



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

ÜBERRASCHEND ROBUST

Aktien legten trotz hoher Konjunkturunsicherheit und Anlegerskepsis im 2. Quartal etwas zu. Die Käufe systematischer Anleger unterstützten, machen jetzt aber anfälliger für Rücksetzer. Die KI-Euphorie beflügelte einzelne Aktien, die Marktbreite war gering.

INKONSISTENTE MÄRKTE

Die Schwäche von Rohstoffen, Small Caps, Schwellenländer- und zyklischen Aktien sowie die eingepreisten Fed-Zinssenkungen spiegeln die Markterwartung einer weiteren Konjunkturschwäche. Optimistische Gewinnerwartungen und hohe Aktienbewertungen passen nicht ins Bild.

VORSICHT GEBOTEN

Ein Liquiditätsentzug droht im 2. Halbjahr. Erst mit Blick auf einen Aufschwung beidseits des Atlantiks 2024 bieten Aktien fundamental Potenzial. Rohstoffe preisen hingegen deutliche Konjunkturschwäche ein. Anleihen bieten Absicherung und attraktive Renditen.

Q3 | 2023



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
mit rückläufiger Inflation und den Problemen einzelner Banken wechselte der Fokus der Anleger früh im zweiten Quartal von der Inflation hin zum Wirtschaftswachstum. Die Unsicherheit darüber dominierte mit der Diskussion um die US-Schuldenobergrenze und enttäuschenden Konjunkturdaten aus China und Europa. Anleger blieben skeptisch. Sie bevorzugten Large Caps, defensive Titel und Industrieländeraktien. Aktienfonds verzeichneten Abflüsse. Trotzdem legten insbesondere US-Aktien weiter zu. Besser als erwartete Q1-Unternehmensergebnisse halfen ebenso wie die KI-Euphorie, die einzelne Mega Caps beflügelte. Die wesentlichen Treiber dürften aber regelbasierte Anlagestrategien gewesen sein, denn mehr Momentum-Indikatoren drehten ins Positive, implizite und realisierte Aktienvolatilitäten fielen und mit dem Wachstumsfokus kehrte eine negative Korrelation von Aktien und Staatsanleihen zurück. All dies begünstigte den Aufbau von Aktienpositionen durch regelbasierte Anlagestrategien.

Wie geht es weiter? Die nur langsam rückläufige Kerninflation und der robuste Arbeitsmarkt in den USA dürften die Fed die Zinsen länger höher halten lassen. Der Markt hat zwar bereits etwas von der Erwartung schneller, deutlicher Zinssenkungen Abstand genommen, preist für Ende 2024 aber immer noch um mehr als 130 Basispunkte niedrigere US-Zentralbankzinsen ein. Diese dürfte es aber nur bei einer deutlicheren Wirtschaftsabkühlung geben. Die Aktienmärkte scheinen hingegen auf eine Konjunkturerholung zu setzen. Bleiben aber die Zinsen länger hoch und die Zinsstrukturkurven invertiert, dürfte dies weitere Spuren hinterlassen, wie bereits im Immobilienmarkt, bei regionalen US-Banken oder in Form von schlechteren Kreditkonditionen, sinkender Kreditnachfrage und schwächerem Verbrauchervertrauen. Die Konjunkturrisiken bleiben weiter hoch. Darüber hinaus dürfte eine sinkende Nettoliquidität zu einem Gegenwind werden. Das Ausschöpfen aller Kassenbestände der US-Regierung seit Erreichen der Schuldenobergrenze im Januar und Stützungsmaßnahmen der Fed nach der Pleite der Silicon Valley Bank haben trotz quantitativer Drosselung die Liquidität erhöht. Nach der Einigung im Schuldenstreit

kommen nun Ausgabenkürzungen und ein deutlicher Liquiditätsentzug, der die Märkte belasten dürfte. Zudem besteht weiter das Risiko einer steigenden US-Arbeitslosigkeit und damit geringerer ETF-Zuflüsse. Die höheren Aktienpositionen systematischer Strategien machen die Märkte anfälliger. Im Fall eines Volatilitätsanstieges oder einer wieder positiveren Korrelation von Aktien und Anleihen, z.B. aufgrund des Liquiditätsentzuges, dürften diese gezwungen sein, Aktienpositionen in einen fallenden Markt hineinzu reduzieren. Vorsicht bleibt deshalb geboten. Das Aufwärtspotenzial scheint bei der Vielzahl an Risiken und gleichzeitig gestiegenen Bewertungen vorerst limitiert. Mit Blick auf einen gleichzeitigen Konjunkturaufschwung beidseits des Atlantiks 2024 sehen wir aber längerfristig Potenzial für Aktien. Wir erwarten jedoch, dass es im zweiten Halbjahr zu besseren Einstiegsniveaus kommt.

Im Insights-Interview ab Seite 14 erklärt unser Fondsmanager Javier Garcia was ihn an Aktien asiatischer Schwellenländer begeistert, wo er Chancen sieht und was den Berenberg Emerging Asia Focus Fonds auszeichnet. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

INHALT

Multi-Asset-Strategie	Seite 3
Aktienmärkte anfälliger – es dürfte zäh bleiben	
Volkswirtschaft	Seite 6
Gegenwind aus Übersee	
Aktien	Seite 8
Schwellenländer mit Überraschungspotenzial	
Anleihen	Seite 10
Anleihenmärkte bieten weiterhin Ertragschancen	
Rohstoffe	Seite 12
Rohstoffe pessimistischer als andere Anlagen	
Währungen	Seite 13
Euro/US-Dollar: Zwei Schritte vor, einer zurück	
Berenberg Insights	Seite 14
Interview mit Javier Garcia Laparra	



AKTIENMÄRKTE ANFÄLLIGER – ES DÜRFTE ZÄH BLEIBEN

AUF DEN PUNKT

- Der Anlegerfokus hat von der Inflation zum Wachstum gewechselt, aber die Unsicherheit darüber bleibt ungewöhnlich hoch. Aktien und Staatsanleihen entwickelten sich wieder negativ korreliert, was Multi-Asset-Anlegern zugutekam.
- Käufe systematischer Strategien und eine positive Liquiditätsversorgung unterstützten Aktien zuletzt – trotz Skepsis diskretionärer Anleger. Mit den höheren Aktienpositionen systematischer Anleger und dem drohenden Liquiditätsentzug erwarten wir bestenfalls ein Hin- und Her der Märkte.
- Anleiherenditen dürften nicht mehr stark steigen, das macht Zinsduration interessanter. Rohstoffe preisen deutlichen Konjunkturabschwung ein. Wir sind vorsichtiger bei Aktien.

