



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

LÄNGER HÖHER

Die robustere Konjunktur und die standhaftere Inflation bergen das Risiko höherer Zentralbankzinsen für eine längere Zeit und damit einer stärkeren Wirtschaftsbelastung. Die Unsicherheit über Wachstum und Inflation bleibt deshalb ungewöhnlich hoch.

WENIGER ATTRAKTIV

Nach dem guten Jahresstart sind die Bewertungen von Aktien wieder höher, auch weil Gewinnerwartungen weiter reduziert wurden, und die Anlegerstimmung und -positionierung weniger pessimistisch.

ZÄH BIS ZUM HERBST

Die jüngst zähe Phase dürfte sich fortsetzen, denn Aktienpreisen bereits eine Konjunkturerholung ein. Die Anlegerpositionierung spricht hingegen immer noch gegen einen starken Einbruch. Wir sind mit mehr Anleihen defensiver aufgestellt als zu Jahresbeginn.

Q2 | 2023



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser, die Finanzmärkte sind zunächst fulminant in das neue Jahr gestartet, denn besser als erwartete Wirtschaftsdaten und rückläufige Inflation trafen auf pessimistische Anleger. Dies beflügelte Anleihen und besonders Aktien. Europäische Werte hatten die Nase vorne. Ein besseres Jahr hatten wir ja erwartet und auch, dass Aktien nach einer Bodenbildung im zweiten Halbjahr 2022 eine Erholung in das Jahr 2023 sehen dürften. Die Dynamik im Januar hat aber auch uns überrascht, ist doch das Potenzial von Aktien aufgrund fehlender Fantasie für eine deutliche Bewertungsausweitung und mangels Gewinnwachstums beschränkt. So näherten sich die europäischen Aktienindizes bereits Anfang Februar unseren Jahresendzielen, obwohl diese im Wettbewerbsvergleich bereits optimistisch waren. Die Rallye kam ab Februar dann auch mit wieder steigenden Anleiherenditen ins Stocken. Denn dank höher als erwartetem Wachstum und erwarteter Inflation drohen länger höhere Zentralbankzinsen und damit mittelfristig das Risiko einer doch deutlicheren Wirtschaftsabschwächung.

Die Inflation und die erwartete Zentralbankpolitik bestimmen damit bisher weiter das Finanzmarktgeschehen – Aktien und Anleihen entwickeln sich weitgehend im Gleichlauf. Zumindest die Gesamtinflation sollte in den kommenden Monaten dank Basiseffekten aber deutlicher fallen. Spannend wird es erst wieder später im Jahr bezüglich der Frage, wie weit die Inflation letztlich fällt – sie könnte mittelfristig höher bleiben, als viele denken. Der Anlegerfokus dürfte deshalb vorübergehend auf das Wirtschaftswachstum wechseln. China sollte hier in den kommenden Monaten Rückenwind erzeugen. Für die USA sind die Kernfragen, wie stark der Abschwung im zweiten Halbjahr ausfällt und welche Verwerfungen die Diskussion um das Anheben der Schuldengrenze erzeugen wird. Europa steht dazwischen und scheint aktuell an einer Rezession entlangzuschrammen. Ab dem Frühjahr erwarten wir hier eine Erholung. Die Unsicherheit hinsichtlich des Wachstums und der Inflation bleibt aber angesichts der vielfältigen Risiken, der länger höheren Zentralbankzinsen und des Fortgangs des Krieges, weiter überdurchschnittlich hoch.

Nach dem guten Jahresstart könnte an den Märkten damit das klassische Saisonmuster mit einem schwächeren Sommer eintreten, zumal die Aktienbewertungen gestiegen sind – auch weil die Gewinnerwartungen reduziert wurden – und die Stimmung und Positionierung weniger pessimistisch sind. Die Aktienmärkte preisen bereits eine globale Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr ein, während die Risiken für die Wirtschaft mit länger hohen Zentralbankzinsen zunehmen, wie die jüngsten Probleme einzelner regionaler US-Banken bereits zeigen. Entsprechend haben wir die Aktienquote, welche seit September neutral oder im Übergewicht gewesen ist, gegen Ende Februar auf ein leichtes Untergewicht zugunsten von Anleihen reduziert. Unser Fokus bleibt bei Aktien aus Europa und den Schwellenländern. Rohstoffe sind seit Jahresbeginn attraktiver geworden.

Im Insights-Interview ab S. 14 diskutiert unser Portfoliomanager Robert Reichle, wieso Emerging Markets ihn begeistern, wie sein Team arbeitet und warum Schwellenländeranleihen aktuell attraktiv sind. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Mehr Wachstum – höhere Zinsen	
Volkswirtschaft	Seite 6
Der Putin-Schock lässt nach	
Aktien	Seite 8
Wohl Seitwärtsmarkt bei Aktien bis auf Weiteres	
Anleihen	Seite 10
Gute Aussichten in allen Segmenten	
Rohstoffe	Seite 12
Rohstoffe langfristig mit Potenzial	
Währungen	Seite 13
Euro-Comeback mit Unterbrechung	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Robert Reichle	



MEHR WACHSTUM – HÖHERE ZINSEN

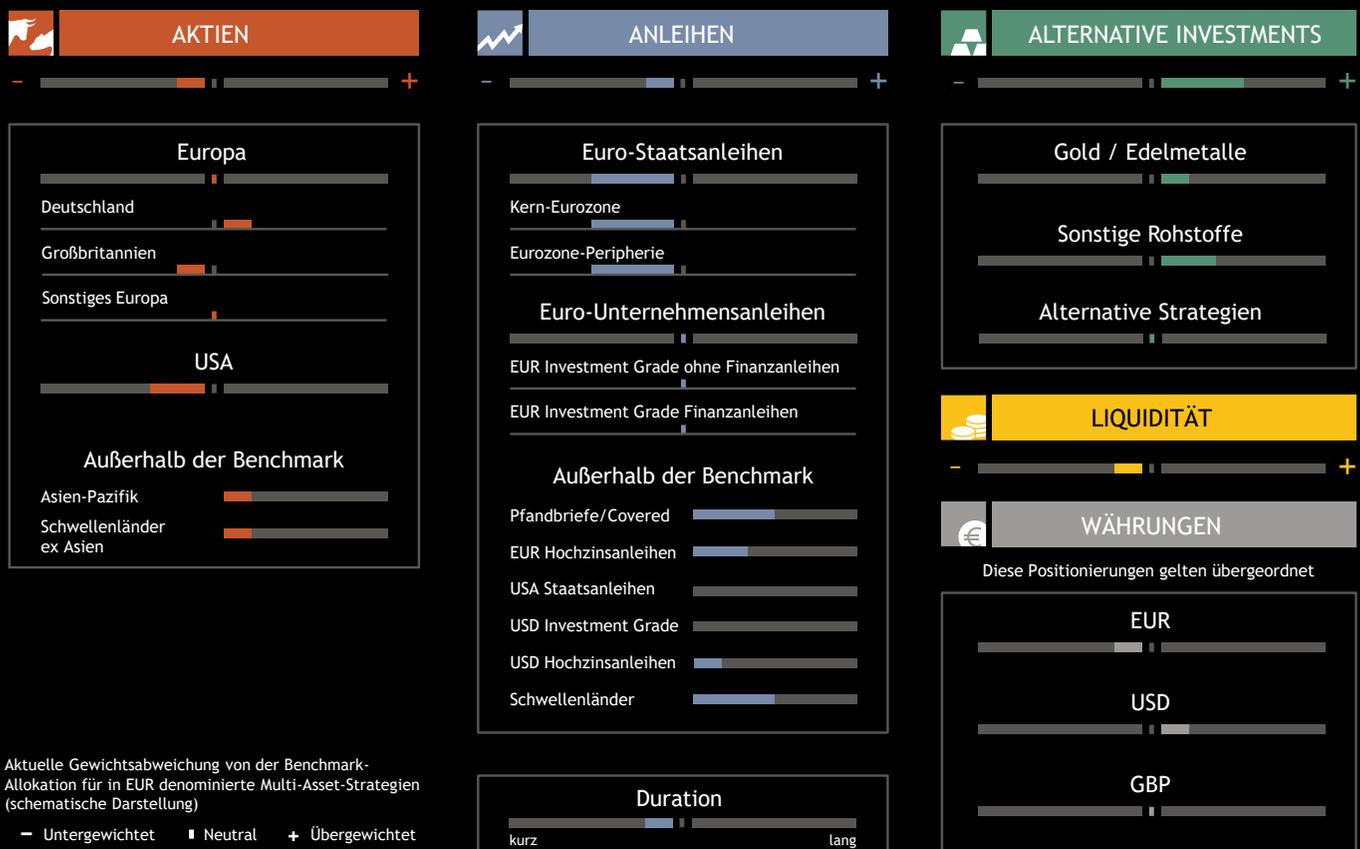
AUF DEN PUNKT

- Die Unsicherheit über Wachstum und Inflation bleibt ungewöhnlich hoch. Bisher erwiesen sich beide unerwartet robust. Es drohen höhere Zentralbankzinsen für länger.
- Die Wirtschaft in Europa und China dürfte sich im Frühjahr etwas erholen, während das Ausmaß des bevorstehenden Abschwungs in den USA völlig unklar ist.
- Solange das Bild nicht klarer wird, hält das Hin und Her an den Märkten an, zumal Bewegungen in beide Richtungen begrenzt scheinen – auf der einen Seite durch die fundamentale Entwicklung, auf der anderen durch die im Gros noch immer niedrige Anlegerpositionierung.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Aufgrund unseres Aktienfokus auf Europa und die Schwellenländer haben wir an der Aktienrallye zum Jahresstart partizipiert. Wir

sind dieser Entwicklung aber nicht hinterhergelaufen, sondern haben in mehreren kleinen Schritten die Aktienquote immer wieder in Richtung neutral reduziert. Später im Februar nahmen wir Aktien schließlich auf ein leichtes Untergewicht, durch eine weitere Reduktion von vergleichsweise teuren US-Aktien. Wir präferieren weiterhin Aktien aus Europa und den Schwellenländern. Im Gegenzug stockten wir kurzlaufende Euro-Anleihen auf, um auch den wiedererstarkten US-Dollar zur weiteren Reduktion unseres US-Dollar-Exposures zu nutzen. Bei Anleihen hatten wir die Duration nach den Renditeanstiegen im Februar nur noch leicht unterhalb von neutral positioniert. Der Schwerpunkt liegt weiter bei Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen. Unsere breite Aufstellung hat einen deutlichen Schwerpunkt bei Rohstoffen. Insbesondere Industriemetalle und Energierohstoffe haben aus unserer Sicht seit Jahresbeginn an relativer Attraktivität gewonnen. Zur Diversifikation haben wir zudem in vielen Strategien eine Position aufgebaut, die von einer Versteilung der US-Zinsstrukturkurve profitiert, nachdem diese deutlich invertiert hat.



