



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

REZESSIONEN VORAUSS

Markterwartungen einer schnellen Wende der Zentralbanken waren verfrüht. Diese priorisieren weiterhin die Bekämpfung der hartnäckigen Inflation. Rezessionen in den USA und Europa scheinen unvermeidbar.

ABWÄRTSPOTENZIAL BEGRENZT

Gewinnschätzungen dürften weiter reduziert werden. Zumindest in Europa berücksichtigen die Bewertungen jedoch schon viel Negatives. Defensive Positionierung der Anleger limitiert Fallhöhe bei Aktien.

CHANCEN ENTSTEHEN

Erst mit deutlicherer Abschwächung der Wirtschaft und rückläufiger Inflation in Q4 2022/Q1 2023 dürften die Zentralbanken weniger restriktiv agieren. Mit Blick auf eine Konjunkturerholung 2023 dürften Anleger dann optimistischer werden. Eine Aktien-erholung in das neue Jahr hinein scheint möglich.

Q4 | 2022



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

„Wie gewonnen, so zerronnen“, das galt für die Mehrheit der Kapitalmarktentwicklungen im dritten Quartal. Nach zunehmenden Rezessionsängsten im Juni setzten die Märkte auf eine zügige Wende der Fed und preisten Zinssenkungen bereits für das erste Halbjahr 2023 ein. Anleiherenditen fielen deutlich – die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen gar um einen Prozentpunkt. Die Aktienmärkte erholten sich kräftig, begünstigt durch die zuvor pessimistische Stimmung und Positionierung. Wir erachteten diese Entwicklung als verfrüht und blieben vorsichtig. Ab Mitte August drehte dann das Bild. Robustere Wirtschaftsdaten in den USA und hartnäckigere Inflation in Europa bedeuteten, dass die oberste Priorität der Zentralbanken die Inflationsbekämpfung bleibt, was Fed-Chair Powell und EZB-Direktorin Schnabel auf der Zentralbankkonferenz in Jackson Hole klarmachten. Das Wiedererlangen ihrer Glaubwürdigkeit hat jetzt Priorität gegenüber der Unterstützung von Wirtschaft und Märkten. Zinssenkungen für 2023 wurden wieder ausgepreist, Anleiherenditen stiegen zurück auf die Juni-Niveaus und Aktien gaben ihre Gewinne weitgehend wieder ab. Die anhaltende Energiekrise, das eingebrochene Konsumentenvertrauen, die weiter steigenden Zentralbankzinsen und die quantitative Drosselung lassen Rezessionen in den USA und Europa immer unvermeidlicher erscheinen. Wirtschaftsdaten dürften sich weiter verschlechtern und Gewinnschätzungen weiter reduziert werden.

Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass eine nachhaltigere Aktienmarkterholung eher gegen Ende des Jahres möglich erscheint. Frühestens dann dürfte sich die Wirtschaft hinreichend abgeschwächt haben und sich in oder nahe einer Rezession befinden und die nachlassende Nachfrage einen deutlicheren Inflationsrückgang begünstigen. Erst dann dürften die Zentralbanken weniger falkenhaft agieren. Das Augenmerk der Fed dürfte dabei insbesondere auf dem Arbeitsmarkt liegen, denn solange es noch nahezu doppelt so viele freie Stellen wie Arbeitslose gibt, ist die Gefahr einer deutlichen Lohninflation nicht gebannt. Bei weniger falkenhaften Zentralbanken und mit Blick auf einen möglichen Aufschwung heraus aus der Rezession im Jahr 2023 dürften Anleger

bei Aktien dann optimistischer werden und die Aktienmärkte sich erholen – diese preisen ja üblicherweise die erwarteten Entwicklungen sechs bis neun Monate im Voraus ein. 2023 könnte dann ein besseres Jahr für Multi-Asset-Anleger werden. Die Anleiherenditen sind das erste Mal seit Jahren deutlich im positiven Bereich, der Rohstoffsuperzyklus dürfte anhalten und die Aktienbewertungen sind merklich gesunken. Bis dahin begrenzen die vorsichtige Positionierung der Masse der Anleger und die geringen Aktienquoten systematischer Anlagestrategien die weitere Fallhöhe. Damit bleibt auch unsere Einschätzung unberührt, dass Aktien im zweiten Halbjahr 2022 einen Boden bilden dürften. Vor diesem Hintergrund positionieren wir uns in das vierte Quartal hinein weniger defensiv mit einer jetzt neutralen Aktienquote, bei breiter und globaler Diversifizierung.

Im Insights-Interview ab S. 14 erklärt unsere Fondsmanagerin Katharina Raatz ihre Faszination für Small und Micro Caps, was diese auszeichnet und worauf sie sich bei der Selektion fokussiert. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Viertes Quartal dürfte Opportunitäten bieten	
Volkswirtschaft	Seite 6
Krieg, Inflation und höhere Zinsen: Rezession voraus	
Aktien	Seite 8
Optimismus dürfte gegen Jahresende zunehmen	
Anleihen	Seite 10
Herausforderndes Umfeld eröffnet Chancen	
Rohstoffe	Seite 12
Rohstoffe mit Aufwärtspotenzial	
Währungen	Seite 13
Schwierige Zeiten für den Euro	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Katharina Raatz	
Impressum	Seite 16



VIERTES QUARTAL DÜRFTE OPPORTUNITÄTEN BIETEN

AUF DEN PUNKT

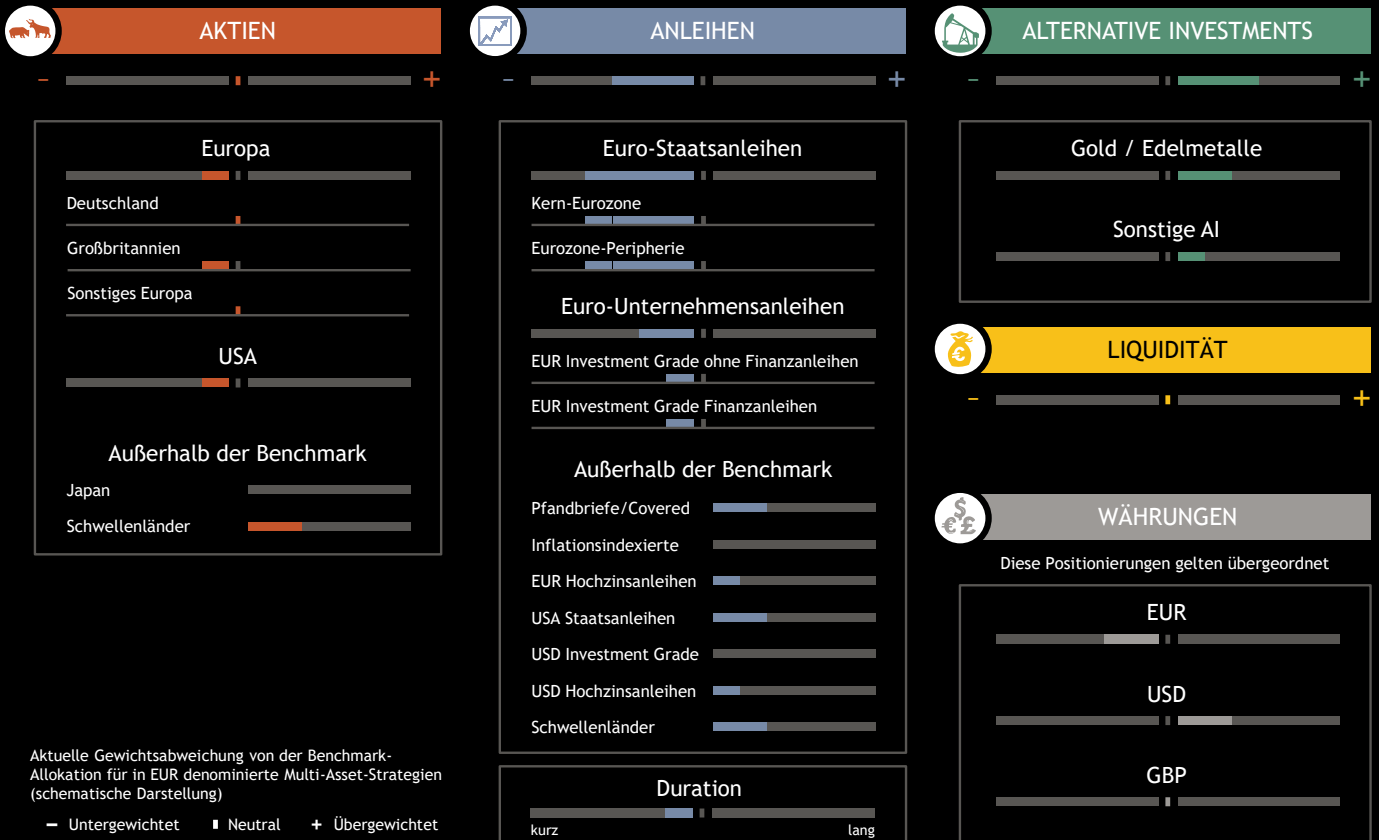
- Die Sommerrallye in Aktien wurde ab August durch einen erneuten Abverkauf abgelöst. Auslöser dafür waren restriktive Zentralbankkommentare, steigende Anleiherenditen und negative Gewinnrevisionen.
- Die Volatilität dürfte Richtung US-Midterm-Elections erhöht bleiben, auch weil die Zentralbanken noch restriktiver werden und dem Markt somit Liquidität entziehen.
- Für Q4 sind wir leicht optimistisch, weil die meisten Anleger mit schlechten Wirtschaftsdaten rechnen und vorsichtig positioniert sind. Richtung Jahresende dürfte mit Blick auf das nächste Jahr der Optimismus wieder zunehmen.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Im dritten Quartal haben wir nur wenig an unserer leicht defensiven Asset-Allokation verändert. Wir haben die stark gestiegenen

Zinsen genutzt, um langlaufende Staatsanleihen in Europa zu Lasten der Kasse aufzustocken, sodass die Duration unserer Portfolios in Richtung der Benchmarkduration angestiegen ist. Dies dürfte im Falle einer Rezession helfen, dann dürften nämlich vor allem langfristige Zinsen fallen. Wir bleiben bei Anleihen aber weiter im Untergewicht. Bei Aktien haben wir nach dem Abverkauf im September unser moderates Untergewicht geschlossen.

