwölf Monate (inkl. Median)



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

Stand: 15.03.2022
 Quelle: Factset, Berenberg

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Qualität in schwierigen Zeiten

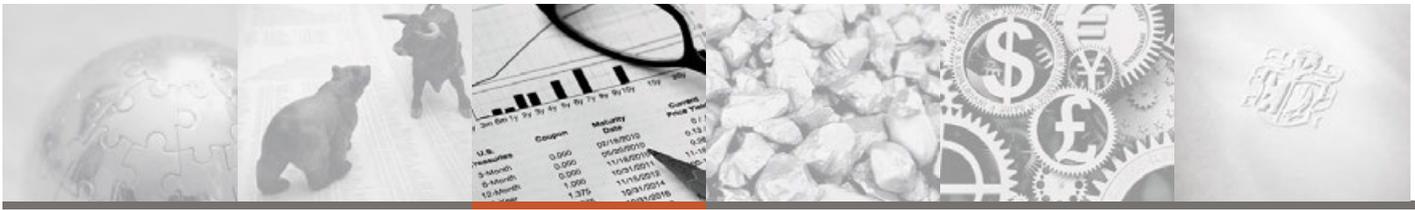
Wie immer zu dieser Jahreszeit war das erste Quartal 2022 für uns über weite Strecken bestimmt von einer Vielzahl an Gesprächen mit den Managementteams unserer bestehenden, aber auch potenzieller neuer Investments. Im Vordergrund standen die vorwiegend positiven Jahresabschlüsse 2021 und ambitionierte Ausblicke auf das laufende Geschäftsjahr. So berichteten Spirituosen- und Luxusgüterhersteller von einer starken Nachfrage der Konsumenten, die Halbleiterindustrie von einem Anhalten der Sonderkonjunktur und Softwareunternehmen von einem über Covid-19 hinaus bestehenden Digitalisierungstrend. Corona wurde kaum thematisiert, Inflation und Lieferengpässe waren hingegen fester Bestandteil der Gespräche. Distributoren von Spezialchemikalien, aber auch Nahrungsergänzungsmittelhersteller berichteten exemplarisch von Schwierigkeiten, Zeitpläne einzuhalten, betonten allerdings, dass sich ihre globale Präsenz auszahle und oft Marktanteilgewinnung möglich mache. Man gab sich darüber hinaus selbstbewusst, dass man die stark angestiegenen Preise an die Kunden weitergeben werde. Dieser Prozess habe auch bereits begonnen. Dass unsere Unternehmen unter schwierigen Bedingungen Bestleistungen abrufen können und ihren Kunden kritische Produkte und Dienstleistungen erbringen, beweist ihre Qualität und ist der beste Garant für die kommenden Quartale.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: Aktien mit limitierten Aufwärtspotenzial

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	15.03.2022	31.12.2022	30.06.2023	
S&P 500	4.262	4.650	4.850	5.237
DAX	13.917	15.500	16.500	18.652
Euro Stoxx 50	3.738	4.150	4.400	4.971
MSCI UK	2.051	2.200	2.350	2.487
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	9,1	13,8	22,9
DAX	-	11,4	18,6	34,0
Euro Stoxx 50	-	11,0	17,7	33,0
MSCI UK	-	7,3	14,6	21,3

* Durchschnitt, Konsens per 15.03.2022.
 Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



TREND STEIGENDER RENDITEN NUR KURZ UNTERBROCHEN

AUF DEN PUNKT

- Sichere Staatsanleihen verlieren jenseits temporärer Absicherungsnachfrage weiter und bleiben auf der Verliererstraße.
- Potenzial für Unternehmensanleihen sehen wir mittelfristig durch reduziertes Angebot sowie nach Bewertungskorrektur.
- Schwellenländerpapiere profitieren ebenfalls von überschaubarer Emissionstätigkeit und sind zudem attraktiv bewertet.