Rückblick erstes Quartal: Januar zu gut, um nachhaltig zu sein

Es war lange unser Bild, dass Aktienmärkte im zweiten Halbjahr 2022 einen Boden ausbilden würden und dann mit dem Jahreswechsel eine Erholung sehen dürften, nicht zuletzt angesichts des vorherrschenden, starken Pessimismus. Deshalb waren wir trotz der vielfältigen Risiken bereits seit Ende Q3 2022 bei Aktien nicht mehr im Untergewicht. Auslöser der starken Entwicklung zu Jahresbeginn waren eine rückläufige Inflation sowie eine robustere Wirtschaft. Mit den im Februar wieder gestiegenen Anleiherenditen taten sich dann aber auch Aktien wieder schwerer und gaben ihre Gewinne teilweise ab. Letztlich hatten in Q1 aber Aktien die Nase vorne, insbesondere europäische Titel. Auch Anleihen zeigten generell positive Renditen, besonders Schwellenländeranleihen. Gold legte ebenfalls zu, während Industriemetalle und insbesondere Öl einen Teil der Gewinne des letzten Jahres wieder abgaben. Der EUR/USD-Kurs notiert nahezu unverändert.

Länger höher: Inflation und Geldpolitik weiter im Fokus der Märkte

Die Inflation ist zwar rückläufig, dies aber langsamer als erwartet, beispielsweise da Lohnanstiege den Basiseffekten bei Energie und Industriemetallen gegenüberstehen. Der Rückgang der Kerninflationrate könnte sich damit vorerst weiter in Grenzen halten. Im Februar stieg die Euro-Kerninflationrate gar von 5,3% auf 5,6%, während die Gesamtinflation nur leicht von 8,6% auf 8,5% zurückfiel. Die US-Kerninflationrate für Februar überraschte ebenfalls nach oben. Die Inflation bestimmt deshalb zusammen mit der Zentralbankpolitik unverändert das Kapitalmarktgeschehen – Aktien und Anleihen weisen einen deutlichen Gleichlauf auf. So

entwickeln sich die erwartete 10-jährige US-Realrendite, das heißt die Rendite 10-jähriger inflationsindexierter Staatsanleihen (TIPS), und der Aktienmarkt fast exakt konträr (mittlere Abbildung auf Seite 5). Die Aktienrallye zu Jahresbeginn war getrieben von um nahezu 50 Basispunkte gefallen Realrenditen im Zuge aufkeimender Hoffnung auf ein zügiges Ende der Zinserhöhungen durch die amerikanische Zentralbank. Ab Anfang Februar stiegen die Realrenditen jedoch zurück auf das Niveau vom Jahresstart, denn die Inflation erwies sich als hartnäckiger und die Wirtschaft als robuster (obere Abbildung auf Seite 5). Der Schock um den Ausfall zweier regionaler amerikanischer Banken Mitte März ließ die Realrendite dann kurzfristig einbrechen. Diese Entwicklung dürfte aber vorerst nicht nachhaltig sein, denn die in der Folge gegebene implizite Garantie der amerikanischen Behörden für Bank-einlagen stabilisierte die Situation zügig. Märkte dürften erneut länger höhere Inflation und höhere Zentralbankzinsen einpreisen.

Dieses Umfeld entspricht unserer Erwartung, dass die Inflationsentwicklung auch in den kommenden Jahren ein wesentlicher Treiber für die Märkte bleibt. Denn schließlich bestehen die Angebotsengpässe bei Rohstoffen und Arbeitskräften als Inflationstreiber mittelfristig weiter und dürften bei anziehendem Wachstum immer wieder zu steigender Inflation führen – die Inflation dürfte nicht nur strukturell höher sein, sondern auch deutlicher schwanken. Das bedeutet, dass bestenfalls temporär die Inflationsentwicklung in den Hintergrund tritt und der Marktfokus auf das Wachstum wechselt. Wir dürften uns damit weiter vornehmlich in einem Umfeld höheren Gleichlaufs von Aktien und Anleihen befinden.

Klare Gegenbewegungen zu 2022 bei Aktien, insbesondere aus Europa, Anleihen und Öl. Gold erneut mit positiver Rendite

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2022 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw. ¹
	YTD (31.12.22-14.03.22)	2022 (31.12.21-31.12.22)	14.03.22	14.03.21	14.03.20	14.03.19	14.03.18		
			14.03.23	14.03.22	14.03.21	14.03.20	14.03.19		
DAX	-12,3	9,4	9,4	-4,0	57,1	-20,3	-5,3	4,5	20,9
Stoxx Europa 50	-1,8	5,3	11,6	10,7	34,1	-16,7	7,2	8,1	16,9
Gold		4,1 5,9	-0,5	23,4	4,9	20,2	7,0	10,6	12,9
S&P 500	-13,0	2,2	-2,3	16,8	37,2	0,4	14,1	12,4	21,7
US-Staatsanleihen	-12,9	1,9	-6,8	-2,7	-2,9	13,2	3,3	0,6	4,6
EM-Staatsanleihen	-11,2	0,8	-3,4	0,5	1,3	2,3	12,4	2,5	8,4
Euro-Staatsanleihen	-11,8	0,8	-8,8	-3,5	1,7	1,7	1,5	-1,6	3,4
Euro-Unternehmensanleihen	-14,2	0,7	-8,6	-5,7	4,4	1,4	1,3	-1,6	3,6
Euro-Übernachteinlage	0,0	0,4	0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	0,0
USD/EUR	-0,3	6,2	1,9	9,3	-7,1	1,8	9,4	2,9	7,2
MSCI EM	-15,1	-1,2	-5,7	-13,0	43,3	-11,1	-3,5	0,2	17,2
Brent	-9,1	50,7	-6,1	88,6	57,3	-39,9	17,8	14,6	40,6

Zeitraum: 14.03.2018-14.03.2023

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



Harte, weiche oder keine Landung in den USA?

Ein temporärer Fokuswechsel der Märkte bleibt aber wahrscheinlich, wenn im Laufe des Frühjahrs und Sommers die Inflation aufgrund von Basiseffekten deutlicher fällt. Dann dürfte das Wirtschaftswachstum und damit die Frage, ob die US-Konjunktur eine weiche Landung oder vielleicht doch eine nennenswerte Rezession erleben wird, das Marktgeschehen dominieren. Dabei gilt, je länger sich die Wirtschaft als robust erweist und die Inflation und die Zentralbankzinsen hoch bleiben, desto härter könnte die Landung letztlich werden. Denn länger höhere Zinsen führen nicht nur zu Finanzierungsproblemen und Kreditausfällen, sondern auch zu Risiken auf dem Immobilienmarkt. Die Immobilienpreise sind bereits in vielen Regionen, zum Beispiel Australien, Neuseeland, Schweden oder Großbritannien, deutlich rückläufig. In den Sommer hinein dürfte zudem das politische Schauspiel im Rahmen der nötigen Anhebung der US-Schuldenobergrenze für Unruhe sorgen. Experten schätzen derzeit, dass der US-Regierung ohne Anhebung der Schuldengrenze im August oder spätestens September das Geld ausgehen wird. Das politische Gerangel könnte die Kapitalmärkte zumindest temporär belasten, wenn die Zeit ohne Einigung verstreicht. Das alles spricht zumindest für holprige Märkte während der Landung der US-Wirtschaft.