Insgesamt bleiben wir bei unserer Barbell-Strategie: Unsere wachstumsstarken Qualitätsaktien und Nebenwerte haben wir um rohstofflastige Aktiensegmente und direktes Rohstoff-Exposure erweitert. Rohstoffnahe Produkte reduzieren unsere Portfoliovolatilität und dienen als Inflationshedge. Zusätzlich sind wir noch in einem flexiblen Absicherungsprodukt investiert. Eine deutliche Goldposition bleibt ebenfalls Bestandteil unserer Multi-Asset-Portfolios. Bei Aktien bevorzugen wir weiterhin Schwellenländer gegenüber den USA und Europa. Bei Anleihen präferieren wir weiterhin Schwellenländeranleihen. Anleihen sicherer Emittenten bleiben untergewichtet, wurden aber zuletzt aufgestockt.



Rückblick drittes Quartal - Aktien erst hoch, dann runter

Die Aktienrallye zu Beginn des dritten Quartals war vor allem durch technische Faktoren wie Short-Covering durch Hedge-Fonds und Aufbau von Aktienpositionen durch systematische Strategien getrieben. Die fallende Volatilität bis Mitte August begünstigte diesen Trend. Relativ robuste US-Konjunkturdaten und Peak-Inflations-Hoffnungen aufgrund einer fallenden US-Inflationsrate im Juli, hoher Einzelhandelslagerbestände und fallender Rohstoffpreise führten zu einem stärkeren Einpreisen eines Soft-Landing-Szenarios – also, dass die Wirtschaft nicht in eine Rezession abrutscht und die Inflation nicht zurückkommt. In der Spitze fielen US-Staatsanleiherenditen im 10-jährigen Bereich um ca. 90 Basispunkte und die Futures-Märkte preisten schon Zinssenkungen für das erste Halbjahr 2023 (obere Abb. auf S. 5) ein. Die US-Notenbanker wirkten der Sorglosigkeit der Anleger dann aber entgegen und betonten, dass die Inflationsbekämpfung nicht vorbei sei und weiter oberste Priorität genieße. Zusammen mit sich stabilisierenden Rohstoffpreisen führte dies zu einem erneuten Zinsanstieg, einem Rückgang der Aktienmärkte und einem starken US-Dollar. In Europa kamen erschwerend die Verschärfung der Energiekrise und steigende Inflationswerte hinzu.

Konjunktur dürfte sich im Herbst weiter eintrüben

Im Einklang mit den schwachen Frühindikatoren wie fallenden Auftragseingängen dürfte sich die Konjunktur auch weiter abschwächen. Unsere Volkswirte erwarten für die Eurozone, Großbritannien und die USA eine Rezession. Treiber sind neben der Verschärfung der Energiekrise in Europa und den für die Konsumenten unangenehm hohen Inflationsraten die zunehmend

restriktive Geldpolitik der Zentralbanken. So hat die Fed im September die Anleihekäufe weiter deutlich reduziert. Das entzieht dem Markt Liquidität und erhöht die Volatilität.

Midterm-Elections könnten für Unsicherheit sorgen

Die US-Midterm-Elections finden zwar erst im November statt, dürften aber bereits im Vorfeld die Volatilität erhöhen. Aktuelle Umfragen suggerieren, dass die Demokraten mindestens eine Kammer an die Republikaner verlieren. Zudem waren die Prognosen von vermeintlichen Experten und Umfragen bei US-Wahlen gerade in der jüngsten Vergangenheit nicht besonders gut. Angesichts der politischen Variablen, die vom Wahlausgang abhängen, wie Steuern, Gesundheitsfürsorge und Regulierung, könnte dies für Unsicherheit unterhalb der Oberfläche sorgen.

Zentralbankpolitik und somit Inflationszahlen entscheidend

Die Gretchenfrage für den Markt wird sein, ob es der Fed und den anderen Zentralbanken gelingt, die Inflation einzudämmen, ohne die Wirtschaft in eine starke Rezession mit einer hohen Arbeitslosigkeit zu stürzen. Würde eine Rezession gänzlich vermieden, hätten wir ein für die Aktienmärkte positives Goldilocks-Umfeld – was wir für unwahrscheinlich, aber nicht unmöglich halten. Wahrscheinlicher dürfte jedoch eine milde Rezession in den USA und eine schärfere, aber wohl kürzere Rezession in der Eurozone sein, jeweils in Kombination mit einer fallenden Inflationsrate. In dem Fall dürfte wohl auch die Arbeitslosigkeit nicht stark ansteigen, da die Unternehmen noch unter dem Eindruck der Corona-Pandemie versuchen werden, so viele Arbeitskräfte wie möglich zu halten um nicht im nächsten Aufschwung Arbeitnehmer teuer neu einstellen

USD-Stärke setzte sich in Q3 fort und half US-Anlagen, Öl gab leicht nach, während die Aktienperformance gemischt ausfiel

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 22 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.*
			19.09.21 19.09.22	19.09.20 19.09.21	19.09.19 19.09.20	19.09.18 19.09.19	19.09.17 19.09.18		
Brent	-6,2	60,3	78,6	79,3	-40,0	-9,8	57,0	22,1	39,9
USD/EUR	4,6	13,5	17,0	1,0	-6,7	5,7	2,8	3,7	6,8
Gold	-3,0	3,9	11,7	-9,2	21,4	31,6	-5,6	8,9	12,7
Euro-Übernachteinlage	-0,3 0,0		-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	0,0
S&P 500	-5,9	8,3	4,6	37,2	4,7	11,6	21,2	15,3	21,3
EM-Staatsanleihen	-7,3	5,2	-6,4	5,7	-3,4	19,1	-2,2	2,2	8,2
Stoxx Europa 50	-7,4	0,5	0,7	21,3	-5,0	10,2	0,2	5,1	16,7
US-Staatsanleihen	-8,9	0,3	-9,6	-2,5	8,9	10,3	-2,2	0,7	4,3
Euro-Staatsanleihen	-9,2		-10,1	0,0	0,2	5,2	-0,4	-1,1	2,9
MSCI EM	-11,3	-0,9	-11,6	19,1	3,8	7,0	-2,5	2,7	16,8
Euro-Unternehmensanleihen	-13,1	-0,8	-14,0	1,7	0,7	5,9	0,0	-1,4	3,1
DAX	-19,4	0,2	-17,3	18,1	5,3	2,0	-2,7	0,4	20,6

Zeitraum: 19.09.2017-19.09.2022

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

zu müssen. Unterstützt wird dieser Trend noch durch die demografische Entwicklung der nächsten Jahre. Schließlich gehen die geburtenstarken Baby Boomer in Rente. Die große Unbekannte bleibt aber die Inflationsrate. Ist diese hartnäckiger als gedacht, dürften die Zentralbanken noch restriktiver werden und die Zinsen weiter steigen. Vor allem in der Eurozone dürfte die Inflation wegen der Energiekrise länger erhöht bleiben. Das Augenmerk des Marktes liegt entsprechend klar auf den Zentralbanken und den kommenden Inflationszahlen. Überraschungen nach unten dürften zu einer Erholungsrallye an den Aktien- und Anleihemärkten führen, Überraschungen nach oben dürften für einen weiteren Abverkauf sorgen. Im Multi-Asset-Kontext macht ein prononciertes Rohstoff-Exposure als Diversifizierung umso mehr Sinn (mittlere Abb.). Zum einen, um sich gegen eine nachhaltige hohe Inflationsrate abzusichern; zum anderen, um am kommenden Superzyklus der Rohstoffe aufgrund der Energiewende zu partizipieren. Entsprechend hoch bleibt unsere Rohstoffgewichtung.