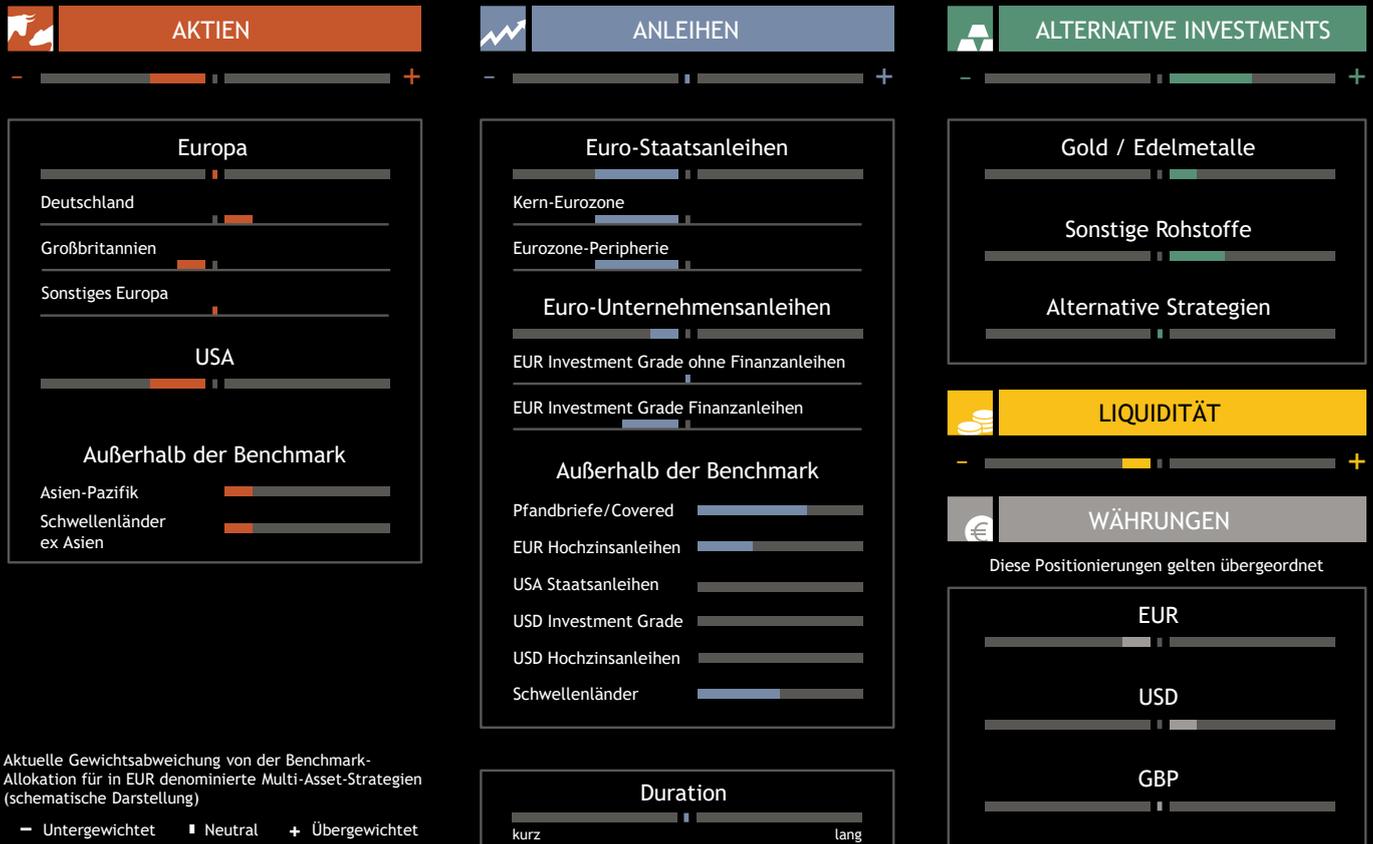
Portfoliopositionierung auf einen Blick

Nach dem fulminanten Jahresstart reduzierten wir die Aktienquote im ersten Quartal ab Februar in mehreren Schritten auf ein leichtes

Untergewicht. Im zweiten Quartal nutzten wir Stärkephasen für weitere Reduktionen auf ein nunmehr moderates Untergewicht.

Im Gegenzug haben wir die Anleihe Seite weiter ausgebaut. Angesichts der Konjunkturrisiken und dem absehbareren Ende der Zinserhöhungen haben wir die Zinsduration auf nahe neutral angehoben. Auch die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen guter Qualität erachten wir als attraktiv, bleiben hier aber bei kürzeren Laufzeiten, denn auch Risikoprämien oberhalb des historischen Medians könnten sich bei Konjunkturschwäche weiter ausweiten. Insgesamt haben wir das Kreditrisiko zu Gunsten des Zinsrisikos reduziert, beispielsweise durch den Ausstieg aus USD-Hochzinsanleihen. Schwellenländeranleihen, besonders in Lokalisierung, bleiben attraktiv angesichts höherer Realzinsen und der Chance auf frühere Zinssenkungen.

Rohstoffe preisen bereits am stärksten einen Wirtschaftsabschwung ein. In Verbindung mit der strukturellen Nachfrage durch die Energiewende bleiben wir bei zyklischen Rohstoffen im Übergewicht. Auch Gold als Diversifikator bleibt übergewichtet.



Aktuelle Gewichtsabweichung von der Benchmark-Allokation für in EUR denominierte Multi-Asset-Strategien (schematische Darstellung)

- Untergewichtet ■ Neutral + Übergewichtet

Rückblick zweites Quartal: Etwas verminderte Dynamik

An den Märkten setzte sich oberflächlich betrachtet das Bild aus dem ersten Quartal mit verringerter Geschwindigkeit fort. Aktien und Anleihen legten weiter zu, während Industriemetalle und Energierohstoffe weiter abgaben und Gold stagnierte. Unter der Oberfläche kam es aber zu etlichen Trendwenden. Anders als im ersten Quartal entwickelten sich defensive Titel im zweiten Quartal lange besser als Zyklischer, US-Aktien schlugen Aktien aus Europa, und der US-Dollar legte zu. EUR/USD notiert nun nahezu unverändert seit Jahresbeginn. Zusammen mit der relativen Schwäche von Small Caps vs. Large Caps und von Aktien aus den Schwellenländern vs. Aktien aus den Industrienationen signalisiert dies eine skeptischere Einschätzung der globalen Konjunktorentwicklung durch die Märkte als noch im ersten Quartal. Angesichts der Probleme einzelner Banken, gestiegener Zentralbankzinsen und sehr gemischter Konjunkturdaten verwundert dies nicht.

Weiter hohe Unsicherheit über die Konjunktorentwicklung

Der für das Frühjahr erwartete Wirtschaftsaufschwung ist in der Eurozone bisher ausgefallen – Konjunkturdaten haben ab April zunehmend enttäuscht (obere Abb. S. 5). Neben dem weniger schlecht als befürchteten Winter in der Eurozone ist der nur schwache Aufschwung Chinas nach Ende der Corona-Beschränkungen ein Grund dafür. Auch die US-Wirtschaft zeigt Zeichen der Schwäche, besonders im verarbeitenden Gewerbe. Der Arbeitsmarkt und die Dienstleistungen erweisen sich aber weiter robuster als erwartet – positive und negative Konjunkturüberraschungen halten sich die Waage. Hier bleibt die Frage, gelingt ein

„Soft Landing“, d.h. kann eine Rezession vermieden werden? Weniger fiskalische Stimulierung und Liquiditätsentzug nach der Einigung zum Aussetzen der US-Schuldenbremse, verschärfte Kreditkonditionen und eine nachlassende Kreditnachfrage (mittlere Abb. S. 5) stützen unsere Erwartung einer weiteren Wirtschaftsabkühlung und einer möglichen Rezession bis zum Frühjahr 2024. Man darf nicht vergessen, Effekte der Geldpolitik zeigen sich in der Wirtschaft üblicherweise erst 12-18 Monate später – aktuell noch zusätzlich verzögert, z.B. da viele Verbraucher zunächst noch Corona-Ersparnisse hatten und die Fiskalpolitik expansiv blieb. Wir bleiben bei unserer Einschätzung. Je länger sich die Wirtschaft als robust erweist und die Inflation und die Zentralbankzinsen hoch bleiben, desto härter könnte letztlich die Landung werden.