Geopolitische Krise ändert unseren mittelfristigen Ausblick nicht

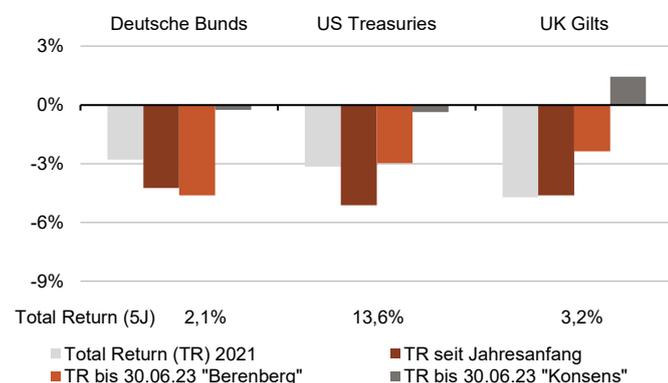
Schrieben wir in der letzten Ausgabe der „Horizonte“ an dieser Stelle von den Herausforderungen des neuen Jahres und thematisierten dabei vorrangig solche ökonomischer Natur, so ist inzwischen auch eine geopolitisch-kriegerische zur Realität geworden. Sofern wir jedoch durch die russische Aggression hindurchschauen und uns auf die für Anleihen mittel- bis langfristig wirksamen Faktoren konzentrieren, zeigt sich unser aktuelles Bild einzelner Marktsegmente gegenüber Jahresbeginn kaum verändert.

Sichere Staatsanleihen setzen ihren Abwärtstrend fort

Erwartungsgemäß haben die ersten Monate des Jahres Kursverluste im Segment der sicheren Staatsanleihen gebracht. Zwar führte das erhöhte Sicherheitsbedürfnis infolge der russischen Invasion in der Ukraine zu temporär steigender Nachfrage nach beispielsweise deutschen Bundesanleihen, doch genügte dies nicht, um den vorangegangenen Renditeanstieg zu egalisieren. Mehrere Faktoren sprechen dafür, dass jenseits geopolitischer Einflüsse der

Sichere Staatsanleihen weiter auf Talfahrt

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



Zeitraum: 15.03.2017-15.03.2022

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

Trend steigender Renditen wieder aufgenommen wird. Zu nennen sind hier vor allem unser mittel- und langfristig positiver Konjunkturausblick, eine im Laufe des Jahres voraussichtlich zwar nachlassende, doch sich oberhalb des Niveaus der 2010er Jahre einpendelnde Inflation und die hierauf mit Beendigung ihrer extrem expansiven Geldpolitik reagierenden Notenbanken. Auch scheint die Covid-19-Pandemie zunehmend ihren Schrecken zu verlieren. In diesem Umfeld werden sichere Staatsanleihen Verluste einfahren. Allenfalls als vorübergehende Absicherungen können sie selektiv interessant sein, jedoch keinesfalls als dauerhafte Anlage über das Argument des „sicheren Hafens“ hinaus.

Unternehmensanleihen: erste Lichtschimmer am Ende des Tunnels

„Fehlstart“ – es fällt schwer, den Jahresbeginn an den europäischen Märkten für Unternehmensanleihen positiver zu bezeichnen. Die Erwartung früherer und häufigerer Zinsschritte der Zentralbanken sowie die Eskalation des Russland-Ukraine-Konflikts haben deutliche Spuren hinterlassen. Wenngleich wir mit einem schwierigen Jahr gerechnet hatten, überraschen Geschwindigkeit und Vehemenz der Bewegung. Mit Blick nach vorn scheint es daher sinnvoll, einige wichtige Einflussfaktoren erneut zu bewerten. Beispielsweise veröffentlichten zahlreiche Unternehmen überzeugende Quartalsergebnisse; Gewinne wurden weiterhin dazu genutzt, die Verschuldung zurückzuführen. Allerdings bedarf es noch mehr Zeit, um mit größerer Sicherheit beurteilen zu können, inwieweit anhaltend hohe Inflation und speziell steigende Rohstoffpreise einen nachdrücklich negativen Einfluss auf die Unternehmen haben werden. Eindeutig positiv hingegen könnte sich ein anderer Faktor bemerkbar machen: Nachdem wir zunächst von

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende und zur Jahresmitte 2023

	15.03.2022	31.12.2022	30.06.2023
	Aktuell	🇺🇸	🇬🇧
USA			
Leitzins	0,25-0,50	1,50-1,75	1,55
10J US-Rendite	2,19	2,60	2,30
Eurozone			
Leitzins	0,00	0,25	0,10
10J Bund-Rendite	0,39	0,70	0,41
Großbritannien			
Leitzins	0,50	1,00	1,20
10J Gilts-Rendite	1,63	1,90	1,59

* Durchschnitt, Konsens per 15.03.2022.

