



# HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

## REZESSIONSANGST

Konjunktursorgen dominieren zunehmend Inflationsbefürchtungen. Die Märkte preisen verstärkt eine Rezession ein, während Inflationserwartungen sinken.

## STIMMUNGSTIEF

Skeptische Stimmung, niedrige Positionierung und attraktivere Bewertungen sprechen für Bodenbildung. Eine Rezession, niedrigere Gewinne und der Liquiditätsentzug drohen aber noch. Finaler Ausverkauf daher nicht auszuschließen.

## ÜBERRASCHUNGSEFFEKT

Bei nachlassenden Lieferengpässen, rückläufiger Inflation und weniger restriktiven Tönen seitens der Zentralbanken könnten zu pessimistische Anleger aber überrascht werden.

Q3 | 2022



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer  
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser, folgt auf den Inflations- und Renditeschock der Wachstumschock? Putins Krieg und die Covid-Lockdowns in China haben die Inflation weiter angeheizt. Die Märkte erwarten immer schneller restriktiv werdende Zentralbanken – und diese widersprechen nicht. Anleiherenditen steigen und belasten Märkte und gemeinsam mit dem realen Kaufkraftverlust die Wachstumserwartungen. Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums ist bereits offensichtlich. Aber steuern wir auf eine Schwächephase in der Mitte des Zyklus oder auf eine Rezession zu? Die Märkte gehen zunehmend von Letzterem aus und halten eine Rezession für wesentlich wahrscheinlicher als es die aktuellen Wirtschaftsdaten hergeben. Auch unsere Volkswirte erwarten jetzt eine Rezession für Europa und die USA.

Die Aktienmarktentwicklung nimmt aber bereits einen deutlichen Verfall des globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie von 52,4 Ende Mai auf weit unter die Wachstumsmarke von 50 voraus. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktien liegt in den USA unter dem 30-jährigen Durchschnitt, in Europa sogar deutlich darunter. Stimmung und Positionierung sind in weiten Teilen sehr pessimistisch. Viele Anleger könnten auf dem falschen Fuß erwischt werden, sollte eine Rezession doch vermieden werden oder diese nur sehr milde verlaufen. Eine Bodenbildung bei Aktien halten wir im zweiten Halbjahr für möglich. Vorerst dürften sich die Wirtschaftsdaten aber weiter verschlechtern und Gewinnerwartungen reduziert werden. Die Volatilität dürfte damit im dritten Quartal eher zu- als abnehmen.

Der zukünftige Mix aus Wachstum und Inflation ist kaum einschätzbar. Wie es weitergeht, hängt wesentlich von der Robustheit des Konsumenten und der Hartnäckigkeit der Inflation ab. Diese dürften die weitere Politik der Fed bestimmen. Auch ein Ende von Chinas Covid-Lockdowns oder Putins Krieg würden zu weniger Konjunktur- und wohl auch weniger Inflationssorgen führen – selbst wenn Chinas Öffnung zu einem Nachfrageschub bei Rohstoffen führen dürfte. Weniger Lieferengpässe würden gerade auch

der industrielaastigen Eurozone helfen. Auch dürfte es im zweiten Halbjahr Anzeichen einer rückläufigen, wenn auch weiter hohen Inflation geben. Die Zentralbanken könnten bei weniger Inflation und Wachstum dann weniger falkenhafte Signale senden. Der Anstieg von Anleiherenditen dürfte sich dann merklich verlangsamen. Deshalb halten wir es für falsch, sich komplett dem weit verbreiteten Pessimismus zu verschreiben und eine mögliche Markterholung zu verpassen. Auch wenn es kurz- und mittelfristig undurchsichtig und volatil bleibt und es möglicherweise noch einer finalen Kapitulation der Anleger mit dem Test oder unterschreiten der alten Tiefs bedarf, bleiben wir langfristig konstruktiv. Wir sind deshalb ausgewogen positioniert, bei Aktien in einem leichten Untergewicht, bei breiter und globaler Diversifikation.

Im Insights-Interview ab S. 14 diskutiere ich welche Entwicklungen dieses Jahr für Anleger so kompliziert machen und welche davon strukturell sein dürften. An diese sollten Anleger ihr Verhalten anpassen. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

## INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Märkte im Sog von Rezessionsängsten	
Volkswirtschaft	Seite 6
Putin, China, Fed, Inflation: milde Rezession voraus	
Aktien	Seite 8
Volatilität dürfte in Q3 eher zu- als abnehmen	
Anleihen	Seite 10
Vereinzelte Lichtblicke im Tal der Tränen	
Rohstoffe	Seite 12
Zu wenig Angebot, wohin man schaut	
Währungen	Seite 13
Eurokurs: Kein Land in Sicht	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Prof. Dr. Bernd Meyer	



# MÄRKTE IM SOG VON REZESSIONSÄNGSTEN

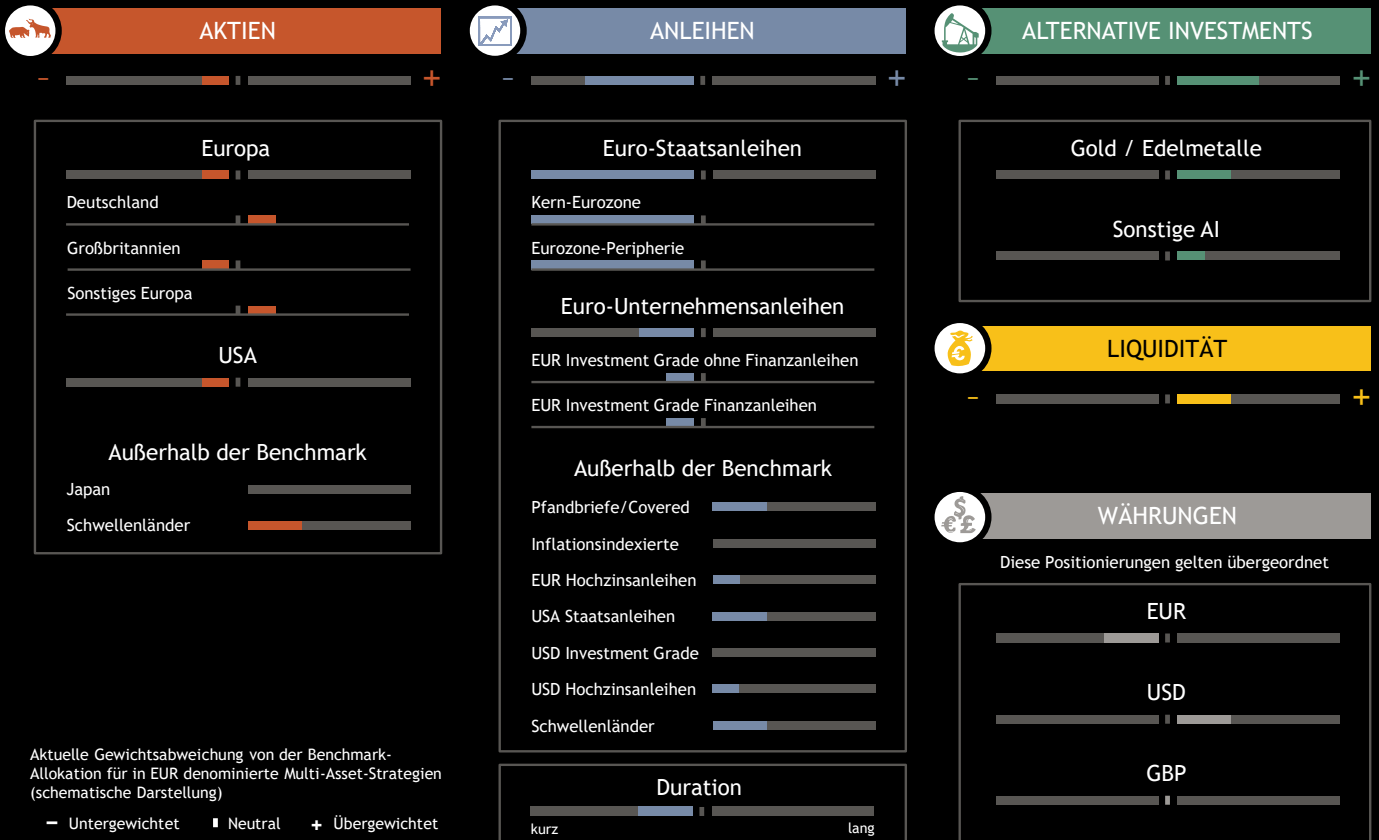
## AUF DEN PUNKT

- Die Unsicherheit über Wachstum und Inflation ist so hoch wie selten zuvor. Konjunktursorgen dominieren zunehmend Inflationsängste. Eine Rezession in den USA wie auch der Eurozone wird immer wahrscheinlicher.
- Anlegerstimmung und -positionierung sind sehr pessimistisch. Die Märkte preisen bereits eine deutliche Wirtschaftsschwäche ein, eine ausgeprägte Rezession jedoch noch nicht.
- Chinas Öffnung, weniger Lieferengpässe, rückläufige Inflationszahlen, langsamere Zinserhöhungen und stabilere Anleihenrenditen wären Entwicklungen, die eine Bodenbildung bei Aktien im zweiten Halbjahr unterstützen würden.

ein leichtes Übergewicht anzuheben. Von der Markterholung Ende März konnten wir so zunächst profitieren. Das Marktumfeld in Q2 wurde dann jedoch zunehmend schwieriger. Angesichts des fortschreitenden Kriegs, den Covid-Lockdowns in China und der steigenden Inflation nutzten wir kleine Markterholungen, um die Aktienquote auf unter neutral zu senken. Auch stockten wir die Position im Tail-Hedge-Zertifikat auf und bauten bei wieder attraktiveren Renditen eine erste Position in US-Treasuries als Absicherung für den Fall einer Rezession auf. Auch wir sehen kurz- und mittelfristig noch viele Risiken. Langfristig dominieren für uns aber die Chancen, insbesondere angesichts der pessimistischen Stimmung und Positionierung bei attraktiveren Bewertungen. Deshalb sind wir trotz der hohen Unsicherheit nicht zu defensiv positioniert. Bei Aktien präferieren wir Schwellenländer gegenüber den USA und Europa. Alternative Anlagen, insbesondere Gold und andere Rohstoffe bevorzugen wir weiter gegenüber Anleihen, selbst wenn Letztere mit den steigenden Renditen etwas an Attraktivität gewonnen haben.