Liquiditätsentzug dürfte in den kommenden Monaten belasten

Neben den Konjunkturrisiken dürfte in den kommenden Monaten eine stark fallende Nettoliquidität zum Gegenwind für die Märkte werden. Die Fed und die EZB entziehen bereits mittels der quantitativen Drosselung kontinuierlich Liquidität. Seit Jahresbeginn ist in den USA die Liquidität trotzdem angestiegen und hat die Märkte unterstützt (untere Abb. S. 5). Zum einen hat die Fed mit einem Notfallprogramm im Zuge der Pleite der Silicon Valley Bank erneut Liquidität zur Verfügung gestellt. Zum anderen hat das Erreichen der Schuldenobergrenze in den USA im Januar die Emission von neuen Staatspapieren verhindert, so dass die US-Regierung ihre „Ersparnisse“ aufgezehrt hat, bis die Kassenbestände Ende Mai ausgeschöpft waren. Mit dem Aussetzen der Schuldenobergrenze bis Anfang 2025 ist nun die Emission großer Volumina von

Zweites Quartal etwas weniger dynamisch als erstes. (US-)Aktien, Anleihen und der US-Dollar legen zu. Öl gab nochmals ab

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.†
	■ YTD (31.12.22-13.06.23)		13.06.22	13.06.21	13.06.20	13.06.19	13.06.18		
	■ Q2TD (31.03.23-13.06.23)		13.06.23	13.06.22	13.06.21	13.06.20	13.06.19		
DAX	16,6	3,9	20,9	-14,4	31,3	-1,8	-5,6	4,7	20,9
S&P 500	13,7	7,3	14,5	3,8	31,7	7,7	11,2	13,4	21,6
Stoxx Europa 50	11,4	2,5	19,1	-0,1	24,0	-4,2	5,4	8,3	16,9
MSCI EM	6,1	3,6	-0,8	-12,7	32,7	-0,7	-3,4	2,0	17,2
Gold	5,7	-0,9	3,1	12,7	0,7	29,3	8,0	10,3	13,2
Euro-Unternehmensanleihen	2,4	0,6	0,3	-13,0	3,7	0,5	4,1	-1,1	3,7
EM-Staatsanleihen	2,1	1,3	1,6	-6,1	0,6	2,2	15,1	2,5	8,5
Euro-Staatsanleihen	2,0	0,2	-1,0	-9,9	0,9	1,1	3,5	-1,2	3,5
Euro-Übernachteinlage	1,2	0,6	1,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,0
US-Staatsanleihen	0,6	-1,2	-3,9	3,7	-10,0	11,2	12,5	2,3	4,6
USD/EUR	0,4	-0,8	-3,6	16,3	-7,0	0,2	4,6	1,8	7,3
Brent	-4,7	-11,0	-28,3	129,1	68,6	-36,3	-13,2	8,9	40,9

Zeitraum: 13.06.2018-13.06.2023

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



US-Staatspapieren zu erwarten, die Kassenbestände sollen zügig wieder aufgefüllt werden. Analysten von Morgan Stanley schätzen, dass die USD-Nettoliquidität in den kommenden sechs Monaten um 8-14 % fällt – ein Niveau, das zuletzt eine Belastung für die Aktienmärkte war (untere Abb.). In der Eurozone kommt es neben der monatlichen quantitativen Drosselung, auch aufgrund des Auslaufens von TLTRO-Kreditlinien der EZB an die Banken, zu einem deutlichen Liquiditätsentzug. Im Stressfall dürften die Zentralbanken zwar wieder in die Bresche springen. Dies dürfte aber wohl erst nach einem stärkeren Abverkauf geschehen.

Positionsaufbau systematischer Anleger macht Aktien anfälliger

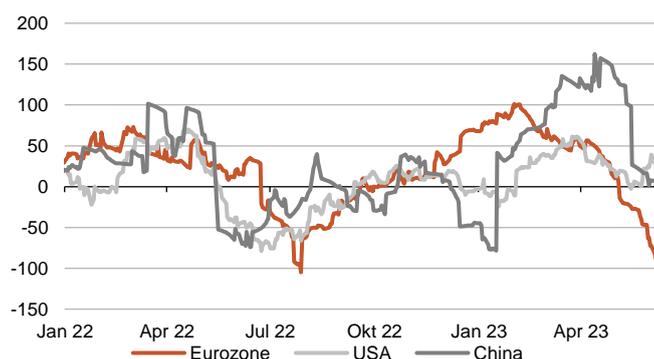
Während diskretionäre Anleger so wie wir eher skeptisch gestimmt sind, was Stimmungsumfragen bestätigen, haben regelbasierte Anlagestrategien in den letzten Monaten ihre Aktienpositionen von niedrigen Niveaus aus deutlich ausgebaut. Momentum-Indikatoren drehten zunehmend ins Positive, da die Aktienentwicklung nun auch über sechs und zwölf Monate in den westlichen Märkten positiv ist. Implizite und realisierte Volatilitäten sanken. Der VIX Index als Maß der impliziten Schwankungsbreite von US-Aktien fiel von durchschnittlich 25,1 % in Q4 2022 auf 17,1 % seit Anfang April. Im Juni schloss der VIX Index erstmals seit Februar 2020 unter 15 %. Die für die Mehrzahl systematischer Anlagestrategien noch bedeutendere realisierte Volatilität sank noch stärker. Das erlaubt ihnen Risikopositionen aufzubauen. Dass die Volatilitäten bei Aktien stärker fielen als bei Anleihen, begünstigte den relativen Aufbau von Aktienpositionen in Strategien mit Risikoparität.

Ein weiterer Treiber ist die Rückkehr der negativen Korrelation von Aktien und Staatsanleihen. Die Korrelation von US-Staatsanleihen und US-Aktien über die letzten 60 Handelstage ist von über +0,4 im Januar und Anfang Februar auf unter -0,5 Anfang Juni gefallen. Mit der zunehmenden Diversifikationswirkung sinkt das Gesamtrisiko von Multi-Asset-Portfolios deutlich. Regelbasierte Strategien bauten daraufhin Risikopositionen weiter aus. Mit dem Aufbau der Aktienpositionen durch systematische Strategien sind die Aktienmärkte aber wieder anfälliger für Rückschläge geworden. Im Fall eines deutlichen Volatilitätsanstieges und/oder eines erneuten Gleichlaufs von Aktien und Anleihen, dürften regelbasierte Strategien gezwungen sein, Aktienpositionen in einen Abverkauf hinein stark zu reduzieren. Käme es dadurch zu einer stärkeren Korrektur, würden wir wohl die Chance ergreifen und Aktienpositionen wieder ausbauen.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Konjunktur enttäuscht in China und der Eurozone, USA noch stabil

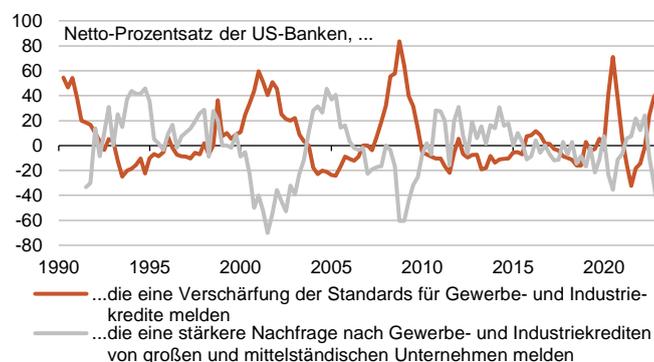
Konjunkturdaten in der Eurozone und China haben im zweiten Quartal den Konsens zunehmend enttäuscht, US-Daten lagen nahe der Konsenserwartung