Quelle: Bloomberg



einem deutlich höheren Neuemissionsangebot und damit Druck auf die Bewertungen ausgegangen waren, ist inzwischen zu beobachten, dass einige Investmentbanken ihre diesbezüglichen Erwartungen nach unten korrigieren. So reduzierte beispielsweise J.P. Morgan die Schätzung für das Netto-Angebot im Euro-High-Yield-Segment für das Jahr 2022 von 140 auf nur noch 90 Mrd. EUR. Deutlich höhere Refinanzierungskosten, attraktivere Konditionen auf dem Markt für verbrieft Kredite („Loans“) sowie geringere Fusions- und Übernahmeaktivitäten sollten laut der US-Bank zu signifikant geringeren Neuemissionen führen und Risikoaufschläge im Sekundärmarkt weniger belasten. Der zurzeit spannendste Faktor jedoch ist die Bewertung. Die Grafik links unten verdeutlicht, dass wir seit dem Jahreswechsel einen merklichen Anstieg der Renditeaufschläge sowohl im Investmentgrade- als auch im Hochzinsbereich gesehen haben. Selbst wenn die Risikoprämien noch nicht als attraktiv zu bezeichnen sind, könnte sich mittelfristig nach einer Marktstabilisierung ein interessantes Einstiegsfenster öffnen. Bis dahin fühlen wir uns in kurzlaufenden Positionen aus beiden Teilssegmenten wohl und bestätigen darüber hinaus unsere Präferenz für Finanzanleihen.

Schwellenländer: Lokalwährungsanleihen bleiben bevorzugt

Im Umfeld von Corona, steigenden Zinsen und der Ukraine-Krise verloren Hartwährungsanleihen im ersten Quartal deutlich an Wert, während Schwellenländerpapiere in lokaler Währung relativ besser abschnitten; einige Regionen, insbesondere Lateinamerika, notierten zuletzt sogar positiv. Die drei genannten Markttreiber lassen das Schwellenländersegment heterogener denn je erscheinen. Als richtig erwies sich unsere Annahme, dass der negative Effekt

steigender US-Renditen auf Anleihen in Hartwährung relativ zu Lokalwährungen stärker sein würde, weshalb wir Letztere präferieren (siehe Grafik rechts unten). Währungsinvestments in Asien und Lateinamerika, das aufgrund der regionalen Distanz zu Russland und Osteuropa und seiner schon weit vorangeschrittenen Zinsanhebungszyklen hervorsteicht, erachten wir auch weiterhin als opportun. Länder wie zum Beispiel Kolumbien oder Angola sowie höher geratete Staaten aus dem Mittleren Osten sollten zudem von steigenden Rohstoffpreisen profitieren. Vorsicht ist dagegen gegenüber Ländern angebracht, die keine Rohstoffexporteure sind und unter höherer Energie- und Nahrungsmittelinflation leiden werden. Positiv stimmen uns die aktuellen Bewertungen und das technische Gesamtbild. Die Risikoaufschläge sind auf sehr attraktive Niveaus gestiegen – bei einer Marktberuhigung erscheint ein Einstieg lohnend. Zu guter Letzt bleibt die Emissionstätigkeit vorerst überschaubar, was Schwellenländerpapiere ebenso unterstützen sollte.

Fazit: trotz geopolitischer Krise kein Favoritenwechsel

Im Vergleich verschiedener festverzinslicher Segmente bleiben Schwellenländerpapiere unser Favorit, insbesondere in Lokalwährung(en). 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. Sichere Staatsanleihen schließlich sollten auf der Verliererstraße bleiben, sie werden nur temporär in Unsicherheitsphasen als „Safe Haven“ gefragt sein.

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

Euro-Unternehmensanleihen bieten spürbar höhere Risikoprämien

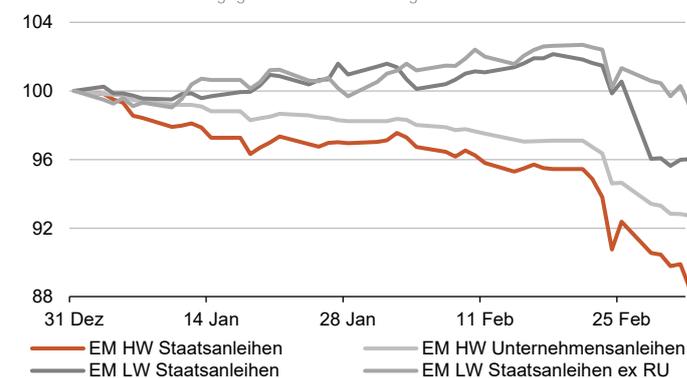
Seit dem Jahreswechsel sind die Renditeaufschläge für Investmentgrade- und Hochzinsanleihen (High Yield) merklich über das Vorjahresniveau gestiegen