### Portfoliositionierung auf einen Blick

Die Marktkorrektur nach Beginn des Krieges Ende Februar/Anfang März hatten wir genutzt, um unsere Aktienquote wieder auf



**Rückblick zweites Quartal - perfekter Sturm**

Die Erholung der Aktienmärkte Ende März hielt nicht lange an, denn die Inflationsbefürchtungen zogen mit den Covid-Lockdowns in China weiter an. Pünktlich zu Beginn des zweiten Quartals überstiegen 10-jährige Realrenditen in den USA bei weiter steigender Zinserhöhungserwartungen ihre Höchststände von vor Kriegsbeginn und stiegen bis Mitte Juni von -0,4% auf +0,8%. Das war erneut eine starke Belastung aller Finanzanlagen und insbesondere zinsensitiver Wachstumsaktien und Anleihen. Wie in den ersten drei Monaten des Jahres büßten Aktien und Anleihen im zweiten Quartal zeitgleich und in gleichem Maße ein. Substanzwerte entwickelten sich global um mehr als zwölf Prozentpunkte besser als Wachstumstitel. Mit den im zweiten Quartal aufkommenden Rezessionsbefürchtungen und insbesondere den schwachen Konjunkturdaten aus China gaben Industriemetalle einen Teil ihrer Q1-Gewinne wieder ab und auch Gold entwickelte sich angesichts steigender Realrenditen und der US-Dollar-Aufwertung nur seitwärts. Q2 war für Multi-Asset-Anleger entsprechend noch schwieriger, denn alle Anlagen außer Kasse, Energierohstoffe und Energieaktien verloren an Wert – Diversifikation war so gut wie nicht existent – und Anleger konnten sich fast nirgendwo dem Abwärtstrend entziehen.

**Konjunkturausblick - unsicher wie selten**

Die Unsicherheit über Wachstum und Inflation ist so hoch wie selten zuvor. Konjunkturdaten haben noch bis in den Mai hinein positiv überrascht, erst dann zeigten sich mehr Anzeichen einer Abkühlung. Auch die Q1-Berichtssaison der Unternehmen in den

USA und Europa hat im Schnitt positiv überrascht. Erst gegen Ende Mai sorgte die Berichterstattung von US-Einzelhandelsunternehmen für stärkere Bedenken. Die Belastung der Verbraucher durch den realen Kaufkraftverlust, reflektiert auch im geringen Verbrauchervertrauen, begann sich mehr und mehr zu zeigen. Vor uns liegt nun wohl eine Phase mit schwachen Konjunkturdaten und Reduktionen der Gewinnerwartungen. Der Marktkonsensus setzt zunehmend auf eine unmittelbare Rezession und auch unsere Volkswirte erwarten nach der aggressiven Reaktion der US-Notenbank auf den Anstieg der Inflation in den USA auf 8,6 % im Mai und dem erneuten Anstieg der Gaspreise in Europa ein Rückgang der Wirtschaftsleistung in den USA und in Europa.

**Wirtschaftsabkühlung oder Rezession? Entscheidend für die Märkte**

Die Inflation und die Geldpolitik bleiben die dominierenden Themen. Es ist aber bereits ein kräftiger Zinsanstieg am Markt eingepreist. Zudem hat die amerikanische Fed die Märkte scheinbar davon überzeugt, dass sie die Inflation bekämpfen werde, auch wenn es zu einer deutlichen Belastung des Wachstums kommt. Rezessionsängste haben deshalb den Staffelnstab von den Inflationsängsten übernommen. Das sieht man an der deutlichen Outperformance von defensiven gegenüber zyklischen Aktien und an den seit Ende April bereits wieder fallenden mittel- und langfristigen Inflationserwartungen in den USA (obere Abb. S. 5). Die Märkte setzen bereits auf eine deutlichere Wirtschaftsabkühlung und preisen mehr als nur einen Abschwung ein. So nimmt die Aktienmarktentwicklung bereits den Verfall des globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie auf ein Niveau deutlich unter 50 voraus (mittlere

**Q1-Trends setzen sich in Q2 weitgehend fort: Öl & US-Dollar rauf, Anleihen und Aktien runter! Aber Europa hielt sich besser als Amerika**

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 22 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.¹
	■ YTD (31.12.21-14.06.22)	■ Q2 22 (31.03.22-14.06.22)	14.06.21	14.06.20	14.06.19	14.06.18	13.06.17		
			14.06.22	14.06.21	14.06.20	14.06.19	14.06.18		
Brent	25,8	85,6	126,9	68,7	-37,2	-12,0	54,9	26,8	39,3
USD/EUR	9,2	6,2	16,3	-7,1	-0,4	3,2	-3,1	1,5	6,7
Gold	-0,8	7,9	12,8	0,0	28,6	6,3	-0,4	9,0	12,6
Euro-Übermacheinlage	-0,3	-0,1	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	0,0
MSCI EM	-8,8	-4,6	-12,4	32,6	-0,6	-4,0	9,8	4,0	16,6
Stoxx Europa 50	-9,1	-7,2	-1,4	24,3	-3,9	3,7	1,0	4,3	16,5
Euro-Staatsanleihen	-9,6	-6,3	-10,2	0,9	1,0	3,4	-0,5	-1,2	2,5
EM-Staatsanleihen	-11,0	-4,5	-5,9	0,2	1,7	14,0	-6,7	0,4	8,1
US-Staatsanleihen	-11,9	-6,7	-11,2	-3,4	11,0	7,4	-1,4	0,2	4,0
Euro-Unternehmensanleihen	-13,0	-8,1	-13,6	3,7	0,4	3,9	0,4	-1,3	2,8
S&P 500	-13,7	-12,0	3,6	31,7	7,2	9,9	12,0	12,5	20,9
DAX	-16,2	-7,7	-15,1	31,2	-1,2	-7,7	2,7	0,8	20,2

Zeitraum: 13.06.2017-14.06.2022

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





Abb.). Kommt es zu positiven Überraschungen, wird eine Rezession doch vermieden oder verläuft diese milde, so dürften die Aktienmärkte im zweiten Halbjahr einen Boden finden. Kommt es aber doch zu einer ausgeprägten Rezession, würden Aktien wohl noch weiter abrutschen, vor allem wegen der hohen Bewertungen und der niedrigen Zinsen zu Beginn der Korrektur.

### Bisher keine Abflüsse bei Aktienfonds und viel trockenes Pulver

Im ersten Quartal hatten Anleger von Anleihen und Geldmarktfonds in Aktien und Rohstoffe reallokiert und Fonds im Aggregat Zuflüsse verzeichnet. Im zweiten Quartal verzeichneten insbesondere Anleihe- und Geldmarktfonds Abflüsse (untere Abb.). Abflüsse bei Aktienfonds waren nur im April zu beobachten. Zuletzt gab es gar wieder Zuflüsse. In US-Geldmarktfonds liegen noch immer 4,6 Billionen USD, geschlossene Fonds verfügen über rekordhohe 3,5 Billionen USD nicht-investierten Kapitals und systematische Anlagestrategien sind nur sehr niedrig in Aktien positioniert. Das bietet Potenzial für eine Erholung, sollte es gegenüber dem sehr pessimistischen Sentiment positive Überraschungen geben. Kurzfristig bleibt die Unsicherheit aber hoch und die Tatsache, dass Aktienfonds bisher nicht im großen Stil verkauft worden sind, birgt ein Risiko im Fall einer ausgeprägten Rezession. In diesem Fall bedürfte es für eine Bodenbildung wohl noch eines finalen Abverkaufs, einer Panik und Kapitulation.