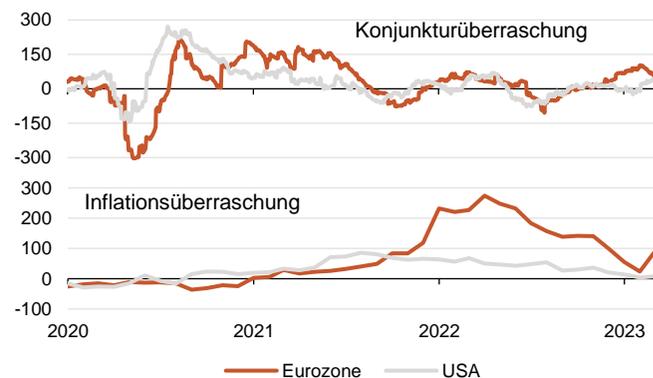
Wohl zähes Frühjahr und zäher Sommer an den Finanzmärkten

Die Entwicklung seit Jahresbeginn bekräftigt unser langfristiges Bild, dass die Zinswende vollzogen ist, die außergewöhnlich niedrigen Zinsen Vergangenheit sind und diese auch nicht schnell zurückkehren werden. Das lastet auf den Bewertungen aller Anlagen. Man sollte nicht davon ausgehen, dass Zinsen mittelfristig wieder Richtung null fallen und damit die Bewertungen von Aktien beflügeln, zumal Aktien bereits eine Konjunkturerholung eingepreist haben (untere Abbildung). Zudem dürften höhere Finanzierungs-, Lohn- und Materialkosten auf den Gewinnmargen lasten und damit das Gewinnwachstum begrenzen. Damit sind Anleihen und Rohstoffe mittelfristig vergleichbar attraktiv wie Aktien – alle Anlageklassen bieten damit für die kommenden Jahre positive Renditeerwartungen und diese liegen so nahe beieinander wie lange nicht, insbesondere bei risikoadjustierter Betrachtung. Das spricht weiter für eine breite, ausgewogene Aufstellung zur risikoreduzierenden Nutzung aller Diversifikationsvorteile, zumal auch die hohe Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Wirtschaft bei nun wieder weniger extremer Anlegerpositionierung gegen ein sehr fokussiertes Portfolio spricht. Wir erwarten dieses Jahr noch bessere Chancen, Risikopositionen wieder auszuweiten.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Länger höher: Wachstum und Inflation überraschen nach oben

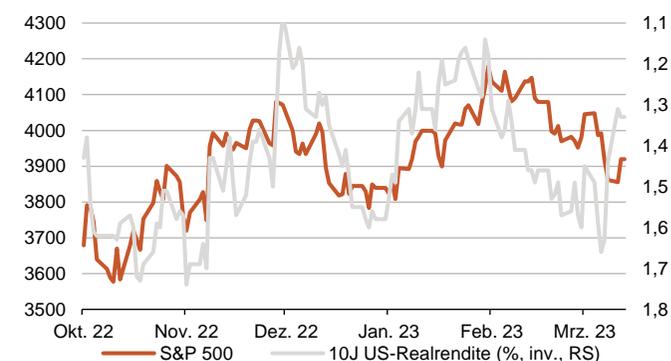
Konjunktur- und Inflationsdaten in den USA wie auch in der Eurozone waren in den letzten Monaten im Durchschnitt höher als vom Konsensus erwartet



Zeitraum: 01.01.2020-14.03.2023
Quelle: Bloomberg, Citi

Inflation und Geldpolitik bestimmen weiter die Finanzmärkte

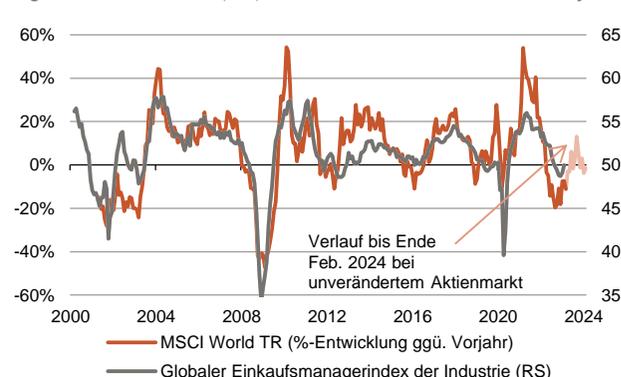
Realrendite 10-jähriger US-Staatsanleihen determinierte weiter die Richtung der Aktienmärkte



Zeitraum: 01.10.2022-14.03.2023
Quelle: Bloomberg

Aktienmarkt preist bereits Konjunkturerholung ein

Die Rallye globaler Aktien nimmt bereits einen Anstieg des globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie (PMI) auf deutlich über 50 im zweiten Halbjahr vorweg



Zeitraum: 01.01.2000-28.02.2024; Stand: 14.03.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



DER PUTIN-SCHOCK LÄSST NACH

AUF DEN PUNKT

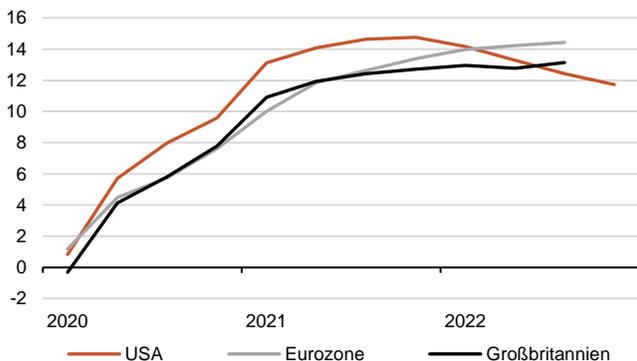
- Die Weltkonjunktur hält sich besser als befürchtet.
- USA: milde Rezession im Sommer, Aufschwung 2024.
- Europa: Der Putin-Schock lässt nach. Aufschwung in Sicht.
- Der Inflationsdruck geht zurück, vorerst aber nur langsam.
- Notenbanken treten weiter auf die Bremse – aber das Ende des Zinszyklus ist in Sicht.

Die Konjunktur bleibt robuster als erwartet

Die Weltwirtschaft ist offenbar besser ins Jahr 2023 gestartet als erwartet. In den USA greifen die Verbraucher auf die Zusatzersparnisse zurück, die sie während der Pandemie gebildet haben. Damit federn sie den Schock der hohen Inflation ab, der die Kaufkraft ihrer Einkommen schmälert. In Europa sind die Gasspeicher kurz vor Ende der Heizsaison noch so gut gefüllt, dass die Gaspreise am Markt erheblich nachgegeben haben und das Risiko eines Gasmangels kaum noch eine Rolle spielt. China hat die Herdenimmunität erreicht, allerdings auf die ganz harte Art. Das Land öffnet sich wieder. Dies wird der chinesischen Konjunktur kurzfristig einen spürbaren Schub verleihen, der auch etwas auf Chinas Handelspartner ausstrahlen wird. Allerdings haben nahezu alle großen Notenbanken ihre Zinspolitik Anfang 2023 noch einmal gestrafft und – zumindest in den USA und der Eurozone – weitere Schritte für die kommenden Monate in Aussicht gestellt. Da die radikale geldpolitische Wende ihre volle Wirkung erst im Verlaufe des Jahres entfalten dürfte, bleibt der Ausblick für die Weltwirtschaft vorerst noch verhalten.

Zusatzersparnis der Verbraucher

Bruttoersparnis der privaten Haushalte, die über das von den durchschnittlichen Sparquoten 2015-2019 implizierte Maß hinausgeht, in % des Konsums in 2022



Q1 2020-Q4 2022. Quellen: BEA, Eurostat, ONS, Berenberg

Europa: Der Ausblick hellt sich weiter auf

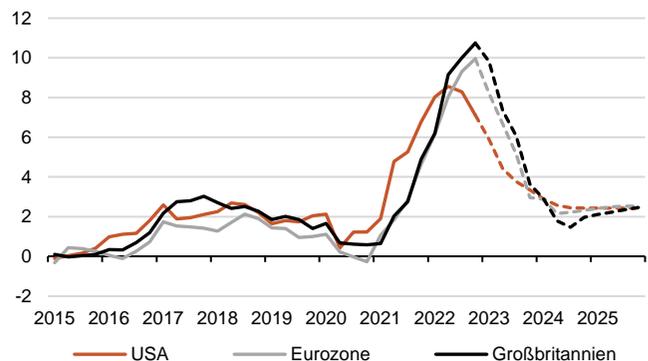
Die hohen Preise für Energie und Nahrungsmittel haben die europäische Konjunktur im Herbst und Winter hart getroffen. Nachdem die Verbraucher sich im Sommer nach zwei Jahren Corona eine gute Urlaubssaison gegönnt hatten, ist die Region im vierten Quartal kaum noch gewachsen. Auch für das erste Quartal 2023 zeichnet sich eine Stagnation ab. Angesichts der hohen Energiekosten schränken Verbraucher ihre Ausgaben für andere Güter ein. Auch die privaten Investitionen gehen zurück, vor allem im Wohnungsbau. Angesichts der weiterhin hohen Nachfrage nach Arbeitskräften steigt die Arbeitslosigkeit aber nur geringfügig. Die hohen Zusatzersparnisse der Verbraucher, der robuste Arbeitsmarkt und staatliche Hilfen verhindern eine Rezession, auch wenn in von der Reduktion russischer Gaslieferungen besonders betroffenen Ländern wie Deutschland und Italien die Wirtschaftsleistung im Winterhalbjahr wahrscheinlich leicht rückläufig war.

Neuer Aufschwung im Sommer 2023

Wenn der Winter überstanden ist und der Gasmarkt sich nach dem Ende der Heizperiode weiter entspannt, kann die Euro-Konjunktur nach der Winterstagnation im Sommer 2023 wieder anspringen. Ab dann könnte auch der Anstieg der Einkommen wieder oberhalb der Inflationsrate liegen, sodass die Verbraucher real wieder etwas mehr Geld in der Tasche haben. In der Außenwirtschaft hat Europa Glück. In diesem Sommer wird die vermutlich recht milde US-Rezession die Ausfuhren zwar bremsen. Aber der gleichzeitige Wachstumsspur in China kann dies ausgleichen. Angesichts gut gefüllter Speicher und eines geringeren Verbrauchs drohen für den kommenden Winter voraussichtlich weder ein Gasmangel noch eine erneute Explosion der Energiekosten. Die

Der große Inflationsbuckel

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %



Q1 2015-Q4 2025. Gestrichelt: Berenberg-Prognose. USA: CPI-U, Eurozone: HVPI, GB: VPI. Quellen: BLS, Eurostat, ONS, Berenberg



Eurozone kann dann wieder an die Dynamik der Zeit vor Kriegsbeginn anknüpfen. Nach einem verhaltenen Zuwachs der Wirtschaftsleistung um 0,7% im Jahr 2023 erwarten wir für 2024 ein Wachstum von 1,6%, das wäre etwas oberhalb des langfristigen Trends von etwa 1,3%. Für Großbritannien rechnen wir mit einem ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone, allerdings mit zwei Unterschieden. Als Folge der strafferen Fiskalpolitik und der höheren Zinsen wird Großbritannien wohl bis zum Frühjahr 2023 eine leichte Rezession durchmachen. Da die Regierung den Brexit-Streit mit der EU endlich beigelegt und damit ein wesentliches Investitionshemmnis ausgeräumt hat, kann die britische Konjunktur sich dann 2024 relativ rasch erholen.