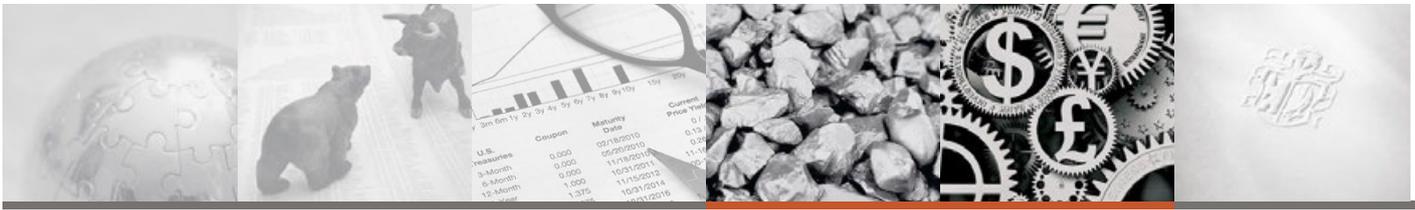
Zeitraum: 15.03.2021-15.03.2022, Quelle: Bloomberg, ICE, eigene Berechnung
Darstellung: Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen

Schwellenländer: Lokalwährungspapiere bleiben präferiert

Die seit Jahresbeginn bestehende Outperformance von Staats- und Unternehmensanleihen in lokaler gegenüber Hartwährung sollte sich fortsetzen



Zeitraum: 01.01.2022-15.03.2022, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung, RU: Russland, HW/LW: Hart-/Lokalwährung, normiert auf 100 zu Jahresbeginn (ungesichert, aus EUR-Sicht)



ROHSTOFFE BLEIBEN TEUER UND VOR ALLEM VOLATIL

Öl bleibt knapp, Volatilität und Preise hoch

Der Ölpreis explodierte in Q1 und stand zeitweise so hoch wie seit 2008 nicht mehr. War zu Beginn des Jahres Öl schon knapp, sind jetzt die Sorgen groß, dass Europa im weiteren Verlauf von Putins Krieg die Energie ausgeht. Aktuell fließen Öl und Gas noch in den Westen. Sollten die Lieferungen eingestellt werden, müsste das fehlende Öl anderweitig bereitgestellt werden. Naheliegender wäre höhere Fördermengen seitens der OPEC+. Bisher sperrt man sich jedoch außerordentlich die Quoten anzuheben. Allerdings könnte in den nächsten Wochen der Iran wieder auf dem Weltmarkt auftauchen, denn ein neues Abkommen mit den USA wird derzeit 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.

Gold kann Realzinsanstieg bei restriktiver Fed trotzen

Das erste Quartal war geprägt von Risiken – zunächst Inflationsrisiken, später kamen mit der Invasion durch Russland auch geopolitische und wirtschaftliche Risiken hinzu. Gold profitierte als realer sicherer Hafen von den vielen Unsicherheiten und entwickelte sich dabei deutlich erfreulicher als seine nominalen Pendanten. Kurzfristig dürfte der Rückenwind durch Putins Krieg abnehmen, sofern die Lage nicht weiter eskaliert. Denn vergangene Konflikte zeigen, dass es nicht der Krieg selbst, sondern vielmehr 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, da damit einhergehend auch die Risiken eines möglichen „Policy-Errors“ zunehmen. Insgesamt dürfte sich Gold in den nächsten Monaten weiter volatil seitwärts bewegen.

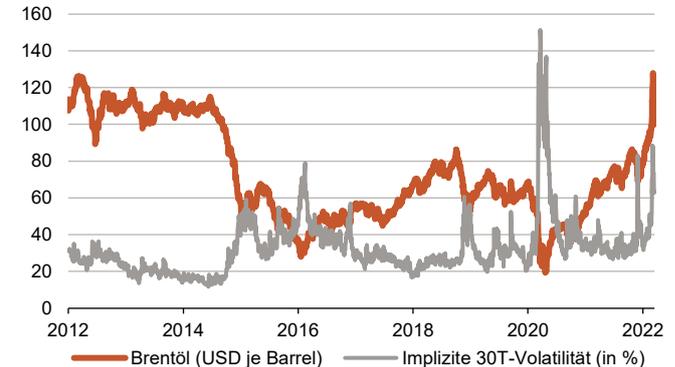
Putins Krieg beschleunigt strukturelle Trends bei Industriemetallen