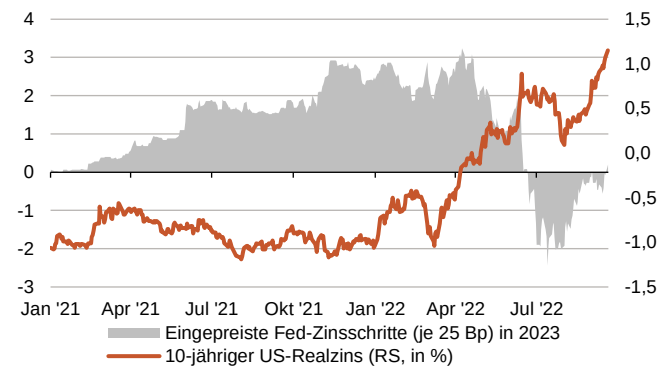
Vorsichtig optimistisch für Q4

Für die weitere Entwicklung der Aktienmärkte in Q4 sind wir vorsichtig optimistisch. Die Wirtschaft dürfte sich zwar abkühlen und mit ihr dürften auch die Gewinnschätzungen weiter nach unten angepasst werden. Zudem dürfte das Aufwärtspotenzial durch die vorerst weiterhin restriktiven Zentralbanken und den damit einhergehenden Liquiditätsentzug begrenzt sein. Das Positive ist aber, dass die meisten Marktteilnehmer damit ohnehin rechnen und vorsichtig positioniert sind. Auch die weit überwiegende Zahl der Banken ist noch skeptisch und rät zur Vorsicht. Dies dürfte das weitere Abwärtspotenzial begrenzen, zumal es auch positives Überraschungspotenzial gibt, zum Beispiel durch Chinas Parteitag im November. Hoffnung besteht auch gegen Jahresende, wenn der Markt vermehrt in Richtung des nächsten Jahres blickt und sich auf eine mögliche Erholung heraus aus der Rezession im Laufe des Jahres 2023 fokussiert. Sobald der Markt riecht, dass die Zentralbanken weniger restriktiv werden, dürfte er aufgrund der übermäßig pessimistischen Positionierung steigen. Wann dies genau der Fall sein wird, ist schwer zu sagen, aber der Markt dürfte dann deutlich reagieren, sodass es sinnvoll ist, sich vorher zumindest neutral bei Aktien zu positionieren. Und auch bei Anleihen sehen wir Licht am Ende des Tunnels. Die nun erhöhten Renditen dürften Anleihen selbst bei weiter leicht steigenden Zinsen unterstützen. Und vielleicht fallen die Zinsen ja sogar, wenn die Wirtschaft sich zunächst abschwächt und die Inflationsraten sinken.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Erwartete Fed-Zinssenkungen für 2023 wurden wieder ausgepreist

Zinserwartungen, eingepreist in Fed Fund Futures, und vom Markt erwartete Realrendite 10-jähriger US-Staatsanleihen



Zeitraum: 01.01.2021-19.09.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Öl mit erhöhter Diversifizierungswirkung in Multi-Asset-Portfolios

Rollierende 180-Tage-Korrelation von globalen Aktien (MSCI World Index) und Brentöl ist jüngst unter null gefallen

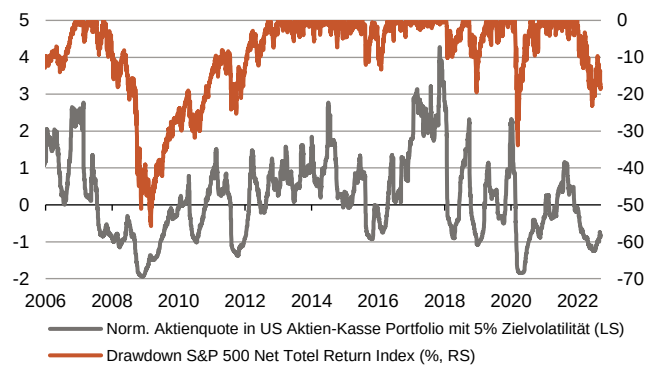


Zeitraum: 01.01.2010-19.09.2022

Quelle: Bloomberg, Factset, eigene Berechnungen

Systematiker haben derzeit wenig Aktienexposure

Geringe Aktienposition systematischer Anlagestrategien (Zielvolatilität, Risikoparität) spricht für nur begrenzte Fallhöhe der Märkte vom aktuellen Niveau



Zeitraum: 01.01.2006-19.09.2022

Quelle: Bloomberg, Factset, eigene Berechnungen



KRIEG, INFLATION UND HÖHERE ZINSEN: REZESSION VORAUSS

AUF DEN PUNKT

- Putins Krieg: Höhere Preise für Energie- und Nahrungsmittel treffen Verbraucher und Unternehmen. In Europa belastet vor allem der Gas- und Strompreisschock.
- Notenbanken reagieren auf die außerordentliche Inflation: Fed tritt hart auf die Bremse, EZB folgt.
- Milde Rezession in den USA, harter Winter in Europa.

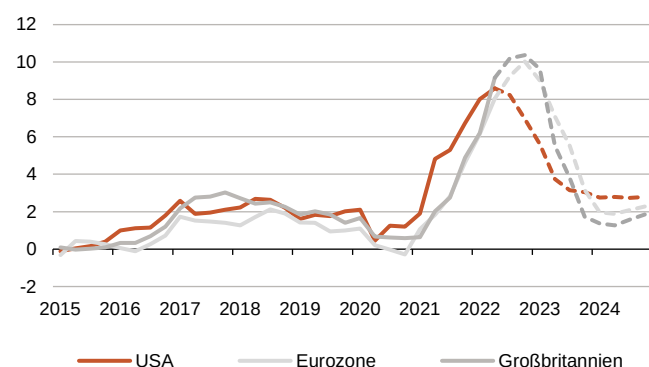
Europa: Rezession bis zum Frühling 2023

Das Hochschnellen der Preise für Energie und Nahrungsmittel trifft die Konjunktur hart. Nachdem sich die Wirtschaftsleistung in der Eurozone in der ersten Hälfte 2022 mit dem Abflauen der Omikron-Welle der Pandemie kräftig erholt hatte, dürfte die Region mit dem Ende der Sommerreisesaison in eine Rezession abgleiten. Angesichts der hohen Energiekosten bleibt den Verbrauchern weniger Geld für andere Güter und Dienstleistungen.

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 Ende August auf unbestimmte Zeit eingestellt hat, hat sich der Preisdruck noch einmal erhöht. Auch wenn Regierungen dies durch Interventionen und Hilfspakete abfedern, werden die Verbraucher noch höhere Kosten tragen müssen.

Der große Inflationsbuckel

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %



01.01.2015-31.12.2024. Gestrichelt: Berenberg-Prognose. USA: CPI-U, Eurozone: HVPI, GB: VPI. Quellen: BLS, Eurostat, ONS, Berenberg

Nach zwei Corona-Jahren konnte eine lebhafte Reisesaison die Konjunktur in der Eurozone im Sommer zwar noch vor dem Einbruch bewahren. Danach werden die arg gebeutelten Verbraucher aber ihre Ausgaben vermutlich erheblich einschränken. Wir rechnen jetzt mit einem Rückgang des Euro-BIP um etwa 2,2% bis einschließlich Q1 2023. Da die Speicher sich weiter füllen, hat allerdings das Risiko abgenommen, dass Gas im Winter in Deutschland rationiert werden muss. Sonst würde die Rezession noch schärfer ausfallen.

In der Rezession dürften vor allem der private Güterkonsum, die privaten Investitionen und der Außenhandel mit Waren zurückgehen. Dagegen werden die Staaten ihre Investitionen weiter ausdehnen. Angesichts der derzeit sehr hohen Nachfrage nach Arbeitskräften dürfte die Arbeitslosigkeit in der Rezession in der Eurozone nur geringfügig steigen. Dies grenzt die Abwärtsrisiken ein.

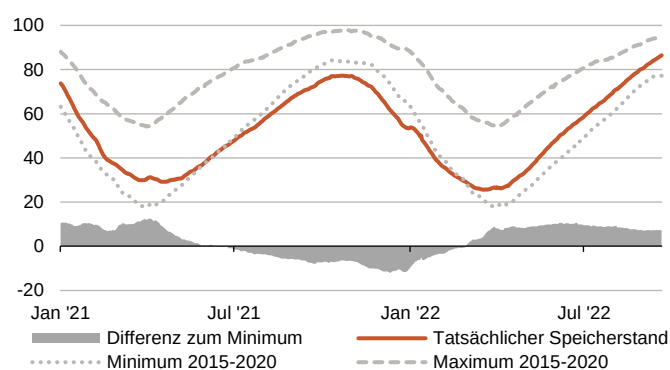
Die rückläufige Nachfrage kann im Zeitablauf erheblich dazu beitragen, die aktuellen Lieferkettenprobleme weitgehend zu lösen. Auch Transportkosten werden vermutlich im Laufe des kommenden Jahres wieder etwas sinken. Das hilft, sowohl die Inflation zu dämpfen als auch die Auftriebskräfte wieder zu stärken.

Neuer Aufschwung im Sommer 2023

Wenn der Winter überstanden ist und der Gasmarkt sich wieder etwas entspannt hat, kann die Euro-Konjunktur im Sommer 2023 wieder anspringen. Ab dann könnte auch der Anstieg der Einkommen wieder oberhalb der Inflationsrate liegen, sodass die Verbraucher nach einem herben Rückschlag ab dann real wieder etwas mehr Geld in der Tasche haben. Sobald auch die vermutlich milde

EU-Gasspeicher

Füllstand in Prozent; Differenz zum Minimum in Prozentpunkten



01.01.2021 - 20.09.2022. EU-27. Quellen: AGSI, Berenberg



US-Rezession im Herbst 2023 ausläuft, könnten auch die Ausfuhr wieder zulegen. Nach einem Rückgang der Euro-Wirtschaftsleistung um etwa 1,3% im Durchschnitt des Jahres 2023 erwarten wir für 2024 ein Wachstum von 2,5%. Für Großbritannien erwarten wir einen ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone.

Transatlantischer Unterschied

Auch in den USA stöhnen die Verbraucher über hohe Preise. Aber anders als Europa sind die USA nicht von russischem Erdgas abhängig. Dagegen leiden die USA unter einem hausgemachten Inflationsdruck. Mit ihrer späten, aber umso energischeren Zinswende wird die Fed die Nachfrage voraussichtlich so dämpfen, dass die US-Konjunktur im Schlussquartal 2022 stagniert und

*Milde US-Rezession, harter Winter in Europa –
gefolgt von einem Aufschwung im Sommer*

die USA danach bis zum Herbst 2023 in eine milde Rezession fallen – bei rückläufigem Konsum und weniger Investitionen vor allem im Wohnungsbau. Staatsausgaben einschließlich der öffentlichen Investitionen dürften die Konjunktur dagegen stützen.