Der transatlantische Unterschied – Europa erholt sich, USA schwächen sich vorerst ab

Hausgemachte Probleme in den USA

Anders als Europa leiden die USA vor allem unter einer hausgemachten Inflation. Mit ihrer späten, aber umso energischeren Zinswende wird die Fed die Nachfrage voraussichtlich so dämpfen, dass die US-Konjunktur zur Jahresmitte 2023 in eine milde Rezession fallen könnte – bei rückläufigem Konsum und weniger Investitionen vor allem im Wohnungsbau. Für das Wahljahr 2024 zeichnet sich dann ein erneuter Aufschwung ab, gestützt durch einen spürbaren Anstieg der real verfügbaren Einkommen und eine dann weniger straffe Zinspolitik. Chinas kurzer Spurt des Jahres 2023 dürfte Anfang 2024 allerdings mit einem Rückfall auf das nur noch geringe Trendwachstum von etwa 4% enden.

Die höchste Inflation seit 40 Jahren

Auf beiden Seiten des Atlantiks hat der Preisdruck seinen Höhepunkt offenbar überschritten. Während die Lohnzuwächse zunächst hoch bleiben, entlasten etwas geringere Preise für Benzin die Verbraucher. Da in den USA auch der Arbeitsmarkt allmählich an Schwung verliert, könnte auch der Lohndruck dort langsam abnehmen. Dagegen werden die Löhne in der Eurozone im Jahr 2023 wohl um 5% steigen, bevor der Lohndruck dann bei abnehmender Inflation im Jahr 2024 wieder auf etwa 4% zurückgehen dürfte.

Auch wenn der Inflationsdruck in den USA und Europa Anfang 2023 nur langsam abgenommen hat, werden die Jahresvergleichsraten auf beiden Seiten des Atlantiks bald spürbar sinken. In Europa fällt der Anstieg der Energiepreise des Jahres 2022 ab März schrittweise aus dem Vorjahresvergleich heraus. Gleichzeitig entspannen sich die bisherigen Lieferkettenprobleme. Auch Transportkosten sind gesunken. Das hilft, sowohl die Inflation zu dämpfen als auch die Auftriebskräfte der Konjunktur wieder zu stärken.

Zentralbanken steuern um - Zinsgipfel in Sicht

Damit die hohe Inflation sich nicht verfestigt, treten die Fed und die EZB auf die Zinsbremse. In den USA dürfte die Zentralbank den Leitzins bis Mai noch mehrfach anheben. Sobald die Fed genügend Anzeichen sieht, dass die konjunkturelle Schwächephase den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, wird sie dann die Zinsen wieder etwas senken, voraussichtlich beginnend Ende 2023. Die EZB könnte ihren Einlagensatz bis Juni 2023 auf 3,5% anheben, gefolgt von einer langen Pause.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2023		2024		2025		2023		2024		2025	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	0,6	0,8	0,7	1,2	2,2	2,0	4,3	4,1	2,6	2,5	2,4	2,4
Eurozone	0,7	0,5	1,6	1,2	1,5	1,5	5,7	5,6	2,4	2,4	2,5	2,2
Deutschland	0,1	0,0	1,6	1,2	1,6	1,5	5,9	6,2	2,4	2,6	2,5	2,1
Frankreich	0,7	0,5	1,7	1,0	1,7	1,4	5,5	5,0	2,3	2,4	2,5	1,9
Italien	0,6	0,5	1,1	0,9	1,1	1,2	6,5	6,6	2,3	2,2	2,5	2,0
Spanien	1,3	1,2	1,8	1,6	2,0	1,9	4,9	4,3	2,5	2,5	2,5	2,0
Großbritannien	-0,1	-0,6	1,5	0,9	1,7	1,5	6,6	6,6	2,0	2,4	2,3	2,0
Japan	1,3	1,1	1,2	1,1	1,6	1,0	2,7	2,2	1,2	1,2	0,8	1,1
China	4,7	5,3	4,2	5,0	3,9	4,4	2,0	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3
Welt*	1,8	-	2,3	-	2,5	-	-	-	-	-	-	-

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

** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 16.03.2023



WOHL SEITWÄRTSMARKT BEI AKTIEN BIS AUF WEITERES

AUF DEN PUNKT

- Gewinnerwartungen kamen seit Jahresanfang wie von uns erwartet weiter herunter. Mittlerweile wird global für 2023 kaum Wachstum erwartet, was wir für realistisch halten.
- Bewertungen sind folglich in der Breite gestiegen, auch wegen der Aktienrallye. US-Titel bleiben am teuersten bewertet.
- Wir erwarten in Q2 weder großes Aufwärts- noch Abwärts-potenzial, wobei die Risiken klar nach unten zeigen. Rohstoff-lastige Regionen/Segmente bleiben attraktiv.

Europäische Aktien im ersten Quartal deutlich vorne

Die Aktienmärkte sind famos in das neue Kalenderjahr gestartet – allen voran europäische Aktien. Ein Grund dafür war, dass das Ausbleiben einer Winterrezession viele pessimistische Anleger auf dem falschen Fuß erwischt hat. US-Aktien hatten hingegen tendenziell das Nachsehen. Robuste Konjunktur- und Inflationszahlen übten Druck mittels andauernd restriktiver Zentralbankpolitik auf die tendenziell hochbewerteten US-Aktien aus. Bei asiatischen Aktien waren Anleger nach der starken Performance zum Jahreswechsel auch erst einmal vorsichtig. Sie wollen abwarten, wie stark und positiv die Effekte von Chinas Öffnung nach dem Jahre andauernden Covid-19-Lockdown tatsächlich sind. Zudem gibt es Befürchtungen neuer Sanktionen gegenüber China durch die USA.

Gewinnerwartungen nun etwas realistischer

Die Analysten haben die Gewinnschätzungen in Q1 weiter nach unten revidiert, wie von uns erwartet. Steigende Löhne, höhere Re-

finanzierungskosten und eine erhöhte Unsicherheit über die Konjunkturaussichten belasten die Gewinnmargen. Unterstützen dürften hingegen die zuletzt positiven Konjunkturüberraschungen, vor allem in den USA. Eine starke Rezession ist damit zumindest kurzfristig unwahrscheinlicher geworden. Momentan geht der Markt von einem 2023er-Gewinnwachstum von knapp 1% für die Industrienationen und einer Gewinnrezession für die Schwellenländer ggü. dem Vorjahr aus. Entsprechend denken wir, dass es von hier aus nur noch moderate Gewinnreduktionen geben dürfte. Die bald losgehende Q1-Berichtssaison dürfte mehr Klarheit bringen.

Kein Wirtschaftsabschwung mehr eingepreist

Trotz zunehmender quantitativer Drosselung der Zentralbanken und eines Einpreises der Anleihemärkte von mehr Zinserhöhungen in diesem Jahr kam es jüngst zu einer Bewertungsausweitung. Das Forward-KGV für den S&P 500 ist seit Oktober letzten Jahres von 16 auf 18 gestiegen, bei volatilen, aber gleichbleibenden 10J-Treasury-Zinsen. Damit sind US-Aktien nun wieder im Vergleich zur eigenen Historie überdurchschnittlich hoch bepreist. Europäische Aktien sind nach der deutlichen Rallye nun zwar auch teurer als im Oktober, aber immer noch günstig im Vergleich zur eigenen Historie. Sie preisen damit zumindest keinen Konjunkturoptimismus, jedoch auch keine Rezession ein. Bewertungstechnisch dürfte damit dieses Jahr kaum noch Luft nach oben sein, zumal einige bewertungsinsensitive Strategien wie CTAs nun bereits wieder deutlicher in (europäische) Aktien investiert sind.

Seitwärtsphase wohl bis in den Sommer hinein

Aber auch fundamental dürften die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Zwar dürfte die Wiederöffnung Chinas genauso unter-

Fast alle Aktiensegmente seit Jahresanfang gestiegen, allerdings große Spreizung - europäische Aktien und Zyklischer klar vorne

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in 2022 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.22-14.03.23)	■ 2022 (31.12.21-31.12.22)	14.03.22	14.03.21	14.03.20	14.03.19	14.03.18			
Euro Stoxx 50	-9,5	10,4	14,6	-0,5	51,2	-20,5	1,3	1,7	3,5	12,4
DAX	-12,3	9,4	9,4	-4,0	57,1	-20,3	-5,3	1,4	3,5	11,7
Stoxx Europa Zyklisch	-14,3	7,9	4,5	2,7	58,3	-22,8	-3,9			
Stoxx Europa Small 200	-24,0	5,8	-6,6	-1,3	58,8	-19,6	0,0	1,5	2,8	19,7
Stoxx Europa 50	-1,8	5,3	11,6	10,7	34,1	-16,7	7,2	2,3	3,5	13,0
MSCI Großbritannien	1,3 ⁶	1,3 ⁶	5,5	15,3	32,9	-26,4	9,6	1,6	4,4	10,1
Stoxx Europa Defensiv	0,0	2,3	5,5	14,7	27,8	-16,7	15,0			
S&P 500	-13,0	2,2	-2,3	16,8	37,2	0,4	14,1	3,5	1,8	17,9
MSCI USA Small Caps	-12,4	1,2	-2,9	-2,6	75,2	-18,2	11,2	1,7	1,9	17,9
MSCI EM Osteuropa	-81,1	1,1	-6,1	-76,3	37,9	-20,2	6,5	0,8	5,3	5,0
MSCI Japan	-11,2	0,8	-1,6	-5,0	43,7	-11,8	-2,2	1,2	2,7	12,9
MSCI EM Asien	-16,1	-0,8	-5,1	-16,9	47,5	-5,6	-3,5	1,4	3,2	11,8