Auch Industriemetalle haben sich insgesamt erfreulich entwickelt. Denn aufgrund ihrer 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 15% hinzugewann, legten Kupfer und Zink weniger als 10% zu. Bei Ersteren überwogen die russlandbedingten Angebotssorgen. Der Anstieg Letzterer wurde hingegen aufgrund gestiegener Konjunktursorgen gedämpft. Nickel dürfte sich normalisieren, aber die Divergenz dürfte anhalten. Der Trend zur Dekarbonisierung dürfte sich mit dem Krieg hingegen noch einmal beschleunigen. Davon dürften alle Metalle profitieren.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Rohöl bei hoher Volatilität auf Mehrjahreshoch

Preis von Brentöl in US-Dollar je Barrel gegenüber der impliziten Volatilität von Brentöl über die nächsten 30 Tage

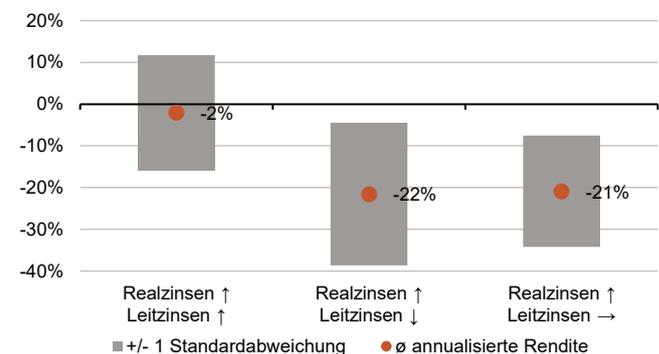


Zeitraum: 15.03.2012-15.03.2022

Quelle: Bloomberg

Realzinsanstieg bei restriktiver Zentralbank weniger gefährlich

Annualisierte Rendite von Gold bei steigenden Realzinsen in Abhängigkeit von der Leitzinsentwicklung der Fed

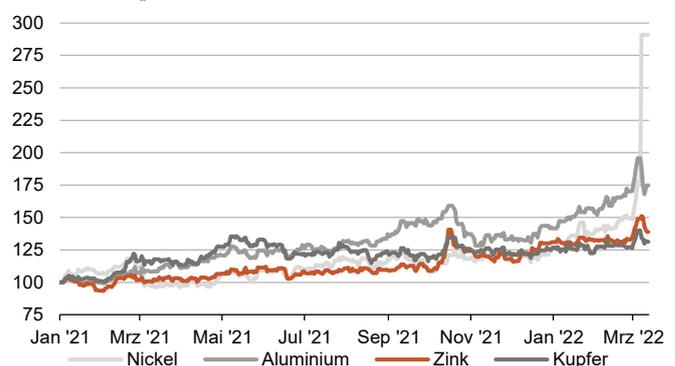


Zeitraum: 01.01.2000-28.02.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Divergenz innerhalb der Industriemetalle

Performance ausgewählter Industriemetalle indiziert auf 100 am 01.01.2021



Zeitraum: 01.01.2021-15.03.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



IM BANN DES KRIEGES UND DER INFLATION

Zwei große Themen

Im ersten Quartal 2022 dominierten zwei Themen am Devisenmarkt: 1. die Inflation/Geldpolitik, 2. der Russland-Ukraine-Krieg. Zunächst überraschten die Inflationsraten, weil sie auch zum Jahresbeginn auf sehr hohem Niveau verharrten. Dabei zeichnete sich immer deutlicher ab, dass die US-Notenbank Fed und die Bank of England bereit sind, einen geldpolitischen Kurswechsel vorzunehmen, während sich die Europäische Zentralbank beim Kampf gegen die Inflation weiter zögerlich zeigte. So blieb der Euro zunächst unter Druck. Erst auf der Pressekonferenz der EZB Anfang Februar schien Christine Lagarde das Blatt für den Euro wenden zu können. Mit ihren Aussagen nährte sie an den Märkten die Spekulation, die EZB könne nun doch schon in diesem Jahr die Zinswende einleiten. Die Gemeinschaftswährung stieg zwischenzeitlich bis auf fast 1,15 US-Dollar je Euro.

Krieg erstickt Euro-Hoffnung im Keim - „sichere Häfen“ gefragt

Doch kaum war etwas Hoffnung für den Euro aufgekeimt, drehte die Eskalation im Russland-Ukraine-Konflikt die Stimmung erneut. Nun sind wieder die klassischen „Safe haven“-Währungen gefragt: US-Dollar, Schweizer Franken und der Japanische Yen legten abermals zu und pulverisierten die vorausgegangenen Euro-Kursgewinne. Der Euro hat in dieser Gemengelage einen schweren Stand, weil der Krieg die Konjunkturaussichten in der Eurozone wieder eintrübt und der geldpolitische Kurswechsel der EZB nun erneut hinausgezögert werden könnte. Die EZB dürfte vorerst wieder stärker „auf Sicht“ fahren. Hinzu kommt, dass der längerfristige Ausblick aufgrund der räumlichen Nähe zu Russland eingetrübt werden kann. Die Friedensdividende, die sich aus der Ost-West-Entspannung ergeben hatte, ist nun wohl aufgebraucht. Darunter könnte der Euro stärker leiden als die geographisch weiter entfernten Länder und deren Währungen (US-Dollar/Yen). Vorerst hängt die Entwicklung des Eurokurses vornehmlich an der Nachrichtenlage zum Russland-Ukraine-Krieg – erhöhte Volatilität ist vorprogrammiert.