Zeitraum: 01.01.2022-13.06.2023
Quelle: Bloomberg, Citi

USA: verschärfte Kreditkonditionen, nachlassende Kreditnachfrage

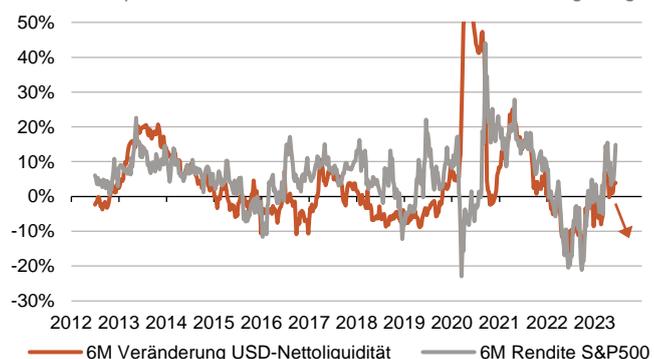
Strengere Kreditkonditionen dürften die Wirtschaft belasten. Historisch folgte darauf mit Verzögerung von 6-9 Monaten ein Anstieg von Konkursen



Zeitraum: 01.01.1990-31.05.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Liquiditätsausweitung stützte seit Jahresbeginn, nun droht Entzug

Die Veränderung der USD-Nettoliquidität betrachtet die Fed-Bilanz, das Volumen der Reverse-Repo-Geschäfte der Fed und die Kassenbestände der Regierung



Zeitraum: 01.01.2012-14.06.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



GEGENWIND AUS ÜBERSEE

AUF DEN PUNKT

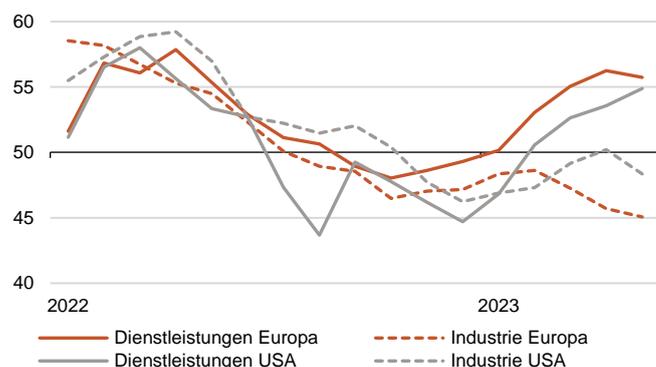
- Die Weltkonjunktur verliert zeitweilig an Schwung.
- USA: milde Rezession voraus, Aufschwung 2024.
- Europa: Putin-Schock ist vorbei, aber Ausfuhr schwächer.
- Der Inflationsdruck geht weiter zurück.
- Notenbanken treten weiter auf die Bremse – aber das Ende des Zinszyklus ist in Sicht.

Ein guter Start ins Jahr 2023

Die Weltwirtschaft ist besser ins Jahr 2023 gestartet als erwartet. In den USA griffen die Verbraucher auf die Zusatzersparnisse zurück, die sie während der Pandemie gebildet hatten. Damit haben sie den Schock der hohen Inflation abgefedert, der die Kaufkraft ihrer Einkommen schmälert. Europa hat den Winter (fast) ohne russisches Gas so gut überstanden, dass die Gaspreise am Markt erheblich nachgegeben haben. Dazu haben echte Einsparungen wesentlich mehr beigetragen als das milde Wetter. Da die Gasspeicher in der EU bereits am 12. Juni wieder zu 72,6 % gefüllt waren, nach einem saisonalen Tiefpunkt von 55 % Ende März, zeichnet sich auch für die Heizperiode im nächsten Winter kein ernstes Risiko eines Gasmangels ab. Nachdem China die Herdenimmunität auf die harte Art erreicht hat, haben die chinesischen Verbraucher seit Jahresbeginn wieder deutlich mehr Geld ausgegeben und somit der Konjunktur zeitweilig einen spürbaren Schub verliehen. Bei mehr Wachstum als erwartet haben auch die Zentralbanken in den USA und Europa ihre Zinspolitik weiter spürbar gestrafft, um der immer noch hohen Inflation Herr zu werden.

Dienstleistungen robust, Industrie schwach

Einkaufsmanagerindizes Europa und USA



Europa: gewichtetes Mittel aus Eurozone (80 %) und GB (20%) 50+/- bedeutet Expansion/Kontraktion. Januar 2022-Mai 2023. Quellen: HIS Markit, Berenberg-Berechnungen

Abschwung in den USA

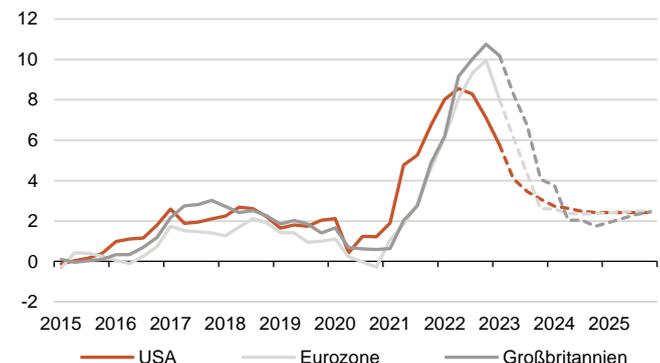
Die USA leiden weiter unter einer hausgemachten Inflation. Mit ihrer späten, aber umso energischeren Zinswende wird die Fed die Nachfrage voraussichtlich so dämpfen, dass die US-Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte 2023 in eine milde Rezession fallen könnte – bei etwas rückläufigem Konsum und weniger Investitionen der Unternehmen. Gerade im verarbeitenden Gewerbe weisen die Frühindikatoren auf einen spürbaren Abschwung hin. Für das Wahljahr 2024 zeichnet sich dann ein erneuter Aufschwung ab, gestützt auf einen Anstieg der real verfügbaren Einkommen bei nachlassender Inflation sowie auf ein Plus im Wohnungsbau nach dem Ende der derzeitigen zinsbedingten Korrektur. Eine weniger straffe Zinspolitik dürfte die konjunkturellen Aufwärtskräfte stärken. Wir rechnen damit, dass die US-Wirtschaft im Frühjahr 2024 wieder eine annualisierte Wachstumsrate von 2 % erreichen kann.