### Wo sehen wir Chancen für positive Überraschungen?

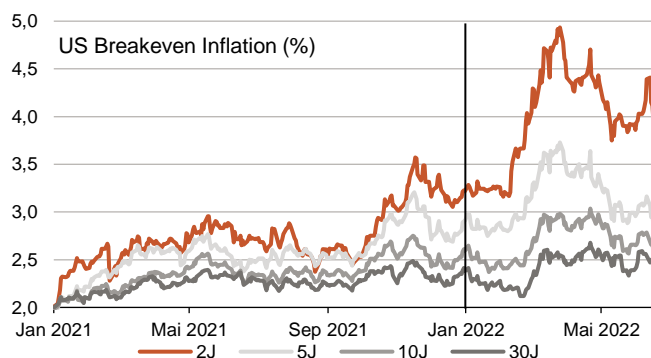
Eine Öffnung in China, auch vor dem Hintergrund, dass Staatschef Xi Jinping im November für eine dritte Amtszeit gewählt werden möchte, könnte eine Besserung bei den Lieferengpässen bringen. Dies dürfte dann den Rückgang der Inflation begünstigen und Zinsbefürchtungen dürften dann nachlassen, besonders bei sich abschwächendem Wachstum. Nach den absehbaren weiteren Zinsschritten über den Sommer von Fed und EZB könnten diese ab Oktober weniger falkenhafte Signale senden und Zinsanhebungen verlangsamen. Der Anstieg von Anleiherenditen dürfte sich dann auch merklich verlangsamen.

Insgesamt bleibt für uns in dem weiterhin unsicheren Umfeld mit kommendem Liquiditätsentzug durch die Reduktion der Bilanz der Fed, Zinserhöhungen, Krieg und in dem für die kommenden Monaten zu erwartenden schwachen Newsflow eine breite Diversifikation und eine ausgewogene Positionierung wichtig – mit klarem Fokus auf reale Anlagen wie Aktien oder Rohstoffe. Der Kaufkraftverlust in nominalen Anlagen ist nicht zu unterschätzen.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

### Inflationserwartungen fallen! Hat die Fed die Märkte überzeugt?

Längerfristige Inflationserwartungen, eingepreist in inflationsindexierten Anleihen, sind seit Ende April auf Vorjahresniveau gefallen



Zeitraum: 01.01.2021-20.06.2022  
Quelle: Bloomberg

### Aktienmarkt preist bereits deutliche Konjunkturabschwächung ein

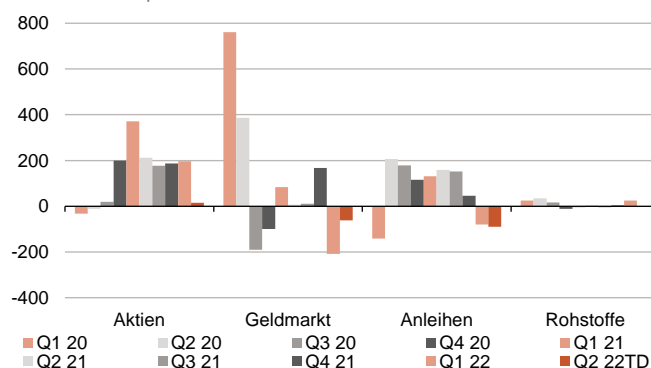
Die Korrektur globaler Aktien nimmt bereits einen Verfall des globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie (PMI) auf deutlich unter 50 vorweg (Mai: 52,4).



Zeitraum: 01.01.2000-31.05.2023; Stand: 20.06.2022  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Keine Aktienfondsabflüsse in Q2 nach deutlichen Zuflüssen in Q1

Globale Fondsflüsse nach Anlageklassen in Milliarden US-Dollar. Anleger sitzen weiter auf viel Liquidität.



Zeitraum: 01.01.2020-15.06.2022  
Quelle: Bank of America, eigene Berechnungen



## PUTIN, CHINA, FED, INFLATION: MILDE REZESSION VORAUS

### AUF DEN PUNKT

- Putins Krieg und neue Lieferkettenengpässe treffen die Wirtschaft hart, die Verbraucher mehr als die Unternehmen. In Europa belasten besonders die hohen Gaspreise.
- Notenbanken reagieren auf die Inflation, US-Fed weit mehr als EZB, die keine hausgemachte Inflation bekämpfen muss.
- Rezession wahrscheinlich, aber sie könnte milde bleiben.

#### Europa: Stagflation jetzt, milde Rezession im Herbst und Winter

Das Hochschnellen der Preise für Energie, Nahrungsmittel und wichtige Rohstoffe nach Putins brutalem Angriff auf die Ukraine trifft die Konjunktur hart. Der kräftige Wiederaufschwung der Wirtschaftsleistung in der Eurozone, der sich im Februar mit dem Abflauen der Omikron-Welle der Pandemie abzuzeichnen begann, wird durch den Inflationsschock sowie erneut verschärfte Lieferengpässe als Folge chinesischer Lockdowns ausgebremst. Bei außergewöhnlich hoher Inflation könnte die Wirtschaftsleistung in der Eurozone und Großbritannien im zweiten Quartal leicht zurückgegangen sein.

Beim Preisauftrieb droht in den kommenden Monaten weiteres Ungemach. Anders als beim Öl sind die hohen Gaspreise wohl noch nicht voll bei den Haushalten angekommen, da Strom- und Gasversorger ihre Absatzpreise nur schrittweise an die Marktlage anpassen. Nachdem Russland seine Gaslieferungen durch die Pipeline Nord Stream 1 Mitte Juni eingeschränkt hat, hat sich der

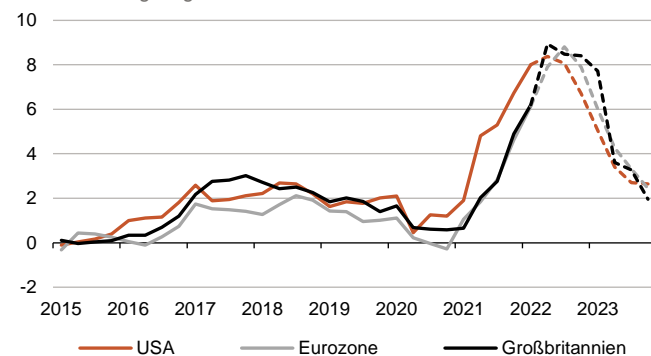
Preisdruck noch einmal erhöht. Offenbar hat Russland in diesem Jahr bisher trotz geringerer Absatzmengen gut an höheren Öl- und Gaspreisen verdient. Putin glaubt womöglich, er könne es sich leisten, die Gaszufuhr nach Europa einzuschränken. Da Gas – anders als Öl – überwiegend an Pipelines gebunden ist und somit nicht schnell von anderen Lieferanten auf dem Weltmarkt ersetzt werden kann, dürften die Gaspreise in Europa somit nochmals höher ausfallen, als wir es vorher erwartet hatten, auch wenn ein völliger Gasstopp unwahrscheinlich bleibt. Dann verlöre Putin viel Geld.

Bis zum Ende des kommenden Winters dürfte die Inflation in der Eurozone den Anstieg der Einkommen überschreiten. Da sich gleichzeitig die Weltkonjunktur spürbar eintrübt angesichts einer US-Notenbank, die vergleichsweise hart auf die geldpolitische Bremse tritt, zeichnet sich für Europa – ebenso wie die USA – zumindest eine milde Rezession ab. In der Eurozone kann die Rückkehr der Touristen an die Strände nach zwei Corona-Jahren zwar im Sommer noch einen kleinen Wachstumsschub geben. Aber vom Herbst bis zum kommenden Frühjahr wird die Wirtschaftsleistung wahrscheinlich zurückgehen.

Nicht alles deutet auf Rezession hin. Einige der klassischen Auftriebskräfte der Konjunktur sind weiterhin stark. Haushalte haben während der Pandemie erhebliche Zusatzersparnisse gebildet, die sie jetzt als Puffer einsetzen können. Unternehmen und Regierungen wollen mehr investieren. Auch wenn der Auftragseingang derzeit abnimmt, sind die Auftragsbücher immer noch gut gefüllt. Obgleich es wahrscheinlich zu einer Rezession kommt, besteht deshalb die Chance, dass sie relativ milde ausfällt.

#### Der große Inflationsschub

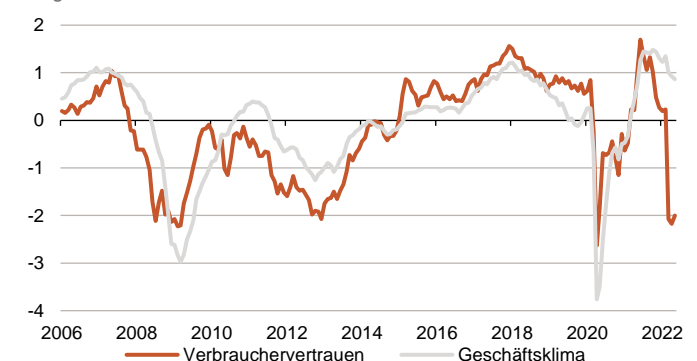
Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %. Gestrichelt: Berenberg-Prognose



Zeitraum: 01.01.2015 - 31.12.2023; USA: CPI-U, Eurozone: HVPI, GB: VPI. Quelle: BLS, Eurostat, ONS, Berenberg

#### Eurozone: Die gespaltene Konjunktur

Verbrauchervertrauen und Geschäftsklima in Standardabweichungen vom langfristigen Durchschnitt



Zeitraum: 01.01.2006 - 31.05.2022

Quelle: Monatliche Umfrage der Europäischen Kommission, Haver Analytics, Berenberg





## VOLATILITÄT DÜRFTE IN Q3 EHER ZU- ALS ABNEHMEN

### AUF DEN PUNKT

- Noch optimistische Gewinnerwartungen dürften im Einklang mit schlechteren Konjunkturdaten reduziert werden.
- Die Bewertungskennzahlen sind in der Breite gefallen, insbesondere für US-Technologieaktien. Unter der Oberfläche gibt es bereits günstige Aktienmarktsegmente.
- Volatilität dürfte in Q3 weiter zunehmen. Wir setzen weiter auf eine Barbell-Strategie aus Quality Growth und Rohstofflastigen Aktiensegmenten. Bewertungen nun wieder wichtig.