Zeitraum: 14.03.2018-14.03.2023

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



stützen wie die bis dato robusten Konjunkturdaten in den USA und der Eurozone. Jedoch wirken die Effekte restriktiver Zentralbankpolitik tendenziell mit einer Zeitverzögerung von bis zu 18 Monaten, sodass sie wohl erst in H2 2023 deutlich sichtbar werden. Erste Anzeichen sieht man schon in Form schwächelnder Immobilienmärkte und anhand der Krise einzelner regionaler Banken in den USA. Gleichzeitig hat die relative Attraktivität von Anleihen gegenüber Aktien mit den gestiegenen Zinsen zugenommen – und dürfte vor allem Pensionskassen und Versicherungen dazu animieren, Aktien zu reduzieren und Anleihen aufzustocken. Von daher dürfte das Aufwärtspotenzial von Aktien vorerst klar begrenzt sein. Dafür spricht auch die typische Saisonalität. Nach einem guten Jahresstart kommt es häufig zu einem zähen Sommer. Auf der anderen Seite sind diese Punkte den meisten Anlegern bekannt, sodass sie bereits vorsichtig positioniert sind. Dies dürfte auch das Abwärtspotenzial der Aktienmärkte begrenzen. Für mehr Volatilität an den Märkten könnte hingegen neben der US-Schuldenobergrenze eine deutlich restriktivere Geldpolitik seitens der Bank of Japan sorgen, die ab April einen neuen Gouverneur hat. Sollten nämlich wider Erwarten die japanischen Zinsen stark steigen, würden viele Japaner ihr Geld im Ausland abziehen und auf dem heimischen Markt investieren – mit der Folge, dass die Zinsen weltweit weiter ansteigen dürften. Folglich haben wir vor allem teuer bewertete Aktienregionen wie die USA untergewichtet und sehen Potenzial bei günstiger bewerteten Regionen wie Lateinamerika, Großbritannien und der Eurozone, zumal die ersten beiden auch von einer Rohstoffherholung profitieren dürften.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

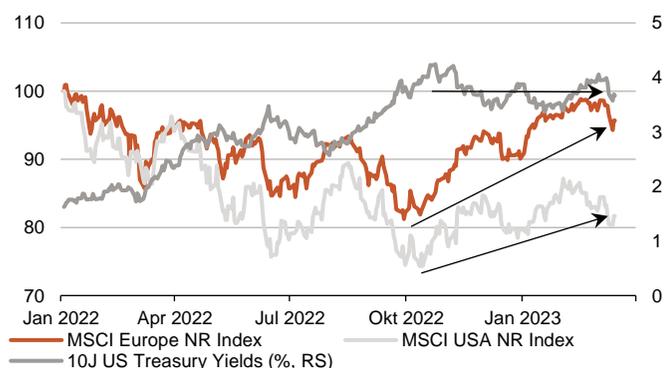
China ist wieder da

Zum Jahresauftakt zeigten sich die Unternehmensvorstände überwiegend optimistisch und überraschten damit eine weitestgehend pessimistische Investorenbasis. Das lässt sich auf eine anhaltend starke Nachfrage von Seiten der Konsumenten zurückführen, aber auch aus der Industrie berichtete man uns von sich erfreulich entwickelnden Auftragsbüchern. Die hohen Inflationen des vergangenen Jahres haben die Nachfrage bis dato also kaum belastet. Die Vorstände berichteten außerdem von einer positiven Entwicklung der Input-Kosten. Vor allem die Energiepreise haben sich in Europa überraschend schnell wieder normalisiert, was viele Unternehmen entlastet. Auch die große Verengung der Lieferketten hat sich weitestgehend aufgelöst. Eine besondere Euphorie ließ sich hinsichtlich der Geschäfte im Land der Mitte vernehmen. So konnten viele Unternehmen mit dem Auflösen vieler Covid-19-Restriktionen von einem merklichen Nachfragesprung aus China berichten. Davon profitieren vor allem Firmen aus der Konsumgüterindustrie, mit den Herstellern von Luxusgütern an der Spitze. Etwas länger dürfte es bei den Industrieunternehmen dauern, aber auch hier gibt man sich deutlich zuversichtlicher als noch vor Weihnachten. Vorsichtigeren Unternehmen bestätigen zwar eine erfreuliche Entwicklung der letzten Monate, verweisen aber gleichzeitig auf eine geringe Visibilität.

Matthias Born, CIO Aktien

Steigende Aktien(bewertungen) trotz unverändert hoher Zinsen

Net-Return-Indizes für MSCI Europa (EUR) und MSCI USA (USD) normiert, 03.01.2022 = 100, sowie die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen



Zeitraum: 03.01.2022-14.03.2023
Quelle: Factset, Berenberg

Prognoseübersicht: leichtes Aufwärtspotenzial bis Jahresende

Berenberg- und Konsensusprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2023 und zur Jahresmitte 2024

Indexprognosen	Aktuell			In 12 Monaten
	14.03.2023	31.12.2023	30.06.2024	
S&P 500	3.919	4.150	4.350	4.612
DAX	15.233	16.200	17.300	18.011
Euro Stoxx 50	4.179	4.350	4.700	4.898
MSCI UK	2.190	2.350	2.500	2.606
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	5,9	11,0	17,7
DAX	-	6,3	13,6	18,2
Euro Stoxx 50	-	4,1	12,5	17,2
MSCI UK	-	7,3	14,1	19,0

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 14.03.2023
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



GUTE AUSSICHTEN IN ALLEN SEGMENTEN

AUF DEN PUNKT

- Sichere Staatsanleihen bieten attraktive Verzinsungen, sind jedoch nicht ganz so interessant wie andere Segmente.
- Europäische Unternehmensanleihen bleiben auf hohem Renditeniveau gefragt, wir bevorzugen den Finanzsektor.
- Schwellenländeranleihen sind wieder en vogue, Lokalwährungstitel mit dem besten Chance-Risiko-Verhältnis.

Konstruktiver Jahresauftakt bleibt keine Eintagsfliege

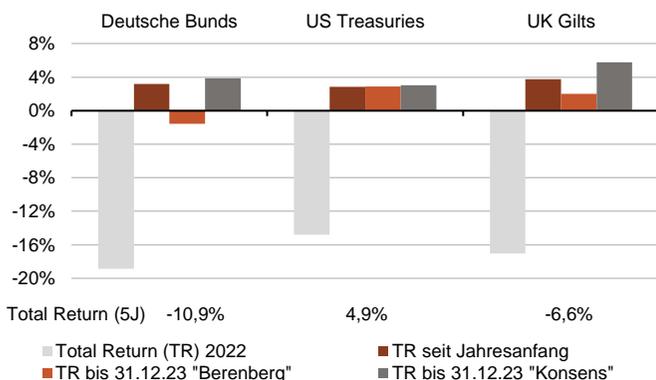
„Der Zins ist zurück“, schrieben wir in der letzten Ausgabe der „Horizonte“, und die ersten Wochen des Jahres bescherten denn auch vielen Segmenten eine steigende Nachfrage nach festverzinslichen Papieren. Auskömmliche Renditen und wieder interessante Kupons sorgen trotz zwischenzeitlicher Rückschläge für anhaltende Attraktivität. Wir rechnen für die kommenden Monate mit positiven Erträgen aus Anleihen.

Staatsanleihen wieder ertragbringend, USA bleiben vorn

Erwartungsgemäß setzten sich die Verluste des Vorjahres im sicheren Staatsanleihesegment während des ersten Quartals nicht fort. Zwar wurde die zum Jahresstart einsetzende Erholung ab Ende Januar zunächst ausgebremst, und die Renditen kletterten anschließend über die Niveaus hinaus, die sie zur Jahreswende innehatten, doch dann kehrte sich die Entwicklung erneut um. Im weiteren Verlauf sollte die laufende Verzinsung die Hauptertragsquelle darstellen, wobei eine Rolle spielt, dass sich die Inflation im

Sichere Staatsanleihen dürften selektiv wieder Geld abwerfen

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



Zeitraum: 16.03.2018-16.03.2023

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

angelsächsischen Raum früher als in der Eurozone auf den Rückmarsch macht. Dies führt neben einer Entspannung bei langlaufenden Anleihen auch zu einer Divergenz der Notenbankpolitiken. Die Fed und die Bank of England sollten ihre Leitzinsen nach weiterer Anhebung im zweiten Quartal schon in der zweiten Hälfte des Jahres wieder zu senken beginnen, die Europäische Zentralbank jedoch nicht. In der Eurozone erwarten wir bis zum Sommer in der Summe eine Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes auf 4%, ohne dass es in den Folgemonaten zu einer Wende kommt. Insgesamt hat das Segment klar an Attraktivität gewonnen, und in allen drei Währungsräumen werden wieder auskömmliche laufende Verzinsungen geboten.