Durchwachsener Ausblick für Europa

Zwei sehr unterschiedliche Kräfte prägen den Ausblick für die europäische Konjunktur für die kommenden Monate. Einerseits hat der Kontinent den Putin-Schock gut überstanden. Bei rückläufiger Inflation, einem stabilen Arbeitsmarkt und höheren Lohnzuwächsen können die Einkommen der Verbraucher ab dem Sommer wieder stärker steigen als die Preise. Da die Verbraucher dann real – also nach Abzug der Inflation – wieder mehr Geld in der Tasche haben, kann der private Konsum nach einem Rückgang im Winterhalbjahr wieder anspringen. Andererseits bläst dem verarbeitenden Gewerbe derzeit der Wind ins Gesicht. Dies hat drei Gründe. Erstens bauen viele Unternehmen rund um die Welt ihre Lagerbestände ab, die sie im vergangenen Jahr angesichts großer Sorgen um die Stabilität von Lieferketten aufgebaut hatten. Zweitens zeigt

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



sich die nachlassende Konjunktur in den USA vor allem im Bereich der Güter, während die Nachfrage nach Dienstleistungen robuster bleibt. Auch in Europa zeigen die Einkaufsmanagerindizes eine starke Kluft zwischen Dienstleistungen und dem verarbeitenden Gewerbe an. Das liegt unter anderem daran, dass die Verbraucher in den Jahren der Pandemie mehr auf Dienstleistungen als auf Güter verzichten mussten und entsprechend bei Reisen, Restaurantbesuchen und anderen Dienstleistungen einen größeren Nachholbedarf haben. Drittens bleibt der erhoffte zeitweilige Rückenwind aus China aus. Dort ist nach dem Ende der Pandemie zwar die Nachfrage der privaten Verbraucher angesprungen, aber nicht die Investitionstätigkeit. Gerade für Kerneuropa, das traditionell viele Maschinen exportiert, schlägt dies negativ zu Buche.

Europa: Rückenwind aus dem Inland – Gegenwind aus Übersee

Bei Rückenwind vom privaten Verbrauch aber Gegenwind aus dem Ausland wird die Wirtschaftsleistung der Eurozone in den kommenden Quartalen wohl nur leicht zulegen können. Im Frühjahr 2024 könnte dann mit der Rückkehr der US-Wirtschaft zu kräftigem Wachstum auch die Konjunktur in Europa wieder an die Dynamik der Zeit vor dem Beginn des russischen Angriffs auf die Ukraine anknüpfen. Nach einem verhaltenen Zuwachs der Wirtschaftsleistung um 0,3 % im Jahr 2023 erwarten wir ein Wachstum von 1,2 % für 2024 und 1,8 % für 2025. Für Großbritannien rechnen wir mit einem ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone.

Die Inflation geht weiter zurück

Auf beiden Seiten des Atlantiks hat der Preisdruck seinen Höhepunkt überschritten. Da in den USA der Arbeitsmarkt ganz allmählich an Schwung verliert, nimmt dort der Lohndruck langsam ab. Dagegen werden die Löhne in der Eurozone im Jahr 2023 wohl um mindestens 5 % steigen, bevor der Lohndruck dann bei abnehmender Inflation im Laufe des Jahr 2024 wieder auf etwa 4 % zurückgehen dürfte. In den USA und Europa werden die Inflationsraten im zweiten Halbjahr 2023 weiter sinken. In Europa fällt der Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise des Jahres 2022 schrittweise aus dem Vorjahresvergleich heraus. Da die Lieferkettenprobleme sich entspannt haben und auch die Transportkosten gesunken sind, wird bei schwächelnder Nachfrage nach Gütern der Preisdruck in diesem Bereich erheblich nachlassen. Allerdings werden die höheren Lohnzuwächse die Preise für lohnintensive Dienstleistungen weiter in die Höhe treiben, so dass die Inflationsraten in Europa sich ab Mitte 2024 wohl bei etwa 2,5 % einpendeln werden statt bei den etwa 1,5 % in den Jahren vor der Pandemie.

Zentralbanken - Zinsgipfel in Sicht

Damit die Inflation sich nicht verfestigt, treten die Fed und die EZB auf die Zinsbremse. In den USA dürfte die Zentralbank den Leitzins noch einmal um 25 Basispunkte erhöhen, vermutlich im Juli. Sobald die konjunkturelle Schwächephase den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, wird die Fed dann die Zinsen wieder etwas senken, voraussichtlich beginnend Ende 2023. Die EZB wird ihren Einlagensatz im Juli höchstwahrscheinlich um 25 Bp auf dann 3,75 % 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	1,1	1,1	0,5	0,7	2,0	2,0	4,1	4,1	2,6	2,6	2,4	2,4
Eurozone	0,3	0,6	1,2	1,0	1,8	1,6	5,2	5,5	2,4	2,5	2,5	2,1
Deutschland	-0,4	-0,2	1,3	1,1	1,7	1,6	5,8	6,0	2,3	2,6	2,5	2,1
Frankreich	0,6	0,6	1,5	1,0	1,7	1,6	5,3	5,5	2,2	2,5	2,5	2,0
Italien	1,1	1,0	1,0	0,8	1,2	1,1	6,1	6,3	2,1	2,4	2,4	2,0
Spanien	1,9	1,9	1,6	1,4	2,1	2,0	3,2	4,0	2,7	2,6	2,7	1,9
Großbritannien	0,4	0,2	1,2	0,9	1,7	1,5	7,3	7,1	2,4	2,8	2,2	2,1
Japan	1,2	1,2	1,1	1,1	1,3	1,0	3,0	2,8	1,8	1,5	1,3	1,3
China	5,3	5,5	3,9	4,9	3,9	4,7	1,1	1,5	2,5	2,3	2,2	2,2
Welt*	2,1	-	2,1	-	2,6	-	-	-	-	-	-	-

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 15.06.2023



SCHWELLENLÄNDER MIT ÜBERRASCHUNGSPOTENZIAL

AUF DEN PUNKT

- Gewinnwachstumsenerwartungen nahe Null sind für 2023 wohl realistisch. 2024 dürfte besser werden, aber die Konsenserwartung zweistelligen Wachstums erscheint uns hoch.
- Der drohende Liquiditätsentzug dürfte in den kommenden Monaten die Bewertungen deckeln.
- Wir sehen für Q3 eine erhöhte Rücksetzgefahr. Allerdings dürfte das Abwärtspotenzial positionierungsbedingt begrenzt sein. EM-Aktien könnten positiv überraschen.

Heterogene Aktienmarktperformance in Q2

Während europäische Aktien im zweiten Quartal – nach der massiven Outperformance in Q1 und Q4 des Vorjahres – auf der Stelle traten, entwickelten sich japanische und US-Aktien freundlicher. Japanische Aktien legten mehr als 9 % zu, getrieben durch starke Zuflüsse internationaler Anleger. US-Aktien und die von uns bevorzugten Wachstumstitel profitierten derweil von der KI-Euphorie. Die USD-Aufwertung half den Euro-Anlegern zusätzlich.

Optimistische Gewinnerwartungen für 2024

Geholfen hat auch die Stabilisierung der Gewinnerwartungen. Die Q1-Berichtssaison überraschte positiv. Das kam an den Märkten gut an, insbesondere weil die Erwartungshaltung im Vorfeld sehr niedrig war. Für das zweite und teilweise dritte Quartal erwartet der Konsens jedoch nach wie vor eine Gewinnrezession, bevor es in Q4 wieder zu einem positiven Gewinnwachstum kommt. Das Gewinnwachstum dürfte trotz anhaltender Rezessionsorgen 2023

und 2024 in den Industrienationen insgesamt positiv ausfallen. Dabei erwarten die Analysten 2024 ein Gewinnwachstum von knapp 10 %. Für die Schwellenländer geht der Konsens nach einer Gewinnrezession dieses Jahr von einer noch deutlicheren Erholung 2024 aus. Steigende Löhne und Refinanzierungskosten der Unternehmen, zusammen mit einer wohl rückläufigen Preissetzungsmacht aufgrund von Disinflation und das bis dato Ausbleiben einer starken China-Erholung dürften aber das Gewinnwachstum limitieren – vor allem für einen Großteil der zyklischen Unternehmen. Wir sind zwar auch positiver für 2024 als für 2023 gestimmt, es dürfte jedoch nicht einfach für die Unternehmen werden, die optimistischen Prognosen für 2024 nach oben zu übertreffen.