### Zykliker im zweiten Quartal hinten

Hartnäckig hohe Inflationsraten, restriktivere Zentralbanken gepaart mit zunehmenden Konjunktürenttäuschungen haben die Aktienmärkte in Q2 2022 belastet. Gelitten haben konjunktursensitive und teuer bewertete Aktienmarktsegmente, insbesondere unprofitable Tech-Unternehmen. Europa und insbesondere Großbritannien waren die relativen Gewinner. Nachdem der Markt in Zeiten des billigen Geldes kaum auf Bewertungen geschaut hat, sind diese nun wieder relevanter – zum Vorteil vom günstiger bewerteten Europa.

### Gewinnerwartungen zu optimistisch

Seit Jahresanfang sind die 2022er-Gewinnschätzungen für Europa als auch für die USA gestiegen. Dabei haben schon während der Q1-Berichtssaison viele Unternehmen ihre Gewinnprognosen kassiert. Einzelhandelsketten haben auf höhere Lagerbestände und

sinkende Gewinnmargen hingewiesen, andere Unternehmen wie Amazon haben ausgeschriebene Stellen reduziert. Das perfekte Umfeld für die Gewinnmargen ist auf jeden Fall vorbei. Höhere Rohstoff- und Lohnkosten belasten ebenso wie die gestiegene Planungsunsicherheit aufgrund von Lieferengpässen und geopolitischen Risiken. Berücksichtigt man noch die China-Lockdowns im April und Mai, so dürften die Analysten die Gewinnschätzungen, die bis dato dieses Jahr gestiegen sind, reduzieren. Zumal unsere Volkswirte nun auch eine Rezession für Europa und die USA prognostizieren. Momentan geht der Markt von einem 2022er-Gewinnwachstum von knapp 13% für Europa und 10% für die USA gegenüber dem Vorjahr aus. Realistische Schätzungen dürften mindestens 5% niedriger liegen. Die bald losgehende Q2-Berichtssaison dürfte mehr Klarheit bringen.

### Rezession nun teilweise eingepreist

Der deutliche und schnelle Anstieg der Realzinsen gepaart mit der quantitativen Drosselung der Zentralbanken hat zu einer Bewertungsanpassung, vor allem für teure US-Aktien, geführt. Das KGV für den S&P 500 ist seit Jahresanfang von 22,7 auf 16,3 gefallen. Damit sind US-Aktien nun nicht mehr teuer im Vergleich zur eigenen Historie bepreist. Europäische Aktien sind in dem Kontext sogar günstig auf Indexebene bewertet. Sie preisen schon eine deutliche Wirtschaftsverlangsamung ein, jedoch noch keine ausgeprägte Rezession. Vor allem zyklische Aktienmarktsegmente sind relativ günstig bewertet, während defensive Sektoren wie Versorger ambitionierter bewertet und somit anfälliger für weitere Bewertungskorrekturen sind. Viele Anleger haben sich in diesem Jahr in „sicheren“ Geschäftsmodellen versteckt.

### Große Dispersion zwischen den Aktienregionen - Value-lastige und defensive Segmente vorne in Q2, Zykliker und Small Caps hinten

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 22 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.21-14.06.22)	■ Q2 22 (31.03.22-14.06.22)	14.06.21	14.06.20	14.06.19	14.06.18	13.06.17			
MSCI Großbritannien	-5,3	-3,4	6,8	25,6	-15,6	-2,9	8,5	1,6	4,4	9,7
Stoxx Europa Defensiv	-2,0	-4,1	6,3	14,8	0,7	5,1	2,6			
MSCI EM Asien	-8,9	-2,8	-13,0	33,4	7,2	-8,8	14,0	1,5	2,7	12,1
Stoxx Europa 50	-9,1	-7,2	-1,4	24,3	-3,9	3,7	1,6	2,0	3,6	11,9
MSCI Japan	-11,7	-7,4	-6,9	16,2	5,6	-4,9	8,5	1,2	2,6	12,3
S&P 500	-13,7	-12,0	3,6	31,7	7,2	9,9	12,8	3,4	1,8	16,3
MSCI USA Small Caps	-14,1	-14,4	-8,9	53,5	-6,6	-1,2	15,8	1,8	1,8	15,1
DAX	-16,2	-7,7	-15,1	31,2	-1,2	-7,7	2,4	1,4	3,7	11,0
Euro Stoxx 50	-17,5	-9,4	-13,7	34,0	-5,1	-1,6	2,1	1,6	3,8	11,0
Stoxx Europa Zyklisch	-19,2	-12,4	-13,5	43,2	-7,6	-8,0	7,0			
Stoxx Europa Small 200	-23,3	-14,3	-19,8	43,4	-2,6	-6,2	10,3	1,3	3,1	13,1
MSCI EM Osteuropa	-81,7	-17,7	-80,9	25,8	-11,5	23,2	10,7	1,0	5,0	6,4

Zeitraum: 13.06.2017-14.06.2022

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





### Q3 dürfte kein einfaches Quartal werden

Nachdem Anfang Juni die Volatilität wieder etwas abgenommen hat, rechnen wir mit einem erneuten Anstieg in Q3, wenn die Fed dem Markt weiter Liquidität entzieht und nicht mehr auf Autopilot unterwegs ist, sondern datenabhängig die Geldpolitik bestimmen wird. Insbesondere die Q2-Berichtssaison wird bei Anlegern hinsichtlich der Gewinnmargen und dem Ausblick im Fokus stehen. Zudem stehen im November noch die Zwischenwahlen in den USA an, die historisch auch für eine erhöhte Unsicherheit an den Märkten gesorgt hat. Sollte die Volatilität jedoch wieder deutlich abnehmen und Aktien sich stärker erholen, dürften wieder mehr systematische Strategien in Aktien gedrängt werden. Das dürfte dann wieder die Fallhöhe und damit auch die Volatilität im Falle adverser Neuigkeiten erhöhen. Angesichts all der Unsicherheit stellen wir uns weiterhin sehr breit bzgl. der Aktienregionen auf. Wir sind neben den USA und Europa in China sowie Lateinamerika investiert. China bietet für uns ein enormes Aufholpotenzial, sollte es zu einer Wiedereröffnung der Wirtschaft sowie einem Ende der Zero-Covid-Politik kommen. Lateinamerika dürfte zudem vom anhaltenden Rohstoffboom und den günstigen Bewertungen profitieren. Zudem ist es gering zum restlichen Aktienexposure korreliert. In Europa setzen wir strukturell auf wachstumsstarke Qualitätsunternehmen, deren Gewinne auch im Falle von Wirtschaftsabschwüngen in der Regel weniger gefährdet sind. Zumal wir davon überzeugt sind, dass langfristig nachhaltiges und überdurchschnittliches Gewinnwachstum der entscheidende Erfolgsfaktor bei der Aktienselektion ist.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

## WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

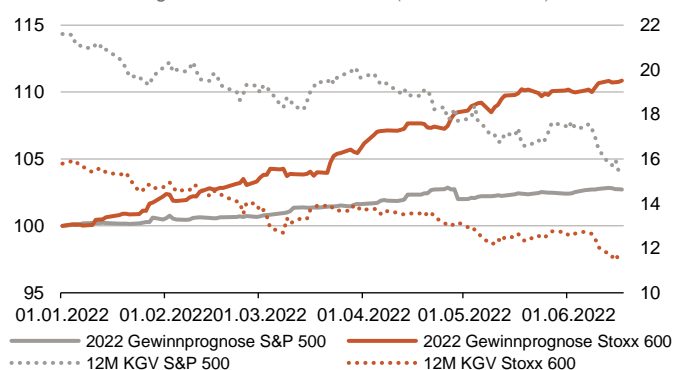
### Für eine mögliche Rezession planen

Der breit vertretene Pessimismus an den Märkten findet sich in diesem Ausmaß in den Gesprächen mit unseren Unternehmen bislang nicht wieder. Es herrscht weiterhin verhaltener Optimismus. Das ist nichts ungewöhnliches. Der Markt ist meist ein besseres Frühwarnsystem, als die Unternehmen selbst. Außerdem sprechen wir natürlich vorwiegend mit sehr soliden Unternehmen, die von strukturellem Wachstum profitieren und entsprechend etwas gelassener in die Zukunft blicken können. Um nach dem Bewertungseinbruch unserer Aktien nicht noch von Gewinnwarnungen überrascht zu werden, haben wir in den letzten Monaten dennoch unsere Unternehmen auf ihre Resilienz hin abgeklopft. Unternehmen wie der Outsourcing Dienstleister Teleperformance, der Datenanbieter The London Stock Exchange Group und der Bezahlendienstleister Worldline, bei denen wir mit dem Management hinsichtlich der Widerstandsfähigkeit des Geschäftsmodells übereinstimmen, finden sich daher auch in unseren Top 10 wieder. Natürlich werden in solch einem Umfeld auch einige unserer Holdings leiden. Einige Industrie- und Konsumgüterfirmen werden an die starken letzten Jahre nicht anknüpfen können. Solange aber der strukturelle Trend intakt bleibt und die Bewertung etwaige Gewinnrückgänge angemessen einpreist, halten wir den Unternehmen die Stange.