Welcome back - Nachfrage nach Unternehmensanleihen steigt

Europäische Unternehmensanleihen im Investmentgrade-Segment konnten sich seit Jahresbeginn gut behaupten. Die attraktiven Risikoaufschläge und das gestiegene Renditeniveau zogen Investorengelder an. Dies führte zu einem leichten Rückgang der Risikoprämien. Auch wenn die Bewertung inzwischen etwas weniger attraktiv erscheint und das Potenzial für eine weitere Einengung der Renditeaufschläge begrenzt ist, halten wir an unserer positiven Gesamteinschätzung fest. Mit über 4% erreichten die Renditen von Unternehmenspapieren das höchste Niveau seit mehr als einem Jahrzehnt. Zudem zeigt sich, dass renditeorientierte Anleger, die im Negativzinsumfeld auf Alternativen ausgewichen sind, wieder Interesse an europäischen Unternehmensanleihen zeigen und damit die Nachfrage stärken. Diese wird teilweise durch die gut gefüllte Neuemissionspipeline gedeckt, und auch wir favorisieren weiterhin Neuemissionen, da sie einen Renditeaufschlag

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2023 und zur Jahresmitte 2024

	16.03.2023	31.12.2023		30.06.2024		
	Aktuell	🇺🇸	🇪🇺*	🇬🇧	🇬🇧*	
USA						
Leitzins	4,50-4,75	4,75-5,00	5,25	4,00-4,25	4,50	
10J US-Rendite	3,58	3,50	3,48	3,70	3,30	
Eurozone						
Leitzins	3,50	4,00	4,10	3,75	3,85	
10J Bund-Rendite	2,29	2,70	2,33	2,80	2,20	
Großbritannien						
Leitzins	4,00	3,75	4,25	3,00	3,80	
10J Gilts-Rendite	3,42	3,50	3,15	3,60	3,03	

* Durchschnitt, Konsens per 16.03.2023

Quelle: Bloomberg



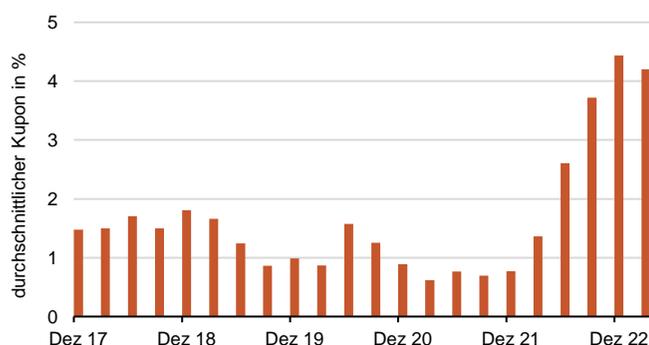
gegenüber ausstehenden Anleihen bieten. Zudem liegt ihr Kupon auf dem aktuellen Marktniveau, was nach Jahren sehr niedriger Kupons die Erzielung laufender Erträge stärkt (Abbildung unten links). Innerhalb der Unternehmensanleihen präferieren wir den Finanzsektor. Die Bilanzqualität europäischer Banken hat sich in den letzten Jahren deutlich verbessert. Neben einer deutlich höheren Eigenkapitalausstattung zeigt sich dies auch im Rückgang des Anteils notleidender Kredite, wie die aggregierten Daten der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde zuletzt bestätigt haben. Auch sind im Vergleich zu Industrieanleihen die Renditen von Finanzpapieren höher und die Laufzeitenrisiken geringer.

Schwellenländeranleihen: Vorteil Lokalwährungen

Schwellenländeranleihen befanden sich im ersten Quartal in einem Wechselbad der Gefühle. Während der Jahresauftakt noch vielversprechend verlief und im Rahmen einer allgemeinen Liquiditätsralle alle drei Anlagesegmente, das heißt sowohl Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung als auch Lokalwährungsanleihen, nach oben spülte, setzte nach den starken US-Arbeitsmarktzahlen mit steigenden US-Renditen und einem wiedererstarkenden US-Dollar Anfang Februar eine Umkehr ein. Die Tatsache, dass sich die Marktentwicklung nicht nur in der Auf-, sondern auch in der Abwärtsbewegung über alle Anlagesegmente hinweg als sehr homogen erwies, zeigt, dass die allgemeine Risikostimmung die dominierende Kraft für die Wertentwicklung darstellte bzw. dass der Markt von der Bewegung der US-Renditen und des US-Dollars bestimmt wurde, während individuelle Länder-, Sektor- oder Währungsrisiken hintenanstanden. Wir erwarten, dass sich dies

Euro-Unternehmensanleihen: Kupons sind endlich wieder attraktiv

Nach zuvor mageren Jahren tragen die Kupons von Neuemissionen auf aktuellen Niveaus wieder zur Stärkung ordentlicher Erträge bei Anlegern bei



Zeitraum: 31.12.2017-28.02.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Rating-Universum: Investmentgrade

spätestens im zweiten Halbjahr ändert und der Markt an Heterogenität gewinnt. In diesem Fall rechnen wir mit Performancevorteilen im Lokalwährungssegment. Die stark gestiegenen lokalen Renditen bieten im Vergleich zum Hartwährungssegment bei geringerer Duration bereits jetzt eine attraktive laufende Verzinsung („Carry“). Sollten die Zinserhöhungszyklen in den Schwellenländern früher als in den USA und Europa auslaufen, wird neben Carry auch Preisperformance wieder an Bedeutung gewinnen. Somit erscheint uns im Laufe des Jahres im Markt für Lokalwährungsanleihen eine sukzessive Erhöhung der Duration opportun, um an dieser Entwicklung zu partizipieren.

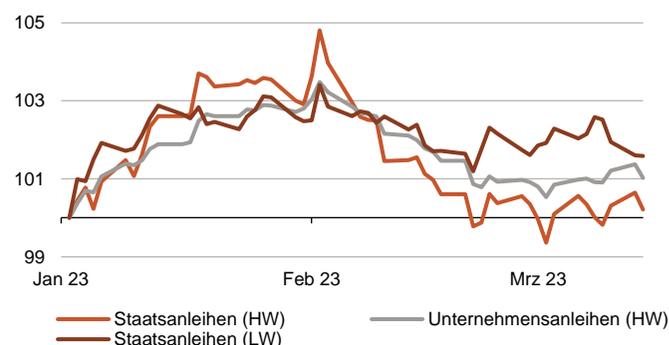
Fazit: Chancen in allen Segmenten

Nach der erfolgten „Rückkehr des Zinses“ sehen wir in allen drei hier besprochenen Anleihe-segmenten Opportunitäten. Sichere Staatsanleihen bieten wieder interessante laufende Verzinsungen, noch attraktiver allerdings ist der europäische Unternehmenssektor. Hier präferieren wir die Finanzbranche, außerdem partizipieren wir an Neuemissionen mit Renditeaufschlägen und auskömmlichen Kupons. Schwellenländer schließlich werden sich im weiteren Jahresverlauf heterogener als zuletzt entwickeln, wovon insbesondere Lokalwährungsanleihen profitieren sollten. Letztere sowie Unternehmenspapiere bleiben unsere Favoriten.

Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset
Felix Stern, Leiter Fixed Income Euro Ausgewogen
Robert Reichle, Leiter Fixed Income Global & Emerging Markets

Schwellenländer ungewohnt homogen, Lokalwährungspapiere vorn

Bisher fällt 2023 durch hohe Homogenität zwischen Hart- und Lokalwährungspapieren auf (HW, LW) - dies wird sich spätestens im zweiten Halbjahr ändern



Zeitraum: 02.01.2023-14.03.2023, indiziert auf 100 per 02.01.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



ROHSTOFFE LANGFRISTIG MIT POTENZIAL

Öl: Rückenwind bei Nachfrageerholung

Rohöl setzte seine Seitwärtsbewegung im ersten Quartal zunächst fort. Dabei schwankte der Preis für die Sorte Brent nachrichtengeleitet volatil um die Marke von 80 US-Dollar je Barrel und fiel jüngst sogar deutlich darunter. Die langsamer als erhofft anlaufende Nachfrageerholung in China, der mildere Winter im Westen sowie die weitere Freigabe von strategischen Ölreserven in den USA dämpften Preisfantasien. Zuletzt belasteten Rezessionsorgen im Zuge der Bankenkrise auch Öl. Auf der anderen Seite halten die Produzenten das Angebot knapp: Russlands geplante Kürzung um 0,5 Millionen Barrel pro Tag ab März addiert sich auf die OPEC-Kürzungen bis Jahresende. Während sich kurzfristig Angebot und Nachfrage die Waage halten, dürften Nachholeffekte in Asien den Ölpreis mittelfristig stützen – insbesondere Richtung Sommer, wenn die US-Driving-Season losgeht.

Gold: Aufwärtspotenzial fundamental begrenzt

Die Gold-Rallye zum Jahresstart wurde durch die starken US-Arbeitsdaten zunächst abrupt beendet. Die robusteren Konjunkturdaten festigten die Erwartungen eines „Higher for longer“-Szenarios der Fed. Damit kam es zu einer Talfahrt durch die Doppelbelastung des gestiegenen US-Dollars und Realzinsens. Mit den jüngst aufkeimenden Sorgen im Bankensektor gewann Gold allerdings wieder kräftig hinzu und stellte abermals seine besonderen Diversifikationseigenschaften unter Beweis. Die Diskussion um die US-Schuldenobergrenze und geopolitische Spannungen (Russland-Ukraine-Krieg, USA-China-Konflikt) stellen weitere Risiken dar. Fundamental dürfte das Aufwärtspotenzial allerdings begrenzt bleiben. Denn als ertragslose Anlage verliert Gold im Umfeld höherer Realzinsen gegenüber anderen sicheren Häfen wie Staatsanleihen an relativer Attraktivität. Erst bei einer Wende der Geldpolitik dürfte Gold nachhaltig profitieren.