Bewertungsbezogen nur wenig Luft nach oben

Trotz zunehmender quantitativer Drosselung der Zentralbanken kam es jüngst zu einer Bewertungsausweitung. Das Forward-KGV für den S&P 500 ist seit Jahresanfang von 17 auf 20 gestiegen, bei volatilen, aber nahezu gleichbleibenden 10J-Treasury-Zinsen. Damit sind US-Aktien nun wieder im Vergleich zur eigenen Historie und gegenüber Anleihen hoch bepreist. Europäische Aktien sind trotz der YTD-Rallye immer noch günstig im Vergleich zur eigenen Historie. Bewertungstechnisch dürfte für dieses Jahr kaum noch Luft nach oben sein, zumal einige bewertungsinsensitive Strategien wie CTAs nun bereits wieder deutlicher in Aktien investiert sind. Zudem dürfte der kräftige Liquiditätsentzug über den Sommer für die Bewertungen auch nicht förderlich sein.

Erhöhte Rücksetzgefahr über den Sommer

Die Märkte wurden zuletzt nur von wenigen Titeln getragen, insbesondere in den USA. US Small Caps sowie der gleichgewichtete

Große Spreizung in Q2 - Osteuropa, Japan und US Large Caps vorne, Small Caps und EM Asien hinten

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q2 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.22-13.06.23)	■ Q2TD (31.03.23-13.06.23)	13.06.22	13.06.21	13.06.20	13.06.19	13.06.18			
MSCI EM Osteuropa	17,3	20,5	26,2	-81,2	25,6	-11,2	23,7	1,0	5,2	8,0
Euro Stoxx 50	2,4	17,0	27,3	-12,9	33,8	-5,4	0,1	1,8	3,5	12,4
DAX	3,9	16,6	20,9	-14,4	31,3	-1,8	-5,6	1,4	3,4	11,4
MSCI Japan	9,5	14,2	12,9	-5,2	16,1	6,4	-5,4	1,4	2,4	16,2
S&P 500	7,3	13,7	14,5	3,8	31,7	7,7	11,2	3,9	1,6	20,0
Stoxx Europa Zyklisch	3,9	12,9	18,4	-12,4	43,0	-8,2	-6,2			
Stoxx Europa 50	2,5	11,4	19,1	-0,1	24,0	-4,2	5,4	2,4	3,5	13,4
MSCI USA Small Caps	5,3	7,7	10,1	-9,4	54,7	-6,8	0,6	1,8	1,8	20,3
Stoxx Europa Small 200	1,5	7,7	5,0	-18,3	42,9	-3,2	-4,3	0,8	3,9	14,2
MSCI Großbritannien	2,8	7,2	8,9	8,1	25,4	-16,0	-0,8	1,6	4,3	10,3
Stoxx Europa Defensiv	1,8	6,6	7,6	7,9	14,4	0,8	7,3			
MSCI EM Asien	2,4	5,8	-2,3	-13,6	33,7	7,1	-8,4	1,5	2,4	14,5

Zeitraum: 13.06.2018-13.06.2023

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



S&P 500 haben seit Jahresanfang nur wenig zugelegt. Die geringe Marktbreite signalisiert keine hohe Überzeugung der Anleger und mahnt neben der restriktiven Zentralbankpolitik und negativen Frühindikatoren für die Wirtschaft weiterhin zur Vorsicht. Innerhalb der Aktienregionen könnten Schwellenländer am positivsten überraschen. Die Anlegerstimmung sowie Gewinnerwartungen sind hier tendenziell negativ. Sollte China sich aber beispielsweise wider Erwarten doch stärker, wenn auch später erholen, würde dies viele Investoren auf dem falschen Fuß erwischen. Beispielsweise könnte der chinesische Staat sich genötigt fühlen, im 2. Halbjahr stärker zu stimulieren. Gleiches gilt bei einem Abebben der geopolitischen Spannungen zwischen China und den USA. Die starke Outperformance von europäischen gegenüber US-Aktien seit Oktober könnte zumindest pausieren. Zum einen sind viele Anleger in Europa schon stärker positioniert, auch weil sie Europa als Proxy-Trade für China verwendet haben. Zum anderen dürfte die Fed schon weiter im Straffungszyklus als die EZB sein und folglich wieder schneller mit einer lockeren Geldpolitik beginnen. Jüngst haben darüber hinaus die Wirtschaftsdaten in Europa negativer als in den USA überrascht. US-Aktien profitieren zudem auch deutlich stärker als europäische Aktien vom KI-Boom. Für Europa spricht jedoch nach wie vor die relative Bewertung. Insgesamt erachten wir sowohl das Aufwärts- (fundamental) als auch das Abwärtspotenzial (Positionierung) für Aktien als begrenzt. Nach einem Rücksetzer über die nächsten Monate könnte es entsprechend wieder zu einer Erholung zum Jahresende kommen, wenn der Markt Richtung 2024 schaut.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

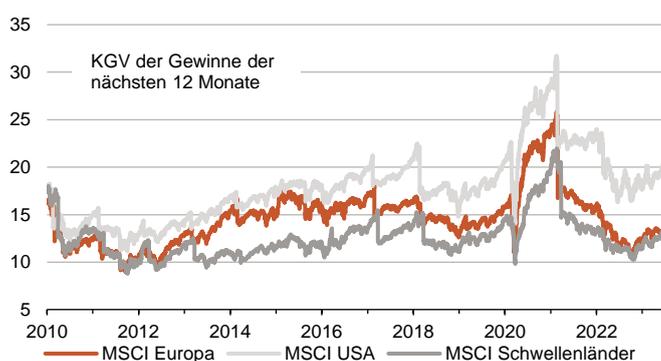
Rezessions Sorgen treiben auch die Unternehmenslenker um

Es sind nicht nur wir Investoren, die nach Anzeichen einer stärkeren wirtschaftlichen Abschwächung Ausschau halten. Bei verschiedenen Konferenzen und einer Vielzahl direkter Zusammenkünfte mit den für uns relevanten Unternehmen kamen natürlich auch wir im zweiten Quartal nicht um den sprichwörtlichen Elefanten im Zimmer herum. Im Industriebereich machen weiterhin hohe Lagerbestände und damit einhergehend niedrige neue Auftragsgänge der Mehrheit an Unternehmen zu schaffen. Im Konsumgüterbereich war es zwar zum Jahresstart erneut möglich, Preisanhebungen durchzusetzen, aber auch hier zeichnet sich eine zunehmend schwache Nachfrage ab. Ein besonders hoher Einbruch ist aber bis jetzt nur in wenigen Fällen zu erkennen. Ungebrochen stark ist die Nachfrage hingegen im Luxusgüterbereich. Trotz mehrfacher Preiserhöhungen sind die Kunden weiterhin ausgesprochen zahlungsbereit. In der für uns wichtigen Medizintechnik profitierten die Unternehmen von der anhaltenden Normalisierung im Gesundheitssystem nach Jahren der Covid-19-Disruption. Der gesamte Sektor konnte gute Q1-Zahlen vorstellen. In von den Kapitalmärkten abhängigen Subsektoren bleibt das Umfeld hingegen besonders schwierig. Die Nachfrage nach Private-Equity-Produkten hat sich zum Beispiel deutlich abgeschwächt und auch die Deal-Aktivität ist deutlich eingebrochen.