Die höchste Inflation seit 40 Jahren

In den USA hat der Preisdruck seinen Höhepunkt offenbar bereits überschritten. Während die Lohnzuwächse zunächst hoch bleiben, entlasten etwas geringere Preise für Benzin und Gebrauchtwagen die Verbraucher. Da der Arbeitsmarkt langsam an Schwung verliert, könnte auch der Lohndruck in einigen Monaten abnehmen. Anders als in den USA müssen die Verbraucher in Europa sich

vorerst noch auf spürbar höhere Strom- und Gaspreise einstellen. Denn die im Sommer nochmals gestiegenen Preise für Erdgaseinfuhr und Strom sind noch nicht voll bei den Verbrauchern angekommen. In Europa könnte die Inflation im Herbst 10% erreichen, bevor sie 2023 zurückgeht. Das genaue Inflationsprofil hängt auch davon ab, in welchem Ausmaß Regierungen den Energiepreisschock auffangen und damit die Kosten teilweise von den heutigen Verbrauchern auf künftige Steuerzahler verlagern.

Im kommenden Jahr könnten die Inflationsraten auf beiden Seiten des Atlantiks spürbar zurückgehen. Dann fällt der Anstieg der Energiepreise des Jahres 2022 schrittweise aus dem Vorjahresvergleich heraus. Wie sehr die Inflation sich dann dem Zentralbankziel von 2% annähert, hängt auch davon ab, in welchem Umfang Arbeitnehmer höhere Löhne durchsetzen können, die wiederum den Kostendruck für Unternehmen verschärfen würden.

Zentralbanken steuern um - Fed energischer als die EZB

Damit die hohe Inflation sich nicht verfestigt, treten die Fed und – etwas zögerlicher – auch die EZB auf die Zinsbremse. In den USA könnte der Leitzins Anfang 2023 4,5% erreichen oder sogar leicht überschreiten. Sobald die Fed genügend Anzeichen sieht, dass die Rezession den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, wird sie dann die Zinsen wieder etwas senken, voraussichtlich beginnend in H2 2023. Allerdings wird die Fed dies vorerst nicht in Aussicht stellen. Der EZB-Hauptrefinanzierungssatz könnte im Februar 2023 2,5% oder sogar 2,75% erreichen, gefolgt von einer rezessionsbedingten Pause im Rest von 2023.

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	1,5	1,6	-0,4	0,9	0,9	1,6	7,9	8,0	3,6	3,7	2,5	2,4
Eurozone	2,8	2,9	-1,3	0,3	2,5	1,9	8,4	8,1	6,2	4,8	2,1	2,1
Deutschland	1,1	1,5	-1,8	-0,1	2,6	1,9	8,6	8,0	6,6	5,2	1,9	2,0
Frankreich	2,1	2,5	-1,1	0,5	2,4	1,7	5,9	5,9	4,9	4,0	1,9	1,9
Italien	3,0	3,3	-1,7	0,4	1,5	1,5	8,0	7,6	6,1	4,5	1,8	1,8
Spanien	4,2	4,5	-0,6	1,8	2,4	2,4	9,2	9,0	4,7	4,3	2,0	2,0
Großbritannien	3,1	3,5	-1,0	-0,1	1,9	1,3	9,0	9,2	5,1	6,6	1,5	2,1
Japan	1,7	1,6	0,5	1,5	1,4	1,2	2,1	2,1	1,3	1,3	0,7	0,8
China	3,0	3,5	4,0	5,2	4,0	5,0	2,1	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1
Welt*	2,6	2,9	0,9	2,5	2,4	3,0	-	7,2	-	4,6	-	3,3

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

** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 19.09.2022.



OPTIMISMUS DÜRFTE GEGEN JAHRESENDE ZUNEHMEN

AUF DEN PUNKT

- Negative Gewinnrevisionen dürften während der Q3-Berichtssaison weitergehen, im Einklang mit der Konjunkturertrübung und der typischen Revisionssaisonalität.
- Die höheren Risiken in Europa gehen mit niedrigeren Bewertungskennzahlen einher. Der Abschlag gegenüber US-Aktien beträgt mittlerweile mehr als 30%.
- Geringe Anlegerpositionierung dürfte Abwärtspotenzial limitieren. Jahresendrallye scheint möglich.

US-Aktien im dritten Quartal vorne

Nachdem die Aktienmärkte und insbesondere US- und Schwellenländeraktien sich im Sommer erholt hatten, kam es ab Mitte August zu einer Gegenbewegung. Hartnäckig hohe Inflationszahlen in Europa, restriktive Töne von Zentralbankern und eine Reduzierung der Gewinnsschätzungen führten zu einer Korrektur. US-Aktien, unterstützt durch einen stärkeren US-Dollar, behaupteten sich neben Aktien aus Lateinamerika am besten; europäische Aktien legten durch die Verschärfung der Energiekrise kaum zu.

Negative Gewinnrevisionen dürften anhalten

Hohe Lagerbestände und eine nachlassende Nachfrage lasten zunehmend auf den Unternehmensgewinnen. Die vor allem in Europa stark gestiegenen Energiepreise belasten Verbraucher und Unternehmen gleichermaßen. Vor drei Monaten ging der Konsensus noch von einem 2022er-Gewinnwachstum von rund 10% für

die USA gegenüber dem Vorjahr aus. Wir haben damals argumentiert, dass realistischere Schätzungen mindestens 5% niedriger liegen dürften. Mit den jüngsten Gewinnrevisionen ist dieses Wachstum nun unter 8% gerutscht. In der bald anstehenden Q3-Berichtssaison dürften die Schätzungen weiter reduziert werden. Dies würde sich auch mit der typischen Saisonalität der Gewinnrevisionen decken. Man darf aber nicht vergessen, dass Gewinne nominelle Zahlen sind und damit durch die hohe Inflation unterstützt werden. Zudem hilft der sehr profitable Energiesektor. Wir erwarten deshalb nicht, dass aggregierte Unternehmensgewinne wie in den letzten Rezessionen um 10-20% einbrechen.

Starke Bewertungsdifferenzen

Der US-Aktienmarkt bleibt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 17 teuer bewertet. Gründe dafür sind neben der konzentrierten Indexstruktur (teure Wachstumsunternehmen mit hohen Indexgewichten) die stärkere Aktienkultur in den USA und der hohe Anteil nicht-fundamentaler Investoren (Aktienrückkäufe, passives Investieren etc.). Neu hinzugekommen ist die geopolitische Komponente. Europa ist regional viel näher an Putins Krieg und leidet ebenso wie Japan als großer Netto-Energieimporteur stärker unter der Energiekrise. Das China-Risiko (hohe Exportabhängigkeit) ist ebenfalls deutlich höher. Auch hat der starke US-Dollar die Importe für den Rest der Welt verteuert. Europäische Aktien handeln nun auf Indexebene mehr als 30% günstiger als jene aus den USA, der höchste Discount seit 2005. Dies bedeutet aber auch, dass, wenn sich nicht alle Risiken materialisieren oder die Krise überwunden wird, relatives Aufholpotenzial für Europa besteht. Bewertungstechnisch scheinen die USA anfälliger.

Deutsche Aktien und europäische Small Caps waren die relativen Verlierer in Q3, Verschärfung der Energiekrise belastete

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 22 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	YTD (31.12.21-19.09.22)	Q3 22 (30.06.22-19.09.22)	19.09.21	19.09.20	19.09.19	19.09.18	19.09.17			
MSCI Großbritannien	-10,2	-10,3	7,9	28,8	-19,9	4,9	4,4	1,5	4,4	8,9
Stoxx Europa Defensiv	-3,5	-2,0	3,5	15,7	-3,4	11,2	4,3			
MSCI USA Small Caps	-5,0	11,6	-0,1	50,9	-8,2	1,7	22,2	1,9	1,5	17,1
S&P 500	-5,9	8,3	4,6	37,2	4,7	11,6	21,2	3,6	1,7	17,1
Stoxx Europa 50	-7,4	0,5	0,7	21,3	-5,0	10,2	0,2	2,0	3,6	11,0
MSCI Japan	-11,0	2,6	-15,4	26,4	0,3	2,9	11,6	1,2	2,6	12,4
MSCI EM Asien	-12,7	-2,9	-13,0	15,9	13,9	4,2	-0,5	1,5	2,9	11,7
Euro Stoxx 50	-16,7	1,5	-13,0	28,0	-5,6	8,4	-2,1	1,5	3,8	10,5
Stoxx Europa Zyklisch	-19,3	2,0	-15,7	36,8	-4,0	-0,6	1,1			
DAX	-19,4	0,2	-17,3	18,1	5,3	2,0	-2,7	1,4	3,9	10,4
Stoxx Europa Small 200	-26,8	-3,0	-26,1	36,6	1,0	1,9	6,0	1,3	3,5	13,5
MSCI EM Osteuropa	-83,2	-6,5	-83,8	48,2	-21,7	24,5	6,5	1,0	4,8	6,1