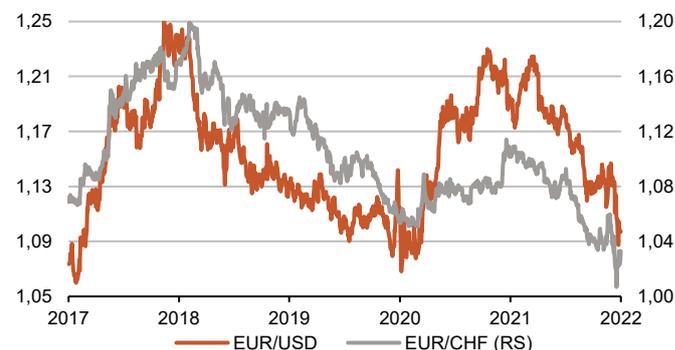
Britisches Pfund bleibt fest

Die Bank of England (BoE) hat die Zinswende im Gegensatz zur EZB und zur Fed bereits eingeleitet. Mit einem Trippelschritt um 15 Basispunkte im Dezember und einem regulären Schritt um 25 Basispunkte hat die BoE die Zinsen bereits zweimal erhöht. Das Pfund konnte sich auch dank dieser Unterstützung seitens der Notenbank auf hohem Niveau festsetzen. Zeitweilig ist der Euro auf 0,82 Pfund je Euro gefallen.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

Euro verliert gegenüber den „Safe haven“-Währungen

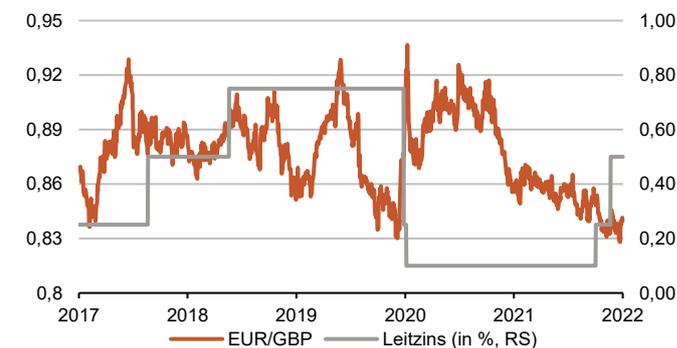
Der Russland-Ukraine-Krieg treibt Anleger in die sicheren Anlagehäfen. US-Dollar, Franken und Yen profitieren



Zeitraum: 15.03.2017-15.03.2022
Quelle: Macrobond

EUR/GBP: Euro fällt gegen starkes Pfund weiter zurück

Die Bank of England marschiert bei der Zinswende vorneweg



Zeitraum: 15.03.2017-15.03.2022
Quelle: Macrobond

Wechselkursprognosen

US-Dollar-Schwäche dürfte anhalten

Wechselkursprognose	15.03.2022	31.12.2022		30.06.2023		
	Aktuell	🇪🇺	🇺🇸*	🇪🇺	🇺🇸*	
EUR/USD	1,10	1,18	1,15	1,22	-	
EUR/GBP	0,84	0,85	0,84	0,85	-	
EUR/CHF	1,03	1,08	1,07	1,09	-	
EUR/JPY	130	129	133	131	-	
Veränderung zum Euro (in %)						
USD	-	-7,2	-4,7	-10,2	-	
GBP	-	-1,2	0,0	-1,2	-	
CHF	-	-4,5	-3,6	-5,4	-	
JPY	-	0,5	-2,6	-1,1	-	

* Durchschnitt, Konsens per 15.03.2022
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT KLAUS NAEVE

Herr Naeve, Sie sind Co-Head des Berenberg Wealth and Asset Management und Head of Sales. Welche Aufgaben umfasst Ihre Position?