Matthias Born, CIO Aktien

Für die USA ist schon viel Positives gepreist

KGVs der geschätzten Gewinne der nächsten 12 Monate für ausgewählte Aktienindizes



Zeitraum: 01.01.2010-13.06.2023
Quelle: Factset, Berenberg

Prognoseübersicht: Seitwärtsentwicklung bis Jahresende

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

Indexprognosen	Aktuell		Prognose	
	15.06.2023	31.12.2023	30.06.2024	In 12 Monaten
S&P 500	4.426	4.300	4.600	4.792
DAX	16.290	16.200	17.300	19.610
Euro Stoxx 50	4.365	4.350	4.700	5.054
MSCI UK	2.182	2.200	2.350	2.597
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-2,8	3,9	8,3
DAX	-	-0,6	6,2	20,4
Euro Stoxx 50	-	-0,3	7,7	15,8
MSCI UK	-	0,8	7,7	19,0

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 15.06.2023
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



ANLEIHEMÄRKTE BIETEN WEITERHIN ERTRAGSCHANCEN

AUF DEN PUNKT

- Sichere Staatsanleihen bieten in den USA und Großbritannien größere Ertragsmöglichkeiten als in Deutschland.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen bevorzugen wir kurzlaufende Papiere aus dem Investmentgrade-Segment.
- In den Schwellenländern bleiben Anleihen in Lokalwährung unsere klaren Favoriten.

Auch im zweiten Halbjahr bleiben Anleihen (selektiv) interessant

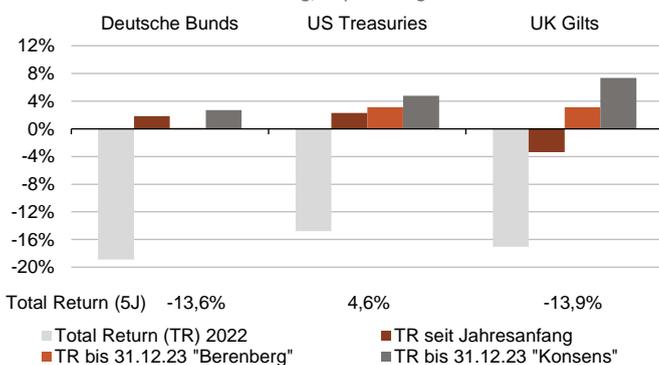
Nach den Verwerfungen um die Silicon Valley Bank und die Credit Suisse im März gab es in den vergangenen Wochen mit dem Streit um die US-Schuldengrenze erneut ein zentrales Thema, das alle Segmente des Anleihemarktes bewegte. Anhaltende Rezessionsorgen und Inflationsraten, die sich noch immer deutlich über den von den Notenbanken angestrebten Niveaus befinden, sorgen darüber hinaus für teils widersprüchliche Signale. Wo wir in dieser Situation Ertragschancen erkennen, zeigen wir im Folgenden auf.

Staatsanleihen jenseits des Euroraums in Lokalwährung attraktiver

Die Renditen bonitätsstarker Staaten bewegten sich im zweiten Quartal überwiegend aufwärts, relevante Kursgewinne gab es nicht zu erzielen. Britische Gilts verzeichnen seit Jahresbeginn sogar eine negative Entwicklung (siehe Abb. unten links). Die großen Notenbanken lieferten zuletzt keine Überraschungen – die Europäische Zentralbank hob ihre Leitzinsen an, die US Fed pausierte. Im Euroraum werden weiter steigende Leitzinsen einerseits und

Sichere Staatsanleihen: Ausblick für Bunds am schwächsten

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



Zeitraum: 15.06.2018-15.06.2023

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

Rezessionsorgen andererseits in gegensätzlicher Richtung wirken, während in den USA zunächst ebenfalls eine Zinserhöhung zu erwarten ist, der aber bereits im Dezember eine erste Senkung folgen könnte. Wir rechnen damit, dass sich in jeweiliger Lokalwährung sowohl britische als auch US-Staatsanleihen besser als deutsche Bundespapiere entwickeln werden. Vor dem Hintergrund von Konjunkturrisiken sind Emittenten hoher Bonität auch mit längerer Laufzeit zur Absicherung im Gesamtportfoliokontext interessant. Unsere Zinsduration haben wir daher auf eine nahezu neutrale Gewichtung angehoben, während wir bezüglich Risikoprämien („Spread Duration“) angesichts möglicher Ausweitungen zu rückhaltend bleiben.

Unternehmensanleihen: langweilig gut

Manchmal kann Langeweile auch gut sein: Europäische Unternehmensanleihen legten im zweiten Quartal in den Segmenten Investmentgrade mit +0,9 % und High Yield (Hochzinspapiere) mit +1,1 % bei nahezu unveränderten und damit weiterhin sehr attraktiven Risikoaufschlägen zu. Anders das Bild im Finanzsektor: Obwohl europäische Banken trotz Rezessionsorgen und Immobilienmarkt-Stress mit soliden Quartalsergebnissen aufwarteten, konnte die aus dem US-Bankensektor rührende Angst nicht abgeschüttelt werden. In Sippenhaft genommen weiteten sich im Euro-Raum die Risikoaufschläge gegenüber Nicht-Finanzanleihen merklich aus (siehe Abb. S. 11 links). Vorausblickend sollten weiterhin solide Kreditkennzahlen, eine bei reger Nachfrage sehr aktive Neuemissionstätigkeit und moderate Zuflüsse in europäische Unternehmensanleihefonds unterstützend wirken. Ein überraschend positiver Ratingtrend im Investmentgrade-Segment und

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	15.06.2023 Aktuell	31.12.2023	30.06.2024
USA			
Leitzins	5,00-5,25	5,00-5,25	5,20
10J US-Rendite	3,72	3,60	3,39
Eurozone			
Leitzins	4,00	4,25	4,20
10J Bund-Rendite	2,50	2,60	2,29
Großbritannien			
Leitzins	4,50	5,00	4,95
10J Gilts-Rendite	4,38	4,30	3,73

* Durchschnitt, Konsens per 15.06.2023

Quelle: Bloomberg



bisher nur geringe Ausfälle bei Hochzinspapieren kommen hinzu. In Anbetracht eines möglichen wirtschaftlichen Abschwungs, des Aufwärtsdrucks auf die Zinskosten der Unternehmen und bereits auskömmlicher Renditen im Investmentgrade-Bereich ziehen wir diesen Sektor Investitionen in Hochzinspapieren vor. Wenngleich Finanzanleihen und speziell Banken zudem mit ungewöhnlich hohen Risikoaufschlägen locken, bleiben wir auch hier angesichts der Probleme im US-Bankensektor vorsichtig und konzentrieren uns auf die systemrelevanten europäischen Großbanken. Bei anhaltend inversen Zinskurven positionieren wir uns unverändert kurz, um die höheren Renditen zu vereinnahmen und zu hohe Kreditrisiken bei Konjunkturschwäche zu meiden. Sobald sich jedoch in der Zinspolitik der Notenbanken eine Kehrtwende abzeichnen sollte, würden wir mittlere bis längere Laufzeiten bevorzugen.