Matthias Born, CIO Aktien

### Gewinnprognosen zu optimistisch? Aktien nun deutlich günstiger

KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate, Konsensschätzungen für die 2022er-Gewinne (01.01.2022 = 100)



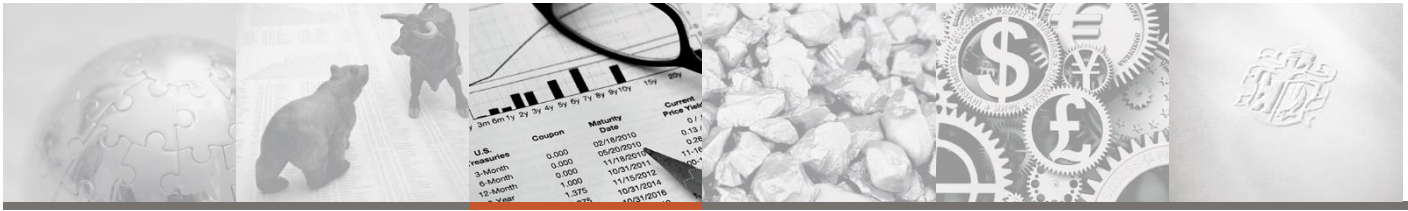
Zeitraum: 01.01.2022-17.06.2022  
Quelle: Factset, Berenberg

### Prognoseübersicht: Aktien dürften sich nur etwas in H2 erholen

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2022 und zur Jahresmitte 2023

Indexprognosen	Aktuell		Ø*	
	14.06.2022	31.12.2022	30.06.2023	In 12 Monaten
S&P 500	3.735	3.900	4.100	4.998
DAX	13.304	14.500	15.800	18.545
Euro Stoxx 50	3.475	3.800	4.000	4.833
MSCI UK	2.076	2.200	2.350	2.565
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	4,4	9,8	33,8
DAX	-	9,0	18,8	39,4
Euro Stoxx 50	-	9,3	15,1	39,1
MSCI UK	-	6,0	13,2	23,6

\* Durchschnitt, Konsensus Bottom-Up per 14.06.2022.  
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



## VEREINZELTE LICHTBLICKE IM TAL DER TRÄNEN

### AUF DEN PUNKT

- Sichere Staatsanleihen sind auch auf höheren Renditeniveaus noch nicht wieder attraktiv – Ausnahme: zur Absicherung.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen bevorzugen wir weiterhin den Finanzsektor und bleiben defensiv aufgestellt.
- Für Schwellenländerpapiere sprechen gestiegene Risikoprämien sowie überschaubare Emissionen und Positionierung.

### Die alten Risiken sind auch die Neuen

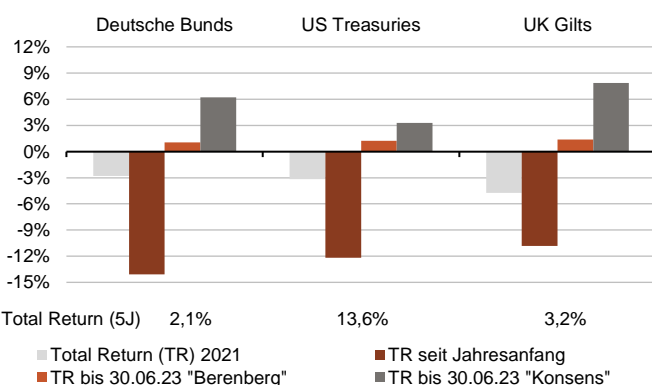
Die Anleihemärkte sind rund um den Globus nicht nur ökonomischen, sondern auch geo- und geldpolitischen sowie pandemischen Risiken ausgesetzt. Inflation und Notenbanken, Krieg und Covid – alle festverzinslichen Teilsegmente stehen unverändert unter dem Einfluss der hiermit verbundenen Unsicherheiten. Im Folgenden zeigen wir auf, wo wir in diesem schwierigen Umfeld Opportunitäten für Anleihen entdecken.

### Trotz Renditeanstieg kein grünes Licht für sichere Staatsanleihen

Im zweiten Quartal weiteten Staatsanleihen hoher Bonität ihre Verluste aus den ersten Monaten des Jahres aus. Weder sich verstärkende Rezessionssorgen noch ein aus dem anhaltenden Ukraine-Krieg resultierendes Sicherheitsbedürfnis konnten den Trend steigender Renditen nachhaltig brechen. Vielmehr erwiesen sich die hartnäckig hohe Inflation sowie die wiederholt nach oben angepassten Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Sicht kommenden Zinsschritte der großen Zentralbanken als die

### Staatsanleihen mit etwas besseren Aussichten

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



Zeitraum: 20.06.2017-20.06.2022

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

dominierenden Faktoren. Wenngleich diesbezüglich inzwischen Einiges eingepreist zu sein scheint, ist das Ende der Fahnenstange mit Blick auf den Renditeanstieg noch nicht erreicht – sichere Staatspapiere bleiben für sich betrachtet grundsätzlich unattraktiv. Anders sieht es in einem Multi-Asset-Kontext aus, wo insbesondere US-Staatsanleihen in turbulenten Marktphasen einen sinnvollen Diversifikationsbeitrag liefern. Innerhalb der Eurozone könnte sich zudem in relativer Betrachtung ein erster vorsichtiger Blick auf die südliche Peripherie lohnen, nachdem sich die Risikoaufschläge gegenüber deutschen Bundesanleihen zuletzt wieder ausweiteten haben.

### Lange Durststrecke bei europäischen Unternehmensanleihen

An den Märkten für europäische Unternehmensanleihen des Investmentgrade-Segments blicken wir per Ende Mai sowohl auf den schlechtesten Jahresstart als auch auf den größten Kursrückgang über einen Fünf-Monats-Zeitraum seit mehr als zwei Dekaden zurück (linke Abbildung auf der folgenden Seite). Die toxische Kombination aus steigenden Zinsen und Spreadausweitungen drückte die Anlageklasse um -13,1% ins Minus. Selbst eine Effektivverzinsung von inzwischen fast 3,3% p.a. konnte bisher keine neuen Investorengelder anlocken. In der momentan negativen Gemengelage finden weder die gesunden Unternehmensbilanzen mit hohen Liquiditätspolstern und niedrigen Verschuldungsgraden noch die nach wie vor positiven Trends in der Bonitätsbeurteilung durch die Ratingagenturen Beachtung. Denn zusätzlich schwebt die Ungewissheit über die Konsequenzen des EZB-Rückzugs aus den Anleihekaufprogrammen über den Märkten. Bei gut gefüllter Neuemissionspipeline und gleichzeitigem Käuferstreik seitens der

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

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2022 und zur Jahresmitte 2023

	20.06.2022	31.12.2022	30.06.2023
	Aktuell	Ø*	Ø*
<b>USA</b>			
Leitzins	1,50-1,75	3,25-3,50	3,45
10J US-Rendite	3,23	3,20	3,14
<b>Eurozone</b>			
Leitzins	0,00	1,00	1,15
10J Bund-Rendite	1,75	1,70	1,21
<b>Großbritannien</b>			
Leitzins	1,25	2,00	1,90
10J Gilts-Rendite	2,60	2,70	2,03

\* Durchschnitt, Konsens per 20.06.2022

Quelle: Bloomberg



Investmentbanken sowie internationaler Anleger fehlt europäischen Unternehmensanleihen der marginale Investor. Wenngleich wir davon ausgehen, dass wir den Großteil der Spreads ausweitungen hinter uns haben, sind aufgrund der vorherrschenden Illiquidität kurzfristig weitere moderate Anpassungen möglich, bevor wir für die Anlageklasse wieder konstruktiver werden. Dementsprechend positionieren wir uns unverändert defensiv. Nach wie vor bevorzugen wir Finanzanleihen, vergleichsweise energiearme Sektoren sowie Emittenten mit hoher Preissetzungsmacht, welche Kostensteigerungen durch gestörte Lieferketten und hohe Rohstoffpreise einfacher an ihre Kunden durchreichen können.