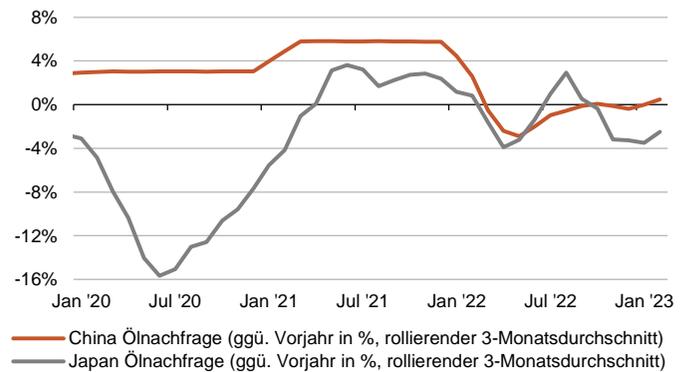
Industriemetalle: Aufgeschoben ist nicht aufgehoben

Nach der anfänglichen China-Euphorie zum Jahresstart gaben Industriemetalle nach den Anzeichen einer restriktiveren Fed und kurzfristig schwächeren Nachfrage in China die Gewinne (teilweise) wieder ab. Die Märkte warten auf konkretere Anzeichen einer Erholung der Nachfrage in China. Dennoch ist aufgeschoben nicht aufgehoben. Nach Anzeichen erster Besserungen (China PMI) dürfte eine nachhaltige Wirtschaftserholung in China neuen Schwung geben. Gleichzeitig weiten Produktionsschwierigkeiten und niedrige Lagerbestände das Angebotsdefizit aus und stützen langfristig.

Philina Kuhzarani, Analyst Multi Asset Strategy & Research

Nachholeffekte in Asien dürften Öl mittelfristig stützen

Chinas und Japans gesunkene Ölnachfrage bietet bei Nachholeffekten neuen Rückenwind

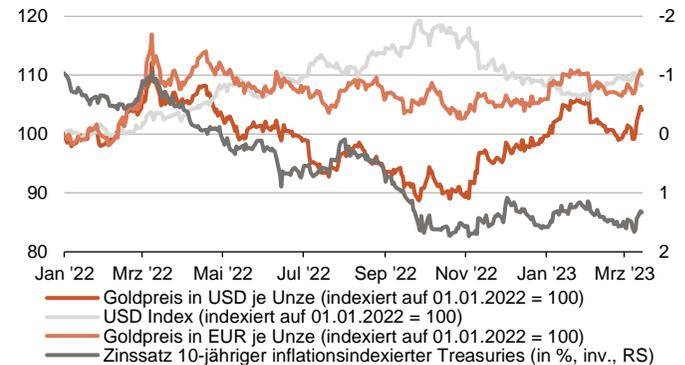


Zeitraum: 01.01.2020-28.02.2023

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Erst Gegen-, dann Rückenwind durch Realzinsen

Erst Gegenwind durch erstarkten US-Dollar und gestiegene Realzinsen nach anfänglicher Aufwärtsbewegung, jüngst wieder Rückenwind durch Risk-Off

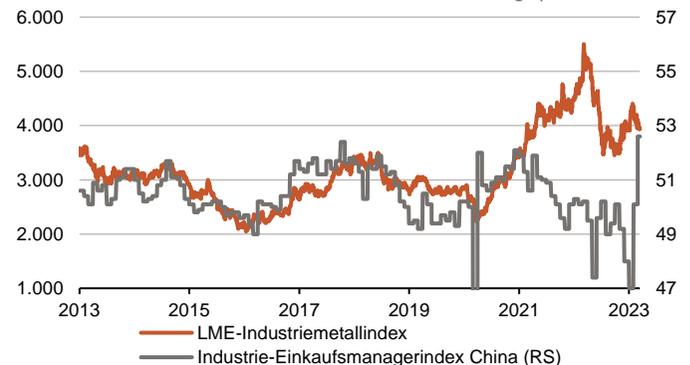


Zeitraum: 01.01.2022-14.03.2023

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Steigende Aktivität chinesischer Industrie unterstützt Metallpreise

Der Einkaufsmanagerindex der Industrie in China signalisiert wieder steigende Aktivität. Industriemetalle dürften von der höheren Nachfrage profitieren



Zeitraum: 01.01.2013-14.03.2023

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



EURO-COMEBACK MIT UNTERBRECHUNG

Starke US-Arbeitsmarktdaten unterbrechen Euro-Erholung

Der Euro konnte seine Erholung in den ersten Wochen des Jahres zunächst fortsetzen. In der Spitze stieg der Wechselkurs auf rund 1,10 US-Dollar je Euro. Doch die Aufwärtsbewegung wurde unterbrochen, nachdem die amerikanischen Arbeitsmarktdaten für Januar gemeldet worden waren. Der Arbeitsmarkt präsentiert sich in anhaltend starker Verfassung. Die Arbeitslosenquote war mit 3,4% auf das niedrigste Niveau seit über 50 Jahren gefallen. An den Märkten änderte sich dadurch die Erwartung für die amerikanische Geldpolitik, denn die US-Notenbank hat ein doppeltes Mandat: Neben Preisstabilität strebt sie auch einen hohen Beschäftigungsstand an. Da das Beschäftigungsziel bei einer Arbeitslosenquote von 3,4% als erreicht gelten kann, kann die Fed ihren Fokus noch stärker auf den Kampf gegen die Inflation richten. Die Marktteure stellten sich folglich auf eine deutlichere Straffung der Geldpolitik ein. Dies zeigte sich unmittelbar am Devisenmarkt: Nachdem die Arbeitsmarktdaten veröffentlicht waren, zog der Dollar an und der Eurokurs sank nach und nach Richtung 1,05 US-Dollar je Euro. Die weitere Entwicklung der Inflation und die Entwicklung der Konjunktur (und damit die Lage am Arbeitsmarkt) bleiben die wichtigsten Treiber am Devisenmarkt.

Wir sehen den Rücksetzer beim Wechselkurs EUR/USD als vorübergehend und nicht als generelle Trendwende an. Die extrem niedrigen Eurokurse unterhalb der Parität im Herbst 2022 waren neben der ausgeweiteten Zinsdifferenz auch der Ungewissheit geschuldet, wie Europa ohne russische Gaslieferungen durch den Winter kommen würde. Da die befürchtete Gasmangellage ausgeblieben ist, konnte das Risiko nach und nach aus dem Wechselkurs ausgepreist werden. Im Jahresverlauf erwarten wir einen Anstieg des Eurokurses in Richtung 1,15 US-Dollar je Euro.

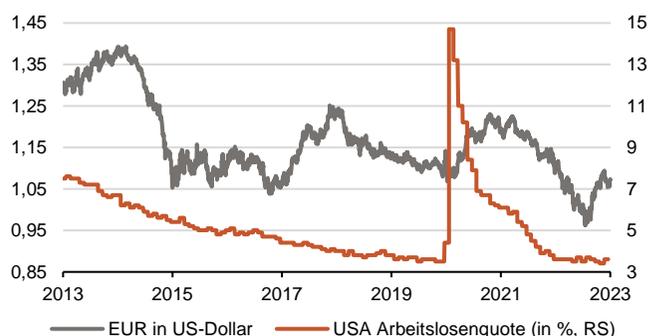
Schweizer Nationalbank setzt auf starken Franken

Gegenüber dem Schweizer Franken bewegt sich der Euro in einem recht engen Band. Zwar sind die Tiefstwerte bei 0,94 Franken je Euro Vergangenheit, doch die Ausbruchversuche über die Parität währten nur kurz. So hat sich der Wechselkurs bei rund 1,00 eingependelt, tendenziell etwas darunter. Die Schweizerische Nationalbank setzt inzwischen auf einen starken Franken, um die Inflation einzudämmen. Der hohe Frankenkurs verbilligt die Importpreise, was zu einem relativ moderaten Preisauftrieb beiträgt: Während die Inflation in der Eurozone in der Spitze zweistellig war, stieg sie in der Schweiz bisher nicht über 3,5%. Wir erwarten für den Euro nur ein geringes Aufwertungspotenzial zum Franken.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

EUR/USD: Konjunkturrisiken werden ausgepreist, Euro erholt sich

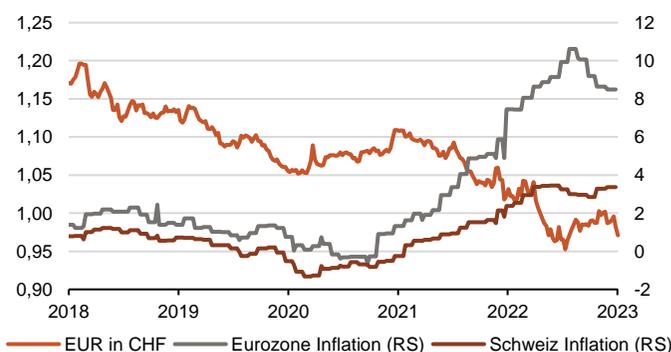
Die geopolitischen Spannungen hatten den US-Dollar lange gestärkt. Da die Lage insgesamt nicht weiter eskaliert ist, stieg die Risikobereitschaft wieder an



Zeitraum: 14.03.2013-14.03.2023
EUR in US-Dollar; Arbeitslosenquote in %. Quelle: Macrobond

EUR/CHF: Starker Franken dämpft die Inflation

Im internationalen Vergleich bleibt die Inflationsrate der Schweiz moderat. Der starke Wechselkurs ist - anders als früher - im Sinne der Zentralbank



Zeitraum: 14.03.2018-14.03.2023
Euro in Schweizer Franken; Inflationsrate jeweils in %. Quelle: Macrobond

Wechselkursprognosen

Berenberg- und Konsensprognose im Vergleich, Werte zum Jahresende 2023 und zur Jahresmitte 2024

Wechselkursprognose	16.03.2022 Aktuell	31.12.2023		30.06.2024	
		€	Ø*	€	Ø*
EUR/USD	1,06	1,15	1,11	1,17	-
EUR/GBP	0,88	0,85	0,90	0,85	-
EUR/CHF	0,99	1,02	1,01	1,02	-
EUR/JPY	142	144	139	147	-
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-7,7	-4,4	-9,3	-
GBP	-	3,1	-2,6	3,1	-
CHF	-	-3,3	-2,4	-3,3	-
JPY	-	-1,5	2,1	-3,5	-

* Durchschnitt, Konsens per 16.03.2023
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT ROBERT REICHLE

Herr Reichle, Sie sind Leiter Fixed Income EM. Ihr Fokus als Portfoliomanager liegt auf Anleihen aus den Schwellenländern. Wie würden Sie Ihre Aufgabe beschreiben?