Im Zentrum meiner Arbeit stehen unsere Kunden und unsere Beziehung zu ihnen. Ich kümmere mich vor allem um die Organisation und Weiterentwicklung der Kundenbetreuung. Dazu gehört es etwa, die bestehenden Angebote weiterzudenken und neue Services und Produkte gemeinsam mit meinem Co-Head Matthias Born zu entwickeln, der als Head of Investments auch der ideale Partner dafür ist.

Das klingt nach viel Abwechslung, aber auch vielen Herausforderungen! Wie sieht Ihr Arbeitsalltag konkret aus?

Den einen, immer gleichen Alltag gibt es zum Glück nicht. Eigentlich bin ich schönerweise ständig im Dialog mit anderen Menschen. Da ist natürlich an erster Stelle der regelmäßige Dialog mit den Kunden, die ich wie jede Führungskraft in unserem Hause weiterhin persönlich betreue. So erfahre ich, was sie umtreibt und wo wir uns weiterentwickeln sollten. Im Haus spreche ich viel mit den Leitern der einzelnen Kundenbereiche über die aktuellen Stimmungen und Bedürfnisse unserer Kunden. Dazu kommt ein regelmäßiger Austausch mit Kollegen aus dem Bereich Investments und aus den verschiedenen Einheiten der Bank, die im Hintergrund wirken, etwa Business Management, IT oder Compliance, und vielen mehr. Da wir zudem wachsen, suchen wir auch fortlaufend neue Kolleginnen und Kollegen – eine weitere spannende kommunikative Aufgabe.

Was reizt Sie dabei besonders an Ihrer Arbeit? Wo gibt es Ihrer Meinung nach weiteres Verbesserungspotenzial?

Ich entwickle gerne gemeinsam mit anderen Menschen Themen weiter, auch weil sich die Kundenanforderungen und die Struktur der Kapitalmärkte stetig wandeln. Leider gilt nach wie vor, dass es immer mehr Ideen für Verbesserungen gibt als Kapazitäten, und so müssen wir häufig fokussieren. Momentan ist die Digitalisierung von Kunden- und Abwicklungsprozessen ein großes Thema.

Wer ist der typische Kunde von Berenberg?

Den typischen Kunden gibt es nicht. Kunden mit einer direkten Kontoverbindung bei uns wie Privatkunden, Stiftungen, Unternehmen und Unternehmer bedienen wir in den Wealth-Management-Segmenten. In den diversen institutionellen Kundensegmenten wie Versicherungen, Pensionskassen oder Firmen ist dann der Übergang zum Asset Management fließend. Einige von ihnen kaufen schlicht unsere hervorragenden Fonds und dafür bedarf es nicht immer einer Kontobeziehung. Dazu kommen viele unserer



Fondsinvestoren über den Bereich des sogenannten Wholesale oder aus dem Kooperationspartnergeschäft mit Sparkassen und Volksbanken. Wir verbinden also die klassischen Offerten einer Privatbank mit denen eines Asset Managers.

Wie sieht die Zusammenarbeit zwischen Wealth Management und Asset Management aus?

Meine Aufgabe im Wealth Management ist es gewissermaßen, unsere Investmentkompetenz im Asset Management bestmöglich mit den richtigen Kunden zusammenzubringen. Für den Bereich Investments ist es ja letztlich unwichtig, ob eine Investmentstrategie in Form eines Publikumsfonds, Spezialfonds, institutionellen Mandates oder Wealth-Management-Mandates umgesetzt wird. Meine Aufgabe ist dann das Vernetzen und Übersetzen – denn für uns ist eine Investmentstrategie nur so gut, wie sie einem Kunden auch erläutert wird und auf dessen Bedürfnisse passt. Deshalb gibt es auch jeden Morgen einen Austausch zwischen allen Mitarbeitenden beider Bereiche, bei dem die Kollegen aus dem Bereich Investment die aktuellen Kapitalmärkte einschätzen oder Investmentideen detailliert vorstellen und Fragen der Berater beantworten. Das erlaubt Letzteren den Kunden jederzeit wertvoll zur Seite zu stehen. Wie gut das funktioniert, zeigt sich ja auch daran, dass wir sowohl im Wealth Management als auch im Investmentbereich zuletzt wiederholt ausgezeichnet wurden. Wir konnten in den letzten Jahren auch wirklich sehr gute Ergebnisbeiträge in fast allen unserer Strategien erzielen.

Vor welchen Herausforderungen stehen Ihre Kunden zurzeit?