#### Heterogenität bei Schwellenländeranleihen hält an

Hinter uns liegt eines der schwierigsten Halbjahre der jüngeren Vergangenheit, das nicht nur in vielen Ländern stagflationäre Impulse mit sich brachte, sondern auch die Risikobereitschaft vieler Marktteilnehmer ernsthaft auf den Prüfstand stellte. Die Belastungsfaktoren sind weder regional noch innerhalb der Anlagesegmente gleichmäßig verteilt. Während Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung aufgrund der höheren Gewichtung russischer und ukrainischer Vermögenswerte sowie ihrer hohen Sensitivität gegenüber steigenden US-Staatsanleiherenditen stark an Wert verloren haben, schnitten Lokalwährungsanleihen deutlich besser ab. Die Währungs Komponente war bis dato der Haupttreiber für die deutliche Outperformance, und wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend im Laufe des Jahres fortsetzen wird. Auf Länderebene profitierten vor allem Rohstoffexporteure wie die Länder des Nahen Ostens, während Rohstoffimporteure sowie die

im Krieg bzw. in unmittelbarer geografischer Nähe des Krieges befindlichen Länder am meisten gelitten haben. Diese Heterogenität erwarten wir auch für das zweite Halbjahr, obschon in deutlich abgemilderter Form. Aus fundamentaler Sicht sollten sich stabilisierende Inflationszahlen bzw. eine Verlangsamung des Anstiegs der US-Staatsanleiherenditen für Beruhigung sorgen. Die aktuell überschaubare Investorenpositionierung stimmt zudem positiv. Den größten Teil der Kapitalabflüsse sehen wir hinter uns. Auch sind die Risikoprämien generell auf sehr attraktive Niveaus gestiegen. Bei einer von uns erwarteten Marktberuhigung erscheint ein Einstieg als lohnend. Darüber hinaus bleibt die Emissionstätigkeit im zweiten Halbjahr ebenfalls überschaubar, was die Anlageklasse unterstützen sollte.

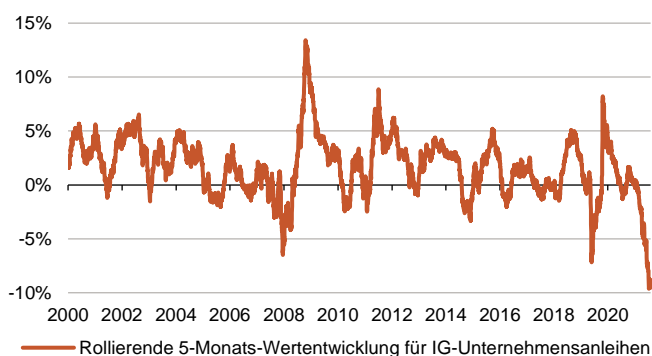
#### Fazit: Schwellenländeranleihen haben die Nase vorn

In einem insgesamt risikobehafteten Umfeld halten wir Papiere aus Schwellenländern – sowohl in Hart- als auch in Lokalwährung – für das interessanteste Anleihe segment im kommenden Quartal. Dies gilt insbesondere für Länder, die von steigenden Rohstoffpreisen profitieren. In Europa favorisieren wir Finanzanleihen, bleiben im Unternehmenssektor generell jedoch defensiv positioniert. Für sichere Staatsanleihen geben wir trotz gestiegener Renditen noch kein grünes Licht, setzen allerdings US-Papiere als Absicherungsinstrument ein.

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

#### Unternehmensanleihen: historisch schlechter Start ins Jahr

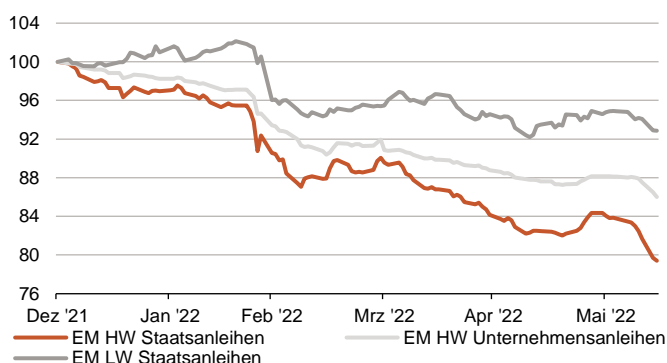
Die vergangenen fünf Monate bescherten europäischen Unternehmensanleihen des Investmentgrade-Segments (IG) den größten Verlust seit über zwei Dekaden



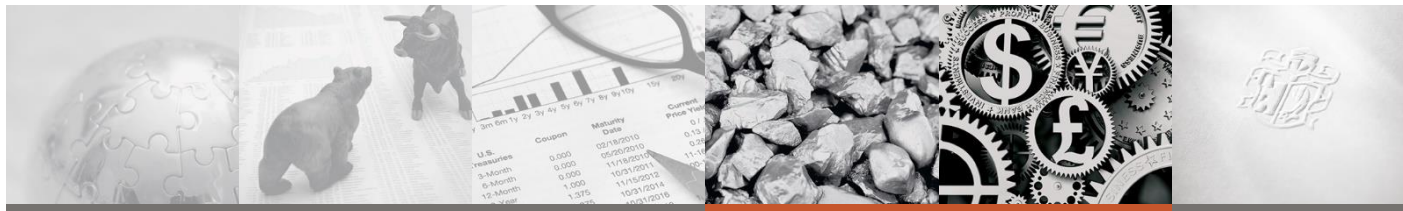
Zeitraum: 31.05.2000-31.05.2022, rollierende 5-Monats-Zeiträume; Stand: 14.06.2022  
Quelle: Bloomberg

#### Schwellenländer: Lokalwährungsanleihen besonders favorisiert

Die seit Jahresbeginn bessere Entwicklung von Lokalwährungsanleihen (LW) gegenüber Hartwährungspapieren (HW) sollte sich im zweiten Halbjahr fortsetzen



Zeitraum: 31.12.2021-14.06.2022, indiziert auf 100  
Quelle: Bloomberg



## ZU WENIG ANGEBOT, WOHIN MAN SCHAUT

### Der Ölpreis bleibt hoch und volatil

Rohöl setzte seine Achterbahnfahrt im zweiten Quartal weiter fort. Der Markt schwankte zwischen Rezessionsängsten im Westen, den Corona-Lockdowns in China und den Verhandlungen um ein Öl-Embargo der EU. Letzteres erfordert in den kommenden Monaten eine großangelegte Umverteilung russischen Öls Richtung Asien. Unabhängig davon dürfte beim Ausbleiben einer Rezession das Angebot auch so schon knapp bleiben. Denn während in den Sommermonaten aufgrund der US-Driving-Season die Nachfrage typischerweise steigt, haben viele OPEC+-Mitglieder jetzt schon Probleme ihre Quoten zu erfüllen. Auch sind die Lagerbestände auf sehr niedrigem Niveau, da der normalerweise saisonalitätsbedingte Aufbau in den vergangenen Monaten ausblieb. Der Ölpreis und dessen Volatilität dürfen daher bis auf weiteres erhöht bleiben.

### Zwischen höheren Realzinsen, Rezessionsorgen und Inflation

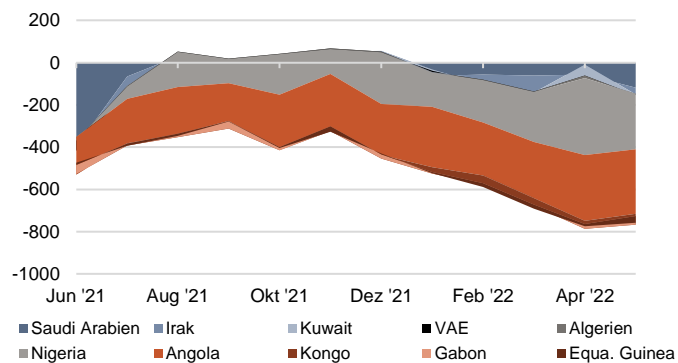
Gold musste die im Zuge des Kriegsausbruchs verbuchten Gewinne im zweiten Quartal wieder fast vollständig abgeben. Gegenwind kam dabei vor allem aus Richtung des starken US-Dollars, sodass Euro-Investoren seit Jahresanfang immer noch eine Rendite von rund 8% ausweisen können. Die aufkeimenden Rezessionsorgen boten Gold indes bisher wenig Unterstützung. Denn obwohl Anleger sich zunehmend Sorgen um die Konjunktur machen, rechnen sie – historisch betrachtet untypisch – trotzdem mit weiter restriktiven Zentralbanken. Da durch letztere die Realzinsen steigen, erfährt Gold Gegenwind. Bleibt die Rezession aus, aber die Inflation hoch, würde Gold als reale Anlage profitieren. Kommt die Rezession und die Inflation fällt merklich, würde Gold als sicherer Hafen profitieren. In unserem Basisszenario einer inflationsinduzierten Rezession bleibt das Potenzial für Gold aber vorerst begrenzt. Aufgrund der großen Unsicherheit ist es als Absicherung jedoch weiter wichtiger Bestandteil unserer Portfolios.

### Langfristiger Aufwärtstrend vollständig intakt

Industriemetalle wurden in Q2 gleich doppelt getroffen. Zum einen belasteten die Rezessionsorgen den Nachfrageausblick. Zum anderen drückten die Lockdowns in China auf die tatsächliche Nachfrage. So ging die Aktivität im Wohnungsbau im Mai um 42% ggü. dem Vorjahr zurück. Kurzfristig steht der voraussichtlichen Erholung Chinas die wahrscheinliche Rezession im Westen gegenüber, sodass in Summe das Potenzial begrenzt ist. Der langfristige Aufwärtstrend bleibt von all dem unberührt. Dabei treffen rohstoffhungrige Investitionen in grüne Technologie, Verteidigung und Lieferketten auf ein darauf unzureichend vorbereitetes Angebot.