Schwellenländeranleihen: Lokalwährungen weiterhin Favorit

Die homogene Entwicklung von Schwellenländeranleihen vom Jahresanfang fand im zweiten Quartal ihr Ende. Während sich das Lokalwährungssegment besonders seit Mai positiv entwickelte, gerieten Staats- und Unternehmenspapiere in Hartwährung im Zeitverlauf unter Druck. Grund dafür waren wieder steigende US-Renditen und ein wiederbelebter US-Dollar. Sinkende Inflationszahlen, gepaart mit positiven Realzinsen, insbesondere in Lateinamerika, waren und sind die fundamentalen Treiber für die Outperformance des Lokalwährungssegments. Technische Faktoren wie beispielsweise eine immer noch überschaubare Investorenpositionierung unterstützen diese Entwicklung, und wir erwarten, dass die Divergenz zu Gunsten des Lokalwährungssegments auch im zweiten Halbjahr anhält. Die bereits stark gestiegenen lokalen Renditen

bieten im Vergleich zu Hartwährungsanleihen bei geringerer Duration eine attraktive laufende Verzinsung. Die von uns auch für das dritte Quartal erwartete hohe Volatilität am Markt für US-Staatsanleihen macht ein Investment in Lokalwährungspapieren aus Risikogesichtspunkten ebenso attraktiver. Hinzu kommt: Die Kerninflationsraten in Europa und den USA verharren auf hohem Niveau – laufen die Zinserhöhungszyklen in den Schwellenländern schneller als in den USA und Europa aus, wird neben laufender Verzinsung auch Preisperformance wieder an Bedeutung gewinnen. Somit erscheint uns im Laufe des zweiten Halbjahrs eine sukzessive Erhöhung der Duration im Markt für Lokalwährungsanleihen als opportun, um auch an dieser Entwicklung zu partizipieren.

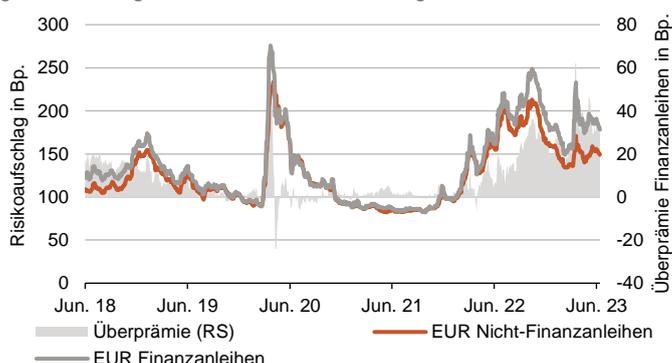
Fazit: Unsicherheiten bestehen, Chancen bleiben

Zinspolitik, Abschwungsängste, zwar sinkende, aber noch zu hohe Inflation – diese und andere Risiken existieren, aber ebenso erkennen wir Möglichkeiten, auch mit Anleihen weiterhin Geld zu verdienen. Sichere Staatsanleihen sind dabei jenseits des Euroraums interessanter, allerdings nur in Lokalwährung, da speziell bei US-Papieren die Währungsunsicherheit zu beachten ist. Das Segment der Unternehmensanleihen ist unser favorisiertes. Wir setzen auf gute Bonitäten kurzer Laufzeit und meiden Hochzinspapiere sowie Banken außerhalb systemrelevanter Großinstitute. In Schwellenländern bevorzugen wir unverändert Lokalwährungsinvestments, wobei eine sukzessive Durationserhöhung in auslaufende Zinserhöhungszyklen im zweiten Halbjahr die Attraktivität noch erhöht.

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

Euro-Finanzanleihen mit deutlichem Risikoprämienvorsprung

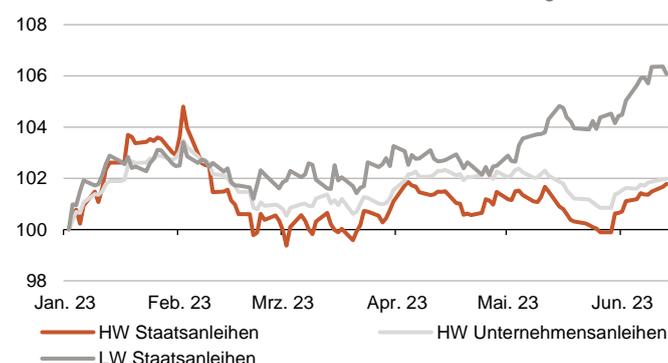
Die Risikoaufschläge von Finanz- gegenüber Nicht-Finanzanleihen haben sich angesichts der Sorgen im Bankensektor deutlich ausgeweitet



Zeitraum: 01.06.2018-13.06.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Lokalwährungspapiere in Schwellenländern nehmen Fahrt auf

Die Homogenität zwischen Hart- und Lokalwährungsanleihen (HW, LW) fand im Mai ein Ende. Wir erwarten eine anhaltend stärkere Entwicklung der Letzteren



Zeitraum: 02.01.2023-13.06.2023, indiziert auf 100 per 02.01.2023
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



ROHSTOFFE PESSIMISTISCHER ALS ANDERE ANLAGEN

Ölpreiserholung steht trotz positiver Entwicklungen noch aus

Brentöl schwankte im zweiten Quartal zwischen 72 und 88 US-Dollar je Barrel. Dabei waren die Abwärtsbewegungen vor allem durch Konjunktursorgen und systematische Anleger getrieben, weniger durch schlechte Öl-Fundamentaldaten. Im Gegenteil: Vieles deutet auf einen knappen Ölmarkt. So verzeichnet China kräftiges Ölnachfragewachstum im Zuge der Öffnung nach Covid-19 und die positive Sommer-Saisonalität (Driving-/AirCon-Season) steht vor der Tür. Auf der Angebotsseite wirkt die OPEC als „Swing Producer“ Nachfrageschwächen weiterhin proaktiv entgegen. Die US-Schieferölindustrie verzeichnet indes eine rückläufige Bohraktivität im Jahresvergleich. Lediglich die Produktion Russlands ist robuster als erwartet. Zudem wurde die strategische Öl-Reserve in den USA wider Erwarten weiter reduziert. In Summe bleibt der Ausblick positiv, wenngleich das Potenzial, nachdem sich die Nachfrage in China schon zum Teil erholt und die OPEC ihre Quoten schon gekürzt hat, heute geringer scheint als noch vor einigen Monaten.

Gold bleibt wichtige, aber teure Absicherung im Portfolio

Gold stieg in Q2 zunächst trotz eines festeren Dollars und höherer Realzinsen Richtung Allzeithoch, konnte es dann jedoch nicht durchbrechen. Denn mit dem Abebben der Sorgen um den US-Bankensektor und der Einigung im US-Schuldenstreit überwog doch der Bewertungsgegenwind. Für einen nachhaltigen Aufwärtstrend braucht es aus unserer Sicht eine Fed-Wende und damit niedrigere Realzinsen. Da wir zeitnah eher mit einer Pause als mit einer Wende rechnen, dürfte das fundamentale Aufwärtspotenzial vorerst begrenzt bleiben. Gleichzeitig scheint Gold allerdings auch nicht besonders anfällig für größere Rücksetzer, denn die Positionierung der Anleger bleibt moderat und die wirtschaftliche Unsicherheit hoch. So bleibt Gold auch in den nächsten Monaten vor allem ein Portfoliobaustein zur Absicherung von Risikoszenarien.