Das übergreifende Hauptthema über alle Kundensegmente hinweg ist aus meiner Sicht weiterhin, dass es keine wirklich sicheren



und zugleich rentierlichen Anlagen mehr gibt. Somit müssen Kunden mehr Risiken eingehen um realen Werterhalt oder gar eine real positive Wertentwicklung zu erreichen. Diese Herausforderung wird durch die Sorgen um Inflation und Zinssteigerungen nicht einfacher. Aus diesem Mix ergeben sich viele Fragen rund um das Thema Diversifikation – oder anders: Was kann ich heute tun, um weiterhin ein möglichst robustes Portfolio zu bauen? Hier können wir natürlich helfen. Es gibt dabei nicht die einfache Lösung von der Stange oder Standardratschläge. Lösungen sind bei uns je nach aufsichtsrechtlichen Vorgaben und Geschmack der Kunden recht unterschiedlich und individuell angepasst.

Warum sind Kunden gerne bei Berenberg? Was gibt es nur hier?

Über unsere lange Historie hat sich eine klare unternehmerische Kultur und ein dauernder Wille etabliert, sich ständig weiterzuentwickeln und für unsere Kunden besser zu werden. Im Umkehrschluss bieten wir nicht alles überall und für jeden an. Stattdessen fokussieren wir uns auf jene Dinge, von denen wir glauben, sie exzellent umsetzen zu können. So finden Kunden bei uns eine breite Produktpalette mit einem klaren Profil im Bereich der liquiden Vermögensanlage, die ergänzt werden kann um Private-Equity- oder Private-Debt-Beteiligungen oder auch Immobilien- oder Direktbeteiligungen, beispielsweise in Kapitalrunden kurz vor einem Börsengang, sogenannten Pre-IPOs. Gleichzeitig wird aber trotz unserer Größe eine Zusammenarbeit über alle Bereiche der Bank zu Gunsten des Kunden wirklich gelebt. Und das spüren unsere Kunden. Ein weiterer Aspekt ist die Transparenz, die wir leben, wenn es um die Kommunikation über unser Vorgehen geht. Dies gilt sowohl für unser Vorgehen zum Beispiel in Vermögensverwaltungen als auch in der aktiven Kommunikation, wenn mal ein Interessenkonflikt entstehen kann.

Stichwort Transparenz: In Ihrem wöchentlichen Podcast diskutieren Sie gemeinsam mit Berenberg-Chef-Ökonom Dr. Schmieding und weiteren Gästen, was die Märkte, aber auch Berenberg im Moment bewegt. Was haben Sie aus den Gesprächen gelernt?

Dr. Schmieding ist für mich natürlich ein spannender Gesprächspartner, der es immer wieder versteht, nüchtern Zusammenhänge und somit wirtschaftliche Auswirkungen zu betrachten. Er widersteht meines Erachtens dabei regelmäßig der Aufgeregtheit der medialen Behandlung von Themen und seine regelmäßig einfließende Portion Optimismus hat sich für mich über die Zeit durchaus als wertvoll herausgestellt. Schließlich brauchen wir alle diesen

positiven Blick auf die Zukunft, wenn wir diese gestalten wollen, oder auch, wenn wir in diese investieren wollen.

Die Berenberg-Plattform wächst. Was steht als Nächstes an?

Wir haben in den vergangenen vier Jahren bereits eine enorme Weiterentwicklung unseres Bereiches erlebt. Wir haben weitere Kundeneinheiten geschaffen bzw. ausgebaut und uns in neuen Segmenten und Ländern etabliert. Zudem haben wir diverse Prozesse digitalisiert, beispielsweise die voll digitale Kontoeröffnung, sowie ein neues Onlinebanking eingeführt. Auch haben wir neue Investmentstrategien sowie eine Partnerschaft im Bereich Private Equity aufgesetzt. In Zukunft werden wir weiter an drei Ps arbeiten: Wir wollen erstklassige Produkte anbieten, mit für den Kunden komfortablen Prozessen, und dies soll begleitet werden von Personen, die mit Leidenschaft für unsere Kunden da sind.

KURZVITA

Klaus Naeve leitet gemeinsam mit Matthias Born das Wealth and Asset Management und verantwortet vorrangig die Kundenbetreuungseinheiten dieses Bereiches. Als diplomierter Bankbetriebswirt koordiniert er die Strategie und Weiterentwicklung aller Kundenservices. Durch diverse Qualifizierungsmaßnahmen wie etwa zum SRI-Advisor oder zertifiziertem Stiftungsberater ergänzt er seine über 25 Jahre praktische Erfahrung in der Kundenbetreuung verschiedener Kundengruppen. Zudem verantwortet er das deutsche Wealth Management und agiert operativ als Kundenberater.



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, COF | 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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 18. März 2022