### OPEC-Mitglieder haben Schwierigkeiten ihre Quoten zu erfüllen

Differenz zwischen tatsächlicher Produktion und offizieller Quote der Kern-OPEC Staaten (in Tausend Barrel)

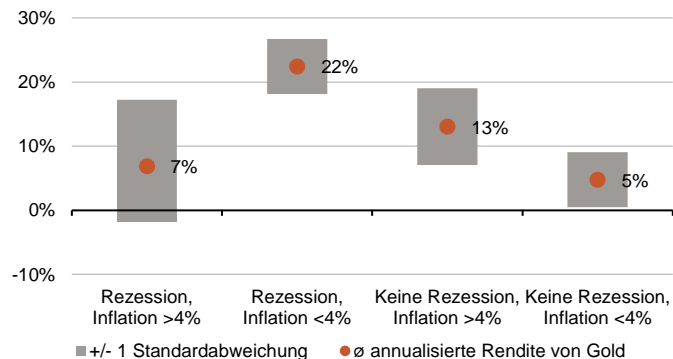


Zeitraum: 30.06.2021-31.05.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Potenzial von Gold bei Rezession und hoher Inflation begrenzt

Annualisierte Rendite von Gold in Abhängigkeit des Niveaus der Inflation (US-CPI) und dem Zustand der globalen Konjunktur (OECD-Frühindikator)

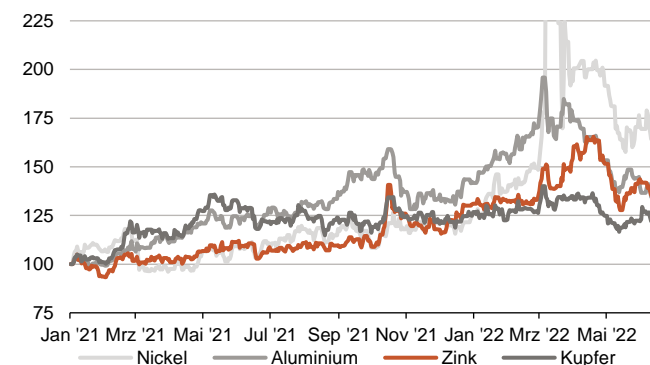


Zeitraum: 01.01.1970-31.05.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Industriemetalle nur mit kurzfristigem Dämpfer

Entwicklung von Nickel, Aluminium, Zink und Kupfer indexiert auf 100 am 01.01.2021



Zeitraum: 01.01.2021-14.06.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen





# EUROKURS: KEIN LAND IN SICHT

## Die EZB hinkt hinterher

Der Eurokurs hat im zweiten Quartal einen neuen Tiefpunkt erreicht. Die Gemeinschaftswährung ist zeitweilig unter 1,04 US-Dollar je Euro gefallen – das war der tiefste Kurs seit mehr als fünf Jahren. Trotz einer kurzzeitigen Erholung konnte sich der Euro nicht recht von seinem Tiefstand absetzen und notiert zum Ende des zweiten Quartals bei 1,05 US-Dollar je Euro. Die Europäische Zentralbank (EZB) ist maßgeblich für die Euroschwäche mitverantwortlich. Ihre zögerliche Haltung im Vergleich zu den anderen großen Zentralbanken lastet auf dem Wechselkurs. Auch die US-Notenbank Fed und die Bank of England waren spät dran mit der geldpolitischen Wende. Sie haben die Zinszügel inzwischen aber deutlich angezogen und sind der EZB damit weit voraus. Denn die EZB hat auf ihrer letzten Sitzung zwar das Ende der Netto-Anleihekäufe zum 1. Juli und eine erste Zinserhöhung um 25 Basispunkte für die Sitzung am 21. Juli angekündigt, doch während die EZB ankündigt, machen andere Notenbanken Nägel mit Köpfen: Die Fed hat im Juni die Leitzinsen um 75 Basispunkte erhöht. Einen so großen Zinsschritt haben noch vor einigen Wochen die wenigsten Beobachter für denkbar gehalten. Zudem hat die Schweizer Nationalbank (SNB) im Juni überraschend den Leitzins um 50 Basispunkte angehoben – und das bereits bei einer im internationalen Vergleich noch sehr moderaten Inflationsrate von 2,9 %. So ist die Ankündigung der EZB-Zinswende am Devisenmarkt verpufft. Schlimmer noch: Am Markt kursiert die Sorge, dass nach dem Ende der Netto-Anleihekäufe die Marktzinsen für einige Euro-Teilnehmerländer – zum Beispiel Italien – so stark steigen, dass sie die Zinslast mittelfristig nicht mehr stemmen können. Um eine Neuauflage der Eurokrise zu verhindern, hat die EZB im Rahmen einer Sondersitzung angekündigt, die Arbeit an einem „Anti-Fragmentierungsinstrument“ zu intensivieren.

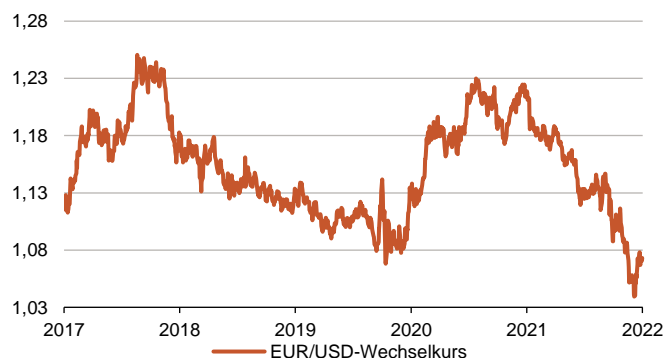
## Konjunkturabschwung bindet EZB die Hände

Die EZB dürfte in diesem Jahr die Zinsen mehrfach anheben, sodass zum Ende des Jahres ein Leitzins von 1,0 % wahrscheinlich ist. Anschließend dürften die Frankfurter Währungshüter allerdings eine lange Pause einlegen, weil die absehbare Rezession in der Eurozone keine noch straffere Geldpolitik erlaubt. Gleichzeitig ist es wahrscheinlich, dass sowohl die US-Notenbank als auch die Bank of England die geldpolitische Straffung weiter fortsetzen. In diesem Umfeld ist das Aufwärtspotenzial für den Euro im laufenden Jahr sehr begrenzt. Wir erwarten erst ab 2023 wieder höhere Eurokurse.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

## EUR/USD: Zögerliche Zinswende kann Eurokurs nicht helfen

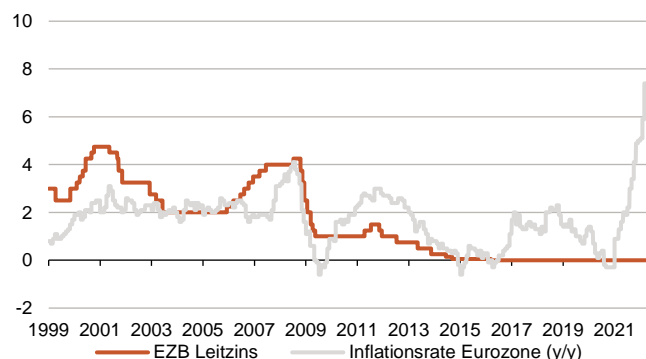
Die zögerliche Haltung der EZB hat den Euro belastet. Zudem ist der US-Dollar als sicherer Anlagehafen gefragt und deshalb tendenziell stark.



Zeitraum: 14.06.2017-14.06.2022  
Wechselkurs in US-Dollar. Quelle: Macrobond

## Leitzins von Inflationsdaten abgekoppelt

Die EZB hat trotz des rasanten Preisanstiegs die Zinspolitik bisher nicht geändert. Damit trägt sie maßgeblich zur Euroschwäche bei.



Zeitraum: 01.01.1999-14.06.2022  
EZB Leitzins und Inflationsrate jeweils in %. Quelle: Macrobond

## Wechselkursprognosen

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2022 und zur Jahresmitte 2023

Wechselkursprognose	20.06.2022	31.12.2022		30.06.2023	
	Aktuell	🏦	🏦*	🏦	🏦*
EUR/USD	1,05	1,05	1,08	1,08	1,11
EUR/GBP	0,86	0,85	0,86	0,85	0,86
EUR/CHF	1,02	1,02	1,05	1,04	1,05
EUR/JPY	142	147	139	151	140
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	0,1	-2,7	-2,7	-5,3
GBP	-	1,0	-0,2	1,0	-0,2
CHF	-	-0,3	-3,1	-2,2	-3,1
JPY	-	-3,4	2,1	-6,0	1,4

\* Durchschnitt, Konsens per 20.06.2022  
Quelle: Bloomberg



## INTERVIEW MIT PROF. DR. BERND MEYER

### Das Jahr 2022 war bisher sehr herausfordernd für Anleger. Was sind die Gründe hierfür und wo lagen die Schwierigkeiten?

Aktien erlebten einen der schwächsten Jahresstarts der letzten 100 Jahre. Haupttreiber war die hohe Inflation, die durch Putins Krieg und die Covid-Lockdowns in China weiter befeuert wurde. Diese Entwicklungen sowie die schnelle Politikwende der amerikanischen Zentralbank erwischte den Großteil der Anleger auf dem falschen Fuß. In Folge kam es zu einem rasanten Renditeanstieg bei Anleihen und dem stärksten Anleihe-Bärenmarkt seit mehr als 50 Jahren. Anleihen verloren genauso an Wert wie Aktien. Bei einem solchen Gleichlauf wird die Diversifikation in Multi-Asset-Portfolios schwieriger. Zudem löste insbesondere der Anstieg der erwarteten Realrenditen eine der stärksten jemals gemessenen Rotation bei Aktien aus. Zinssensitive Wachstums- und Qualitätstitel wurden verkauft, Substanzwerte gekauft.