Wir kümmern uns um Anleihen, die von Schwellenländern, also Staaten, oder dort ansässigen Unternehmen emittiert werden. Wir sind aktive Manager, das heißt, wir versuchen unseren Kunden einen Mehrwert gegenüber einer Benchmark und passiven Anlagealternativen zu bieten. Auf Basis unserer Analysen und Überzeugungen positionieren wir uns dazu mit Blick auf Zinsen, Risikoaufschläge, Währungen, Länder, Regionen und Unternehmen. Das Großartige an unserem Job ist der globale Aspekt – irgendwo in den Schwellenländern ist immer was los. Gerade diese Märkte sind selten komplett effizient gepreist, das birgt Risiken, aber eben auch große Chancen.

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

Wir haben ein wahrhaft globales Anlageuniversum zu überblicken. Das fängt morgens mit Asien an, anschließend wandern wir rund um den Globus und landen dann am Nachmittag in Lateinamerika. Wir lesen und filtern die über Nacht angefallenen Nachrichten, dann werden die Risikosysteme überprüft. Haben sich die Risikoaufschläge signifikant verändert? Müssen Währungs-, Bond- oder Länderallokationen angepasst werden? All das muss täglich überwacht und ausgewertet werden – also eigene Analysetätigkeit in Kombination mit externem Research, dem Austausch mit Emittenten, Kollegen und Analysten. Vor allem Lateinamerika ist anspruchsvoll, weil diese Region stark an das amerikanische Börsengeschehen gekoppelt ist und das Geschehen in den Schwellenländern im Tagesverlauf nochmal komplett drehen kann.

Schwellenländeranleihen sind ein breites Feld. Welche Segmente sollten Anleger unterscheiden?

Es muss insbesondere zwischen Hartwährungs- und Lokalwährungsanleihen unterschieden werden, denn viele Schwellenländeranleihen werden nicht in der heimischen Währung, sondern in US-Dollar oder Euro emittiert, um einfacher auch bei global orientierten Investoren Gelder einzusammeln. Das gilt insbesondere für Unternehmen, die nahezu ausschließlich Hartwährungsanleihen begeben. Lokalwährungsanleihen sind somit fast ausschließlich Staatsanleihen. Diese Unterscheidung ist wichtig, da beide verschiedene Werttreiber aufweisen. So spielt bei Lokalwährungsanleihen neben lokaler Zinspolitik vor allem die Währungsentwicklung eine bedeutende Rolle. Bei Hartwährungsanleihen sind es hingegen die Risikoaufschläge über die US-Dollar- oder Eurozinsstrukturkurve. In der langen Frist sollten sich beide Segmente zwar



vergleichbar entwickeln, auf kürzere Sicht kommt es aber immer wieder zu Bewertungsdifferenzen.

Entsprechend bietet Berenberg einen Fonds, fokussiert auf Lokalwährungsanleihen, (Global Bonds Fonds) und zwei Fonds, fokussiert auf Hartwährungsanleihen, (EM Bonds/Sustainable EM Bonds) an. Was ist Ihre Investmentphilosophie bei diesen Fonds?

Wir sind überzeugt davon, dass besonders am Markt für Schwellenländeranleihen immer wieder Ineffizienzen bestehen, also beispielsweise attraktive fundamentale Perspektiven noch nicht vollständig in den Preisen reflektiert sind. Das allgemeine Marktsentiment, technische Marktfaktoren oder die Liquidität können dafür Gründe sein. Wir wollen solche Ineffizienzen identifizieren und dadurch Alpha generieren. Die schiere Größe des Investmentuniversums erfordert dabei einen strukturierten und analytischen Investmentprozess.

Stichwort Nachhaltigkeit: Auf den ersten Blick scheinen ESG und Schwellenländer kaum vereinbar. Wie arbeiten Sie als Investor mit Fokus auf Nachhaltigkeit bei Schwellenländern?

Gerade in Schwellenländern stellt ein Fokus auf Nachhaltigkeit ein wesentliches Element des Risikomanagements dar. Neben gängigen harten Ausschlusskriterien suchen wir starke Staaten und Unternehmen basierend auf ihrem Nachhaltigkeitsansatz sowie ihrer fundamentalen Stärke aus. Hier wird besonderer Wert auf die mittel- bis langfristige ESG-Strategie des Emittenten gelegt. Allgemeine Ausschlusskriterien sind zu kurz gedacht, auch Transitionsprozesse, wie zum Beispiel im Energiesektor hin zu erneuerbaren



Energien, sollten berücksichtigt werden. Ergänzend zu unseren eigenen Analysen nutzen wir dabei ESG-Unternehmensanalysen sowie Nachhaltigkeitsratings externer Anbieter.

Welche Herausforderungen ergeben sich für Sie als Portfoliomanager, die in Anleihen von Unternehmen, Regierungen und Institutionen rund um den Globus investieren?

Eine der größten Herausforderungen ist, dass westliche Anleger meist pauschal positiv oder negativ gegenüber der Assetklasse Schwellenländeranleihen eingestellt sind. Aber genauer hinschauen lohnt sich, ebenso wie eine langfristige strategische Allokation. Generell sind Schwellenländeranleihen mit mehr Risiko behaftet als Anleihen aus den entwickelten Ländern. Themen sind hier die teilweise hohe Intransparenz, Korruption insbesondere im Staatsbereich sowie die immer noch hohe Abhängigkeit von Rohstoffexporten. Aber gerade im Bereich Intransparenz und Korruption können durch Integration von Nachhaltigkeitskriterien (ESG) Risiken verringert und im besten Fall sogar Chancen erkannt werden. So kann man Länder und Unternehmen selektieren, die solche Risiken aktiv angehen.

Wie managen Sie die Risiken und warum sollten Anleger Schwellenländer im Portfolio haben?

Markt-, Kredit- und Zins-Risiken werden individuell betrachtet und aktiv gesteuert. Im aktuellen Marktumfeld sehen wir das Zinsänderungsrisiko oftmals als maßgeblich für die Richtung der Risikoaufschläge und dementsprechend schafft ein aktives Management einen deutlichen Mehrwert. Schwellenländeranleihen sollten schon allein deswegen im Portfolio sein, weil sie sich in den vergangenen Jahren zu einer strategischen Assetklasse entwickelt haben. Schwellenländeranleihen, insbesondere in Fremdwährung denominiert, bieten nicht nur attraktive Einstiegsrenditen, sondern auch einen hohen Grad an Diversifikation im Portfolio – gerade im vergangenen Jahr hat dies sehr geholfen.

Wo genau sehen Sie dieses Jahr die attraktivsten Chancen?

Dank stark gestiegener Renditen erscheinen Schwellenländeranleihen im Allgemeinen sehr attraktiv. Es gibt aber Unterschiede, sowohl auf Länderebene als auch innerhalb der Segmente, das heißt Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung sowie Staatsanleihen in Lokalwährung. Wir erwarten Performancevorteile im Lokalwährungssegment auch in diesem Jahr. Trotz schon stark gestiegener lokaler Renditen und damit attraktiver laufender

Verzinsung erwarten wir, dass die Währungsentwicklung kurzfristig die Performance bestimmen wird. Wenn die Zinserhöhungszyklen jedoch schneller als in den USA und Europa auslaufen, wird neben Carry auch wieder Preisperformance an Bedeutung gewinnen. Somit erscheint uns im Laufe des Jahres eine sukzessive Erhöhung der Duration im Markt für Lokalwährungsanleihen angebracht.

Anleihen bieten also wieder eine echte Alternative zu Aktien. Wie sollten Anleger auf das neue Marktumfeld für Anleihen reagieren?

Anleger sollten im aktuellen Marktumfeld wieder über den Tellerand hinausschauen und über ihre aktuelle Gewichtung von Anleihen gegenüber Aktien nachdenken. Anleihen sollten aufgrund des neuen Zinsregimes mit auskömmlichen Renditen, gerade im Schwellenländerbereich, ein solides Gegengewicht in Multi-Asset-Portfolios darstellen. Insbesondere Lokalwährungsanleihen bieten neben hohen Renditen eine geringe Korrelation zu Aktien und anderen Anleihe-segmenten und können dadurch den Diversifizierungsgrad eines Portfolios deutlich erhöhen.

KURZVITA

Robert Reichle, CFA, CQF, ist seit Januar 2010 im Berenberg Asset Management als Portfoliomanager tätig und leitet den Bereich Fixed Income EM. Dabei verantwortet er insbesondere die Entwicklung und Optimierung von Investmentprozessen im Rahmen der Selektion von Emerging-Markets-Anleihen sowie globaler Staatsanleihen. Herr Reichle ist seit 2004 in der Finanzdienstleistungsbranche tätig. Bevor er zu Berenberg kam, war er als Senior-Portfoliomanager bei Payden & Rygel Investment Management in Los Angeles beschäftigt. Davor arbeitete er als Emerging-Market-External-Debt- und CDS-Händler bei der WestLB in London. Der Diplom-Wirtschaftswissenschaftler ist Chartered Financial Analyst (CFA) und besitzt das Certificate in Quantitative Finance (CQF), das Certificate in Computational Finance sowie das CFA Certificate in ESG Investing. Er verfügt darüber hinaus über einen Master in internationaler Volkswirtschaft von der Universität Pantheon-Sorbonne, Paris.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie

AUTOREN

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 und 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

Felix Stern | Leiter Fixed Income Euro Ausgewogen

Verantwortet die Auswahl von Unternehmens- und Finanzanleihen und ist Spezialist für die Selektion kurzfristiger Anleihen

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

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

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. 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. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf

nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. 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. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. 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 verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum 20. März 2023

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