Zeitraum: 19.09.2017-19.09.2022

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

Volatilität dürfte gegen Jahresende sinken

Während im vierten Quartal viele politische Risiken (Wahlen in China, den USA, Brasilien etc.) lauern, dürften die entscheidenden Themen sein, ob es eine (starke) Rezession gibt, ob die Inflation ihren Hochpunkt gefunden hat und wie die Zentralbanken darauf reagieren. Der Markt dürfte insgesamt mehr makrogetrieben sein. Unsere Ökonomen rechnen mit Rezessionen in vielen westlichen Ländern, was zu weiteren Anpassungen der Gewinnschätzungen führen dürfte. Zudem dürften die Reduzierung der Anleihekäufe und die Zinserhöhungen der Zentralbanken zu weniger Liquidität führen. Das Positive ist, dass damit ohnehin die meisten Marktteilnehmer rechnen und entsprechend vorsichtig positioniert sind. Zeitgleich dürften die nicht fundamentalen Anleger Aktien weiter kaufen (Sparpläne, Buybacks) bzw. Aktien aufstocken (systematische Strategien), sollte das Preismomentum besser werden und die Volatilität rückläufig sein. Dies könnte insbesondere gegen Jahresende der Fall sein. Gleichzeitig gibt es für fundamental orientierte Anleger auch eine Menge Aufwärtsrisiken. Die Inflation könnte schneller und stärker fallen als gedacht und die Wirtschaft positiv überraschen, China könnte nach den Wahlen stärker stimulieren bzw. die No-Covid-Policy aufgeben und selbst im Ukraine-Krieg könnte es Besserung geben. Es gibt also nicht nur Abwärtsrisiken. Und da viele Investoren zum Jahreswechsel hin tendenziell optimistischer werden, stehen angesichts der sehr pessimistischen Anlegerstimmung die Chancen für eine Erholungsrallye gegen Jahresende nicht schlecht. Vor diesem Hintergrund haben wir uns in das vierte Quartal hinein mit einer neutralen Aktienquote positioniert.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

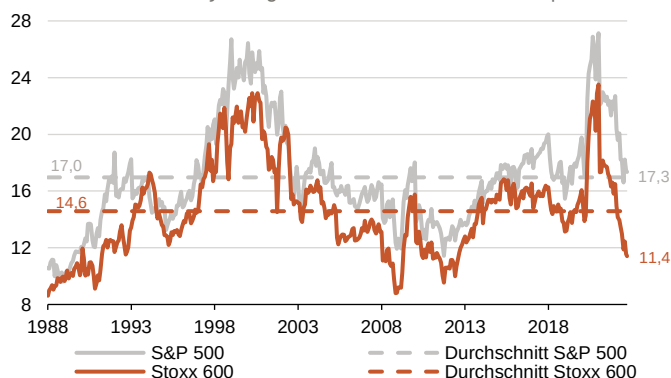
Erstes Eintrüben der Ausblicke

In den Gesprächen mit unseren Unternehmen zum abgelaufenen ersten Halbjahr zeigte sich die Mehrheit trotz herannahender Rezession optimistisch und verwies auf robuste Wachstumstrends. Diese Zuversicht erklärt sich zum Teil mit verschiedenen Endmärkten. So konnten die Hersteller hochpreisiger Luxusgüter und Spirituosen – breit in unseren Portfolios vertreten – noch immer von einer anhaltend starken Nachfrage berichten. Spricht man hingegen mit Konsumgüterunternehmen aus dem Niedrigpreissegment, welche wir eher meiden, so hört man schon jetzt von erheblichen Nachfrageeinbrüchen. Ein weiterer Grund sind die defensiveren Geschäftsmodelle in unseren Portfolios. So sind zum Beispiel Firmen aus dem Gesundheitssektor oder auch Hersteller von Nahrungsmitteln und ihren Inhaltsstoffen tendenziell relativ unabhängig vom Wirtschaftszyklus. Unsere letzten Gespräche geben keinen Grund, an dieser Einschätzung etwas zu ändern. Von den eher zyklischeren Unternehmen in unseren Portfolios vernehmen wir hingegen ein Eintrüben der Ausblicke. Das betrifft vor allem Unternehmen aus der Halbleiter-, Chemie- und „Private Equity“-Industrie. Aber auch hier geht man optimistisch in die kommenden Quartale, kann man sich doch auf eine starke Wettbewerbsposition und solide Kapitalisierung berufen.

Matthias Born, CIO Aktien

In Europa ist schon viel Negatives eingepreist

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monate sowie der jeweilige Durchschnitt seit 1988 für Europa und die USA

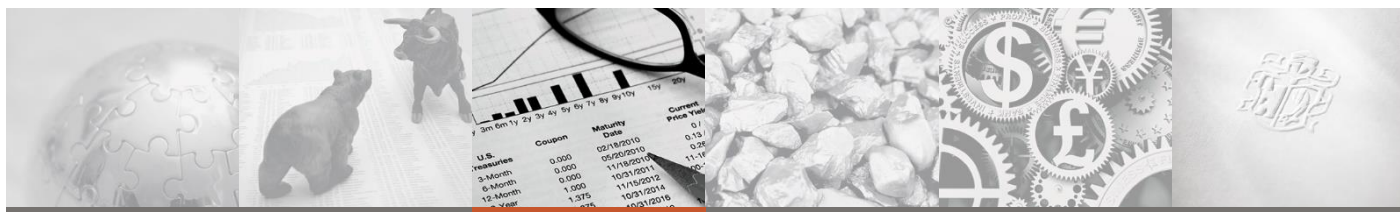


Prognoseübersicht: Aktien mit Erholungspotenzial

	Aktuell			
Indexprognosen	19.09.2022**	30.06.2023	31.12.2023	In 12 Monaten
S&P 500	3.900	4.250	4.500	4.732
DAX	12.803	15.000	15.800	17.841
Euro Stoxx 50	3.499	4.000	4.200	4.635
MSCI UK	2.081	2.350	2.400	2.556
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	9,0	15,4	21,3
DAX	-	17,2	23,4	39,4
Euro Stoxx 50	-	14,3	20,0	32,5
MSCI UK	-	12,9	15,3	22,8

* Durchschnitt, Bottom-Up-Konsens per 19.09.2022

** MSCI UK aufgrund eines Feiertages am 19.09.2022 per 16.09.2022
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



HERAUSFORDERNDES UMFELD ERÖFFNET CHANCEN

AUF DEN PUNKT

- Sichere Staatsanleihen: Längere Laufzeiten sind interessanter geworden – Verflachung der Renditekurven voraus.
- Europäische Unternehmensanleihen: Wir bevorzugen den Finanzsektor und sehen Chancen im Nachrangsegment.
- Schwellenländeranleihen: Papiere in lokaler Währung bleiben favorisiert, schrittweise höhere Duration opportun.

Leitzinsen steigen, Chancen entstehen

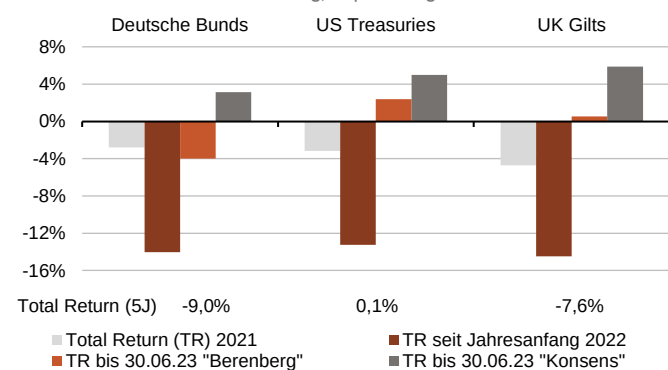
Wenig überraschend beherrschten im zurückliegenden Quartal diejenigen Themen die Diskussion an den Rentenmärkten, welche bereits in den Monaten zuvor dominiert hatten. Stärker in den Fokus gerückt ist allerdings die Frage nach der Prioritätensetzung der Geldpolitik im Spannungsfeld zwischen hartnäckiger Inflation und heraufziehender Rezession. In diesem Kontext wird es beiderseits des Atlantiks zunächst noch zu weiteren Leitzinserhöhungen kommen. Dass dies jedoch nicht generell negativ für Anleihen sein muss, sondern in einzelnen Teilsegmenten durchaus Chancen bietet, zeigen wir im Folgenden.

Staatsanleihen: Laufzeitenmanagement ist gefragt

Wie erwartet waren sichere Staatsanleihen im dritten Quartal keine gewinnbringende Anlage. Zwar verkehrte sich der Abwärtstrend des ersten Halbjahres sowohl in Europa als auch in den USA vorübergehend in sein Gegenteil, für eine nachhaltige Wende zum Positiven allerdings reichte es letztlich nicht. Die im Euroraum

Ausgesuchte sichere Staatsanleihen mit positivem Ertragspotenzial

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



Zeitraum: 19.09.2017-19.09.2022

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

bevorstehende Rezession und die energiepreisbedingt noch einmal steigenden Inflationsraten senden auch für den Herbst keine eindeutigen Signale. Am kurzen Ende sollten die Zinsanhebungen der Europäischen Zentralbank zu höheren Renditen führen, während längerlaufende Anleihen einerseits negativ auf das anziehende Preisniveau reagieren, andererseits aber im konjunkturellen Abschwung gefragt sein werden. Auch die unverändert bestehenden geopolitischen Risiken stützen das längere Laufzeitensegment. Insgesamt dürften sich die US- und die europäischen Renditestrukturkurven verflachen. In unseren Strategien haben wir entsprechend die Position in längeren US-Staatsanleihen durch ebensolche in europäischen Staatspapieren hoher Bonität ergänzt.

Unternehmensanleihen: wie gewonnen, so zerronnen

Als von nur kurzer Dauer erwies sich der Ansatz einer sommerlichen Erholungsrallye bei Unternehmensanleihen. Nach einer hoffnungsfrohen Phase sinkender Risikoprämien kippte die Stimmung jedoch angesichts hoher Energiekosten und einer nach wie vor unsicheren Versorgungslage bereits Mitte August wieder (linke Abbildung auf der folgenden Seite). Solange Letztere in Europa fragil bleibt und die Inflationszahlen nicht nachhaltig sinken, erwarten wir, dass auf kurze Sicht die negativen Faktoren die Überhand behalten und für weitere Ausweitungen bei Renditeaufschlägen sorgen. Mittelfristig bleiben wir dagegen konstruktiv gestimmt. Die Bilanzen der Unternehmen präsentieren sich aufgeräumt und Liquiditätsreserven sind ausreichend vorhanden. Außerdem deuten bisher weder die Entwicklung der Ausfallraten noch der Rating-Trend auf eine signifikante Eintrübung hin. Auch haben Zins- und Risikoprämienentwicklung im Investmentgrade-Segment für

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	19.09.2022	30.06.2023		31.12.2023	
	Aktuell		 *		 *
USA					
Leitzins	2,25-2,50	4,25-4,50	4,00	3,75-4,00	4,10
10J US-Rendite	3,49	3,50	3,17	3,70	3,18
Eurozone					
Leitzins	1,25	2,50	2,29	2,50	2,53
10J Bund-Rendite	1,80	2,50	1,67	2,70	1,62
Großbritannien					
Leitzins	1,75	3,00	2,90	2,50	3,00
10J Gilts-Rendite	3,13	3,40	2,73	3,50	2,51

* Durchschnitt, Konsens per 19.09.2022.

Quelle: Bloomberg

attraktive Einstiegsniveaus von aktuell rund 3,3% gesorgt. Besonders Augenmerk legen wir in einem Wirtschaftsabschwung auf die Emittentenanalyse. Unverändert meiden wir eher zyklische Sektoren und besonders energieintensive Unternehmen. Dagegen bevorzugen wir weiterhin Finanzanleihen substanzstarker europäischer Banken und Versicherer. Speziell im Nachrangbereich lassen sich am kurzen Ende aufgrund der ausgeprägten Marktiliquidität attraktive Einstiegschancen identifizieren.

Schwellenländeranleihen in Lokalwährungen bleiben vorn

Im Laufe des dritten Quartals kam es zu einer breiten Erholung in Schwellenländeranleihen. Dennoch erscheint das Erreichen einer absolut positiven Wertentwicklung noch in diesem Jahr fraglich, da eine Rezession in Europa und den USA zwar fallende risikolose Zinsen erwarten ließe, aber auch mit sich ausweitenden Risikoaufschlägen einherginge. Der immer noch hohe Grad an Risikoaversion ist ungleichmäßig verteilt, sowohl auf Länderebene als auch zwischen Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung bzw. Staatspapieren in Lokalwährung. Insbesondere das letztgenannte und von uns bereits in jüngerer Vergangenheit favorisierte Segment konnte sich in diesem Jahr deutlich positiv von seinem Pendant in Hartwährung abheben. Wir erwarten, dass sich dies auch im letzten Quartal fortsetzen und die aktive Positionierung in der Währungskomponente trotz bereits stark gestiegener lokaler Renditen der für die Wertentwicklung bestimmende Treiber bleiben wird. Wenn in vielen Schwellenländern die Leitzinserhöhungszyklen auslaufen und die Inflationserwartungen ihren Höhepunkt erreicht haben werden, wird die laufende Rendite mittelfristig an

Bedeutung gewinnen – insofern erscheint uns eine sukzessive Erhöhung der Duration bei Lokalwährungsanleihen opportun. Aus markttechnischer Sicht stimmt uns die niedrige Investorenpositionierung positiv. Wir sehen den größten Teil der durch die Marktverwerfungen verursachten Kapitalabflüsse hinter uns liegend. Auch die Risikoaufschläge sind trotz der Erholungsbewegung im Juli und August noch auf attraktiven Niveaus. Ein Einstieg insbesondere in Länder mit wenig Sensitivität gegenüber US-Renditen und nur geringen über die kommenden ein bis zwei Jahre ausstehenden Verbindlichkeiten erscheint lohnenswert. Zu guter Letzt sollte die allgemeine Emissionstätigkeit trotz saisonal bedingt höherer Aktivität überschaubar bleiben, was die Anlageklasse zusätzlich unterstützt.

Fazit: Chancen in mehreren Anleihebereichen vorhanden

Im Segment sicherer europäischer Staatspapiere halten wir in Erwartung sich verflachender Renditestrukturkurven das längere Laufzeitsegment für interessant, Gleiches gilt für Schwellenländeranleihen in lokaler Währung mit schrittweisem Auslaufen des Zinserhöhungszyklus dort. Für Letztere sprechen attraktive Risikoprämien, niedrige Positionierung und eine eher geringe Emissionsaktivität – das Segment bleibt unser Favorit. Europäischen Unternehmensanleihen gegenüber sind wir zunächst generell noch vorsichtig, allerdings gefallen uns kurze Nachrangpapiere und substanzstarke Emittenten aus dem Finanzsektor.

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

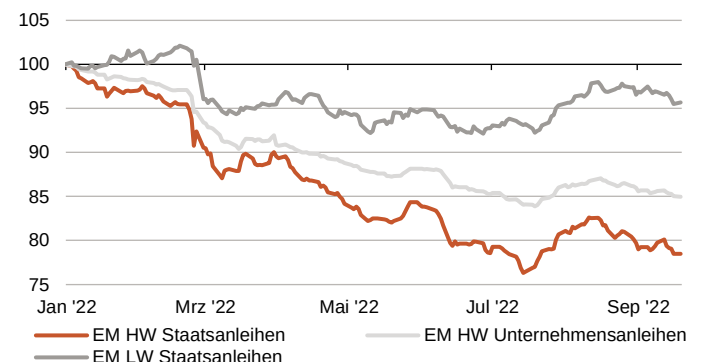
Unternehmensanleihen: Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer

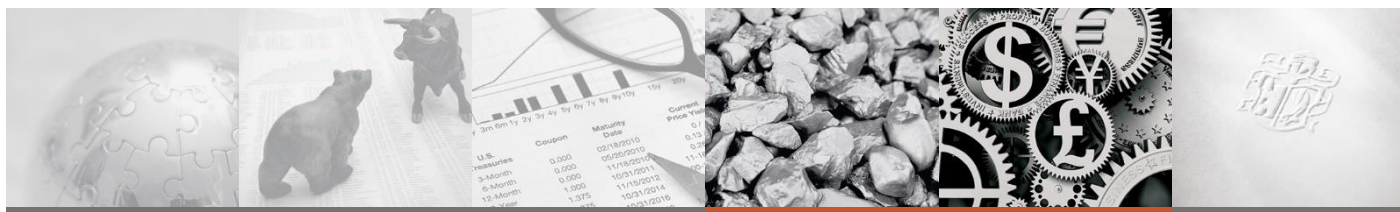
Nach einer zunächst freundlichen Phase ab Anfang Juli zogen die Risikoprämien („Spreads“) im Euro-Investmentgrade-Segment (IG) ab Mitte August wieder an



Schwellenländer: Lokalwährungen bleiben favorisiert

Im dritten Quartal weitete sich die bessere Wertentwicklung von Lokalwährungs- (LW) gegenüber Hartwährungspapieren (HW) noch aus - Fortsetzung erwartet





ROHSTOFFE MIT AUFWÄRTSPOTENZIAL

Milde Rezession bedeutet keinen Nachfrageeinbruch

Der Ölmarkt gab im dritten Quartal alle Gewinne seit Beginn der russischen Invasion in der Ukraine wieder ab – vom Hochpunkt im Juni bis Ende August fiel der WTI-Ölpreis um knapp 27%. Grund für den Preisverfall waren der starke US-Dollar, eine coronabedingt schwächere Nachfrage aus China sowie Rezessionsorgen. Für den weiteren Ölausblick ist die Schwere einer etwaigen Rezession entscheidend. Bei einer milden Rezession nimmt zwar das Nachfragewachstum ab, kollabiert aber in der Regel nicht. Die sich zuspitzende Energiekrise in Europa dürfte zudem auf der Nachfrageseite den Ölpreis durch die Umstellung von Gas auf Öl unterstützen. Angebotsseitig bleibt die Situation weiterhin angespannt. Während ein mögliches Iran-Abkommen das Angebotsdefizit zwar abmildern würde, dürfte die Wiederaufnahme von Produktionskürzungen der OPEC+ die Angebotssituation deutlich verschärfen, zumal ab November die USA nach aktuellem Stand keine weiteren strategischen Reserven freigeben werden. Bei Rohöl erwarten wir kurzfristig weiterhin eine erhöhte Volatilität, mittelfristig aber tendenziell höhere Preise.

Gold im Bann der Fed-Politik

Nach fünf Wochen Aufwärtstrend erlitt Gold Mitte August eine Trendumkehr. Die restriktivere Fed-Politik führte zu einem deutlichen Anstieg des US-Dollars und der langfristigen Realzinsen. Ausblickend dürfte die Richtung des Goldpreises stark von der Fed abhängen. Sollte die Fed aufgrund hartnäckiger Inflationsraten weiterhin restriktiv bleiben, dürfte es Gold schwierig haben. Sollten jedoch Rezessionsorgen die Überhand gewinnen, könnte Gold bei fallenden Realzinsen steigen. Gold birgt somit bei bereits geringer Anlegerpositionierung, insbesondere der geringen Netto-Futures-Position spekulativer Anleger, positives Überraschungspotenzial.

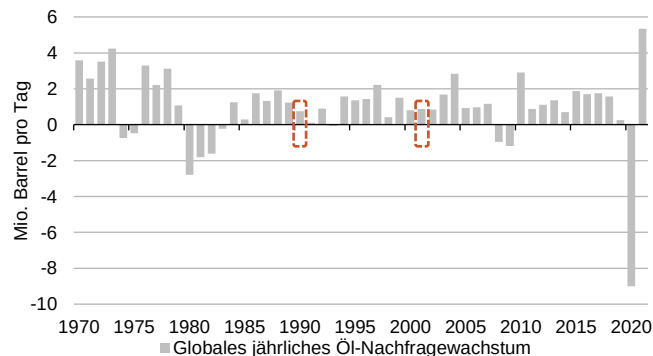
Industriemetalle - langfristige Treiber intakt

Industriemetalle haben sich im August stabilisiert. Eine sengende Hitzewelle in China führte zu Stromengpässen und belastete den Betrieb von Metallwerken, was die Befürchtung von Betriebsstörungen verstärkte. Die Energiekrise beeinträchtigt bereits die Metallproduktion in Europa. Während Metalle kurzfristig bei restriktiver Fed durch den stärkeren US-Dollar und die anhaltenden Rezessionsorgen belastet bleiben dürften, bleiben die langfristigen Treiber wie die Dekarbonisierung nicht nur weiter intakt, sondern nehmen Fahrt auf. Zudem könnte eine wieder freundliche Wirtschaftspolitik Chinas im Zuge des Parteitags im November für Unterstützung sorgen.

Philina Kuhzarani, Analyst Multi Asset Strategy & Research

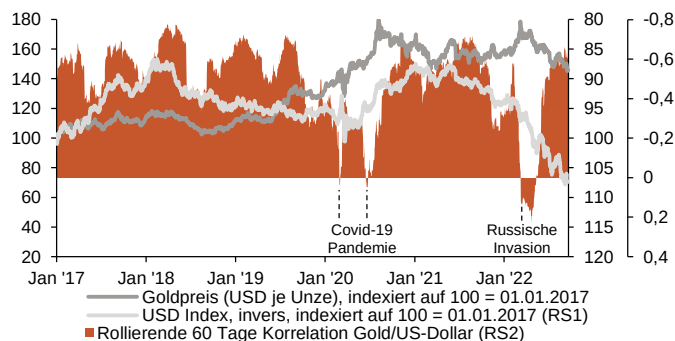
Ölmarkt bei milder Rezession nur mit leichtem Nachfrageeinbruch

Bei einer milden Rezession wie 1990 und 2001 wäre das globale Ölnachfragewachstum zwar belastet, aber würde nicht kollabieren



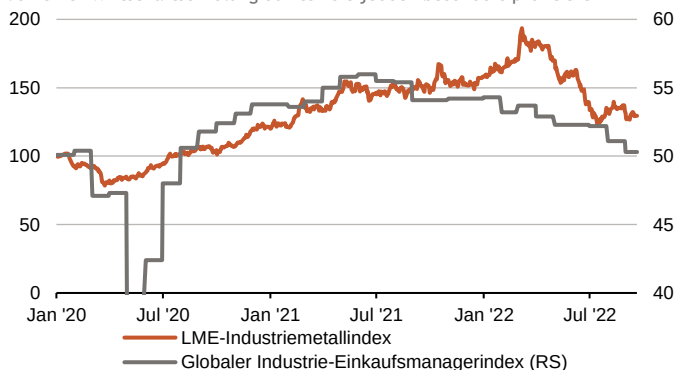
US-Dollar bestimmte jüngst den Goldpreis

Mit einer Korrelation von knapp -0,6 litt der Goldpreis stark unter der massiven US-Dollar-Aufwertung. Lediglich bei Krisenzeiten drehte das Verhältnis ins Positive



Industriemetalle von globalem Wirtschaftsabschwung getrieben

Industriemetalle dürften vorab durch trübe Wirtschaftsdaten belastet bleiben. Von einer Wirtschaftserholung dürften sie jedoch besonders profitieren





SCHWIERIGE ZEITEN FÜR DEN EURO

Politisches und wirtschaftliches Umfeld belasten den Euro

Die Gemengelage aus politischer Unsicherheit, turmhohen Energiepreisen und einer zu lange sehr zögerlichen Europäischen Zentralbank haben den Euro im vergangenen Quartal weiter geschwächt und gegenüber dem US-Dollar bis unter die Parität gedrückt. Auf dem aktuellen Niveau mag der Euro gemessen an fundamentalen Kriterien unter- und der US-Dollar überbewertet sein, aber der Wechselkurs bildet die aktuelle Stimmung und die Risiken in Wirtschaft und Politik recht gut ab. Während Europa mit erheblichen Energieversorgungsrisiken und extrem gestiegenen Energiepreisen in den Herbst startet, ist die Situation in den USA weit aus entspannter. Die USA sind bei der Energieversorgung nicht auf russisches Gas angewiesen und müssen nur einen Bruchteil der europäischen Preise für Energie zahlen. Die wirtschaftlichen Folgen der europäischen Energiekrise sind noch nicht absehbar, insofern ist es sehr verständlich, dass Kapital derzeit eher in den US-Dollar und andere sichere Anlagehäfen fließt.

Immerhin hat sich die EZB inzwischen eindeutig für den Kampf gegen die Inflation positioniert. Nach der ersten Zinserhöhung im Juli um 50 Basispunkte hat die EZB im September einen noch größeren Schritt um 75 Basispunkte gemacht. Abgesehen von diesen Zinserhöhungen hat sich auch die Rhetorik der EZB-Führung verändert. Sie ist erkennbar darum bemüht, verlorengegangenes Vertrauen zurückzugewinnen. Ob das schnell gelingt, muss sich noch zeigen. Die Inflation wird auf kurze Sicht eher durch politische Preisbremsen gedämpft, als durch die Zinserhöhungen – denn die geldpolitische Transmission braucht ihre Zeit.

In diesem Jahr erwarten wir keine großen Sprünge mehr vom Euro. Erst für das kommende Jahr sehen wir ein gewisses Erholungspotenzial für die Gemeinschaftswährung.

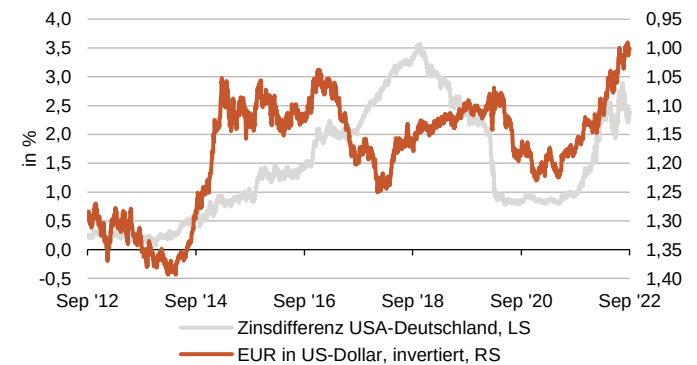
Schweizer Franken weiter bärenstark

Die Schweizer Nationalbank (SNB) hat dem ohnehin schon starken Franken mit einem unerwarteten Zinsschritt im Juni noch weiteren Rückenwind verliehen. Hinzu kommt, dass die SNB einen starken Franken nun nicht mehr als Belastung für die Wirtschaft sieht, sondern als willkommenen Helfer gegen weiter steigende Inflationsraten: Je stärker die Währung ist, umso günstiger können Waren aus dem Ausland importiert werden. Die Inflationsrate bewegt sich mit knapp 3,5% im August noch auf moderatem Niveau. Allerdings ist der Anteil der administrierten Preise in der Schweiz mit 28,7% hoch (Eurozone: 12,6%). Es könnte also sein, dass der Staat das Preisniveau durch seine Eingriffe künstlich drückt.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

EUR/USD: Der Euro kämpft um die Parität

Der Eurokurs hat auch an der magischen Marke von 1,00 US-Dollar je Euro nicht halt gemacht. Kann sich der Euro hier zumindest stabilisieren?



Zeitraum: 19.09.2012-19.09.2022
Zinsdifferenz 2-jähriger Staatsanleihen. Quelle: Macrobond

EUR/CHF: Die Schweiz setzt auf einen starken Franken

Kehtwende der Schweizerischen Nationalbank: starker Franken nun als Inflationsdämpfer erwünscht



Zeitraum: 19.09.2012-19.09.2022
Quelle: Macrobond

Wechselkursprognosen

Euro: moderates Aufwärtspotenzial im kommenden Jahr

Wechselkursprognose	19.09.2022	30.06.2023	31.12.2023
	Aktuell	Ø*	Ø*
EUR/USD	1,00	1,05	1,10
EUR/GBP	0,88	0,85	0,85
EUR/CHF	0,97	1,02	1,04
EUR/JPY	144	142	145

Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-4,5	1,3	-8,9	-2,7
GBP	-	3,2	2,0	3,2	0,8
CHF	-	-5,2	0,7	-7,0	-1,3
JPY	-	1,1	5,5	-1,0	5,2

* Durchschnitt, Konsens per 19.09.2022
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT KATHARINA RAATZ

Frau Raatz, Sie sind Portfoliomanagerin für Micro und Small Cap Equities. Was fasziniert Sie an Ihrer Arbeit?

Mein Beruf ist sehr vielseitig, denn er umfasst die Analyse unterschiedlichster Geschäftsmodelle und der Marktlage, die Portfoliokonstruktion und den Austausch mit unseren Kunden. Meine Aufgabe besteht darin, die attraktivsten Investmentideen gemäß Risiko-Rendite-Erwartung aus einem Investmentuniversum von mehr als 12.000 europäischen und internationalen Aktien zu selektieren. Zu den spannendsten Geschäftsmodellen gehören beispielsweise ein Produzent von OTC-Eisenmangelpräparaten, ein Beratungsunternehmen im Bereich robotergesteuerter Prozessautomatisierung und eine Kreativagentur für die Entwicklung von Parfumkonzepten – das zeigt die Vielfalt. Neben unseren Portfoliounternehmen analysieren wir auch deren Kunden, Zulieferer oder Wettbewerber, um Quervergleiche zu ziehen. Das verdeutlicht, was die Herausforderung eines Portfoliomanagers ist: auf der einen Seite die Marktbreite, sowohl auf Mikro- als auch Makroebene, und auf der anderen Seite die Tiefe, also die Details der Werttreiber relevanter Unternehmen, abzudecken. Neben der Analyse der Geschäftsmodelle ist es wichtig, die Marktphase zu verstehen und zu antizipieren, denn nicht jedes Qualitäts- und Wachstumsunternehmen bietet zu jedem Zeitpunkt das gleiche Potenzial hinsichtlich risikoadjustierter Rendite.

Was ist der besondere Reiz an Nebenwerten? Warum sollten Anleger in Micro und Small Caps investieren?

Der Reiz an Micro- und Small-Cap-Unternehmen ist die hohe Marktineffizienz, die wir gezielt nutzen, um einen nachhaltigen Mehrwert für unsere Kunden zu schaffen. Diese Ineffizienz zeigt sich schon bei der sehr zeitaufwendigen Informationsbeschaffung. Viele Nebenwerte berichten vierteljährlich nur eine Auswahl an Finanzkennzahlen oder nur in Landessprache. Darüber hinaus gibt es häufig keine Informationen, die von Analysten zur Verfügung gestellt werden. Die für uns wichtigste Informationsquelle ist daher der direkte Austausch mit den Managementteams. Im Schnitt hat jeder Portfoliomanager aus unserem Team 200 Managementmeetings im Jahr.

Neben der Marktineffizienz reizt mich auch die Dynamik. Das durchschnittliche Gewinnwachstum unserer Portfoliounternehmen beträgt 20% p. a. Das spiegelt die sehr hohe Innovationskraft und die gute Marktpositionierung wider. Wir fokussieren uns auf kleine Unternehmen, die das Potenzial haben, die Standardwerte von morgen und übermorgen zu werden. Mit solch einer



Wachstumsdynamik gehen höhere Renditechancen, aber auch eine höhere Volatilität einher. Daher ist es wichtig, einen langen Investmenthorizont zu haben und das Risiko über ein striktes Einhalten von Investmentkriterien und eine hohe Diversifikation zu managen. Über eine mittlere bis lange Frist sollte ein Investment in Micro und Small Caps mit einer höheren durchschnittlichen absoluten und risikoadjustierten Rendite belohnt werden.

Sie haben im vergangenen Jahr den International Micro Cap Fonds gestartet. Was genau verbirgt sich dahinter?

Mit diesem neuen Konzept investieren wir in kleine Unternehmen in Nischenmärkten wie Australien, Neuseeland, Israel, Singapur und Südkorea sowie in unentdeckte Unternehmen in an sich effizienten Märkten wie den USA/Kanada und Japan.

Der Vorteil, über Ländergrenzen hinweg zu investieren, ist, dass wir die Anforderungen an Wachstums-, Qualitäts- und Bewertungsfaktoren höher setzen können. Denn wir vergleichen und diskutieren Unternehmen mit ähnlichen Wachstumstreibern innerhalb eines größeren Investmentuniversums. Die durchschnittliche gewichtete Marktkapitalisierung eines Portfoliounternehmens im



Berenberg International Micro Cap Fonds mit 600 Mio. EUR unterscheidet sich deutlich von bspw. der US-amerikanischer Wettbewerber mit 3 Mrd. EUR. Darüber hinaus können sich unsere Kunden der europäischen Nebenwertestrategien mit einem ergänzenden Investment in den Berenberg International Micro Cap Fonds diversifizieren: Die Korrelation ist mit rund 0,76 vergleichsweise niedrig.

Also ein völlig neues Konzept. Wie würden Sie Ihre Investmentphilosophie beschreiben?

Unsere Investmentphilosophie ist in allen Nebenwertenfonds die gleiche: Wir fokussieren uns auf kleinere und damit noch ineffizientere Unternehmen, die in ihrer strukturell wachsenden Marktnische eine hervorragende und dank hoher Markteintrittsbarrieren sehr gut verteidigte Marktposition unter Beweis gestellt haben. Das spiegelt sich in einem durchschnittlichen Gewinnwachstum von 20% p.a., einer Kapitalrendite von 20% und einer Nettokasseposition wider.

Wie wählen Sie Ihre Titel aus?

Bei der Selektion fokussieren wir uns auf die historischen Finanzkennzahlen, also insbesondere auf die Bruttomarge, die Aufschluss über die Preissetzungsmacht gibt, sowie auf die Cashflowgenerierung und Kapitalrenditen. Inwiefern diese Kennzahlen nachhaltig sind, analysieren wir anhand der Käufer- und Lieferantenstärke, der Wettbewerbsintensität im Nischenmarkt sowie der Gefahr durch neue Konkurrenten oder Substitutionsprodukte. Darüber hinaus gibt auch die Kapitalstruktur und Anreizstruktur des Managementteams Aufschluss darüber, wie ein Unternehmen geführt wird. In unseren aktiven Fonds achten wir darauf, dass die Unternehmen gesunde Bilanzkennzahlen aufweisen und über ausreichend Liquiditätsreserven verfügen. Dies ist häufig bei eigenümergeführten Unternehmen der Fall.

Small-Cap- und Micro-Cap-Unternehmen konnten sich den volatilen Märkten nicht entziehen, das spiegelt sich auch in der Performance der Fonds seit Jahresbeginn wider. Was waren die Gründe dafür?

Der Jahresauftakt war von einer hohen Unsicherheit und Volatilität geprägt. Bereits vor Kriegsbeginn in der Ukraine im Februar belastete die Erwartung einer schnelleren Abkehr von der expansiven Geldpolitik in den USA im Zusammenhang mit den bis dato steigenden Inflationserwartungen den Markt und insbesondere Wachstumsaktien. Zu einem deutlichen Zinsanstieg kam eine

signifikante Wirtschaftsabschwächung hinzu. Diese Kombination steigender Zinsen in einer sich andeutenden Rezession führte zu einem starken Abverkauf.

Die absolute und relative Performance unserer Fonds ist insbesondere auf die Marktstimmung zurückzuführen. Erfreulicherweise hat jedoch die deutliche Mehrheit unserer Portfoliotitel die Wachstumserwartungen der vergangenen Berichtssaison übertroffen. Das bestätigt unsere Einschätzung, dass die fundamentalen Treiber weiterhin intakt sind.

Wie gehen Sie mit dem aktuellen Marktumfeld um?

Wir nutzen das aktuelle Marktumfeld, um selektiv Aktienpositionen aufzustocken, die ohne fundamentale Begründung besonders stark gefallen sind. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass sich diese Strategie des antizyklischen Portfoliomanagements auszahlt.

Ich bleibe davon überzeugt, dass Micro und Small Caps mittel- bis langfristig eine höhere risikoadjustierte Rendite als Standardwerte bieten. Denn der Werttreiber der höheren Innovationskraft der kleineren, agileren und häufig strategisch geführten Unternehmen bleibt unverändert. Meiner Meinung nach bieten solche Korrekturen wie dieses Jahr gute Kaufchancen. Für den langfristigen Vermögensaufbau ist es wichtig, dass man sich in solchen Phasen nicht beirren lässt, also nicht im Zweifel verkauft, wenn die Panik an den Märkten am größten ist.

KURZVITA

Katharina Raatz ist seit 2013 Portfoliomanagerin für Small Cap Equities. Im Oktober 2017 startete sie zusammen mit Peter Kraus den Berenberg European Micro Cap Fonds und den Berenberg European Small Cap Fonds und im November 2021 zusammen mit dem Team den Berenberg International Micro Cap Fonds. Von 2013 bis 2017 war Katharina bei der DWS tätig. Sie absolvierte den Master of Science und den Bachelor of Science an der Universität Mannheim und ist seit 2017 CFA Charterholder.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income Euro

Verantwortet die Anlagestrategie für Euro-Anleihen und managt die Fonds Berenberg Euro Bonds und Berenberg Credit Opportunities

Matthias Born | Leiter Portfoliomanagement Aktien

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

Philina Kuhzarani | Analyst Multi Asset Strategy & Research

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

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfolio Manager Multi Asset

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

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

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

Dr. Jörn Quitzau | Senior Economist

Analysiert längerfristige Wirtschaftstrends und dabei insbesondere die Entwicklung an den Devisenmärkten

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

Verantwortet die Anlagestrategie für Emerging Markets Anleihen und globale Anleihen

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: 22. September 2022

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
multiasset@berenberg.de