### Also einen perfekter Sturm aus Sorgen um Inflation, Zinsen, Konjunktur und Geopolitik. Was bedeutete das für unsere Strategien?

Wir hatten prognostiziert, dass 2022 herausfordernd wird. Steigende Anleiherenditen und den höheren Gleichlauf von Aktien und Staatsanleihen hatten wir erwartet, denn höhere Inflation und restriktivere Zentralbanken haben historisch regelmäßig dazu geführt. Deshalb sind wir seit geraumer Zeit in Anleihen stark untergewichtet, fokussieren uns auf eine kurze Duration, übergewichten Alternative Investments und waren in das Jahr hinein nur moderat in Aktien übergewichtet. Zudem hatten wir die Diversifikation in unseren Strategien schon 2021 merklich erhöht.

Jedoch litten unsere Multi-Asset-Strategien unter der starken Rotation bei Aktien, da wir bei Berenberg auf wachstumsstarke Qualitätsunternehmen und Small Caps setzen. Mit einer allmählichen Normalisierung der Zinslandschaft hätte auch unsere Aktienselektion gut umgehen können, die Schnelligkeit war jedoch problematisch. Wir sind aber auch weiter davon überzeugt, dass langfristig nachhaltiges und überdurchschnittliches Gewinnwachstum der entscheidende Erfolgsfaktor bei der Aktienselektion ist.

Dennoch konnten wir durch Ergänzung ausgewählter Investments die negative Performance etwas abfedern. Dazu gehörten etwa Rohstoffe, direkt, einzelne Rohstoffaktien oder rohstofflastige Regionen wie beispielsweise Lateinamerika. Bei einer Vielzahl von Rohstoffen spricht zudem viel für einen strukturellen Preisanstieg – diesen Trend haben wir frühzeitig durch eine signifikante Beimischung breiter Rohstoffinvestments und Industriemetallen abgebildet. Gold erachten wir in einem Multi-Asset-Portfolio bereits seit geraumer Zeit als einen wesentlichen Baustein.



Wir haben zudem die Aktienquote seit Jahresbeginn in Erholungsphasen in mehreren Schritten auf leicht unter neutral reduziert. Darüber hinaus haben wir Anfang Februar ein zusätzliches Absicherungsinvestment aufgenommen, das vor allem helfen soll, abrupte und schnelle Abverkäufe an den Aktienmärkten abzufedern (Tail-Hedge-Zertifikat). Dies hat sich bereits bewährt.

### Ist die Schärfe der Marktbewegungen ein Indiz für das veränderte Marktverhalten, auf das Sie immer wieder hingewiesen haben?

Richtig, das veränderte Marktverhalten stellt Anleger vor neue Herausforderungen. Aus unserer Sicht stehen dabei drei Entwicklungen im Fokus: vermehrt prozyklisches Anlegerverhalten, zunehmend passives Investieren und ein stärkerer Gleichlauf zwischen Aktien und vermeintlich sicheren Staatsanleihen.

### Was meinen Sie mit vermehrt prozyklischem Verhalten der Anleger und woher rührt denn dieses Verhalten?

Anleger sind im Niedrigzinsumfeld geneigt mehr Risiken einzugehen, um eine auskömmliche Rendite zu erzielen – etwa durch höhere Aktienquoten oder den Ersatz von Staatsanleihen durch Unternehmens- oder Schwellenländeranleihen. Letztlich haben sie aber so mehr Risiken genommen, als sie bereit sind langfristig strategisch zu halten. Kommt es dann zu schwächeren Marktphasen, werden diese Anlagen reduziert und vice versa. Das ist ein sehr prozyklisches, trendverstärkendes Verhalten, das es so früher nicht gab. Zudem gibt es immer mehr systematische Anlagestrategien mit Momentum-, Risikoparitäts- und Zielvolatilitätsansätzen, wie sie auch Robo-Advisors häufig einsetzen. Einfach ausgedrückt: Sie erhöhen die Aktienquote, wenn das Momentum positiv und die Volatilität niedrig ist und umgekehrt. Es gibt auch immer weniger Value-Investoren, die antizyklisch handeln, Aktien günstig kaufen und teuer verkaufen. Value-Unternehmen haben sich seit der



Finanzkrise deutlich schlechter als Wachstumsunternehmen entwickelt, entsprechend wurden Gelder aus Value-Fonds abgezogen. Und die Baby Boomer, die mit Value-Fonds privat vorgesorgt haben, gehen nun nach und nach in Rente und verkaufen ihre Fondsanteile.

#### **Und wie sollten Anleger nun darauf reagieren?**

Sie müssen sich an das veränderte Marktverhalten anpassen. Das Gute daran ist, dass man das Aktienexposure regelbasierter Strategien simulieren kann. Wenn die meisten dieser Strategien fast vollständig in Aktien investiert sind, ist das Abwärtspotenzial für die Märkte höher, wie beispielsweise Anfang 2020. Deshalb beobachten wir das sehr genau. Aktuell sind diese Strategien sehr niedrig in Aktien positioniert, ein Unterstützungsfaktor für die Märkte. Wir setzen auf Flexibilität, die Nutzung von Freiheitsgraden und das Erkennen von – auch konträren – Opportunitäten.

#### **Was hat die Zunahme von passivem Investieren für Konsequenzen? Sollten Anleger ETFs komplett meiden?**

Die Indexfonds- und ETF-Anbieter sind mittlerweile die größten Vermögensverwaltern der Welt. Sie kontrollieren schätzungsweise mindestens 30 Prozent des US-Aktienmarktes. Das ist von enormer Bedeutung, denn je größer die passive Durchdringung des Marktes ist, desto höher ist die Korrelation der Einzeltitel und desto volatiliter die Märkte. Aktive Anleger sollten sich der Chancen und Risiken von passiven und systematischen Kapitalflüssen bewusst sein und sich dieses Wissen durch die Analyse von Sentiment, Anlegerflüssen und Positionierungsdaten zunutze machen. ETFs sollten insbesondere für taktische Positionen oder in effizienten Märkten eingesetzt werden. Anleger sollten sich zudem vermehrt in Nischen bewegen, die nicht oder nur gering passiv abgebildet werden. Diese sind in der Regel weniger durch globale Risk-On-Risk-Off-Bewegungen beeinflusst und bieten mehr Diversifikation.

#### **Die Performance unserer Multi-Asset-Strategien konnte dieses Jahr nicht an die guten Ergebnisse der vorangegangenen Jahre anknüpfen. Wie zufrieden sind Sie mit der Entwicklung?**

Mit dieser Entwicklung können wir nicht zufrieden sein, auch wenn wir viele richtige Entscheidungen getroffen haben. Rückblickend sind wir mit einer moderaten Aktienübergewichtung zu optimistisch ins Jahr 2022 gestartet und hätten die Aktienquote auch schneller und stärker reduzieren und in Kasse oder Rohstoffen

parken müssen. Eine Allokation in Anleihen hätte nicht geholfen. Sicherlich gibt es viele Anleger die zwar eine geringere Aktienquote dafür aber mehr Anleihen hatten, mit denen sie dann genauso viel verloren haben. Trotzdem konnten wir in unseren Strategien im Vergleich zur Benchmark in der Regel Mehrerträge durch die Asset Allokation erzielen. Grund hierfür war unsere starke Untergewichtung bei Anleihen zugunsten einer starken Übergewichtung von Alternative Investments. Zudem half die Selektion bei Anleihen und insbesondere bei Alternative Investments. Bei Ersteren lag der Fokus auf kurzer Duration und Sonderthemen wie beispielsweise Inlandsanleihen aus China oder auch Katastrophenanleihen, bei Letzteren auf Gold, breitem Rohstoffexposure und dem Tail-Hedge-Zertifikat.

Unsere Aktienselektion mit Fokus auf wachstumsstarke Qualitätsunternehmen und Small Caps, die uns die letzten Jahre sehr stark geholfen hat, hat dieses Jahr aber deutlich belastet. Unsere Beimischung von beispielsweise rohstofflastigen Aktienregionen hat dies leider nicht kompensieren können. Im Nachhinein hätten wir auch hier beherzter vorgehen müssen. Dennoch sind wir weiter davon überzeugt, dass der Fokus auf langfristig, stark wachsende Geschäftsmodelle der entscheidende Faktor bei der Aktienselektion bleibt. Trotz des schwächeren Jahresstartes haben sich unsere Multi-Asset-Strategien jedoch über die letzten Jahre gesehen weiter sehr gut im Wettbewerbsvergleich behauptet.

#### **KURZVITA**

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA, ist seit 2017 Chefstrategie des Wealth and Asset Management und für die diskretionären Multi-Asset-Strategien von Berenberg zuständig. Zu ihnen gehören auch die Vermögensverwaltungsmandate. Prof. Dr. Meyer war zunächst Leiter der Europäischen Aktienstrategie bei der Deutschen Bank und baute ab 2010 das globale Cross Asset Strategie Research bei der Commerzbank auf. Er wurde mehrfach ausgezeichnet. So rangierte er mit seinem Team beim renommierten Extel Survey in den Jahren 2013 bis 2017 jeweils unter den besten drei Multi Asset Research Teams weltweit.



# 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

## 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

**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

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: 20. Juni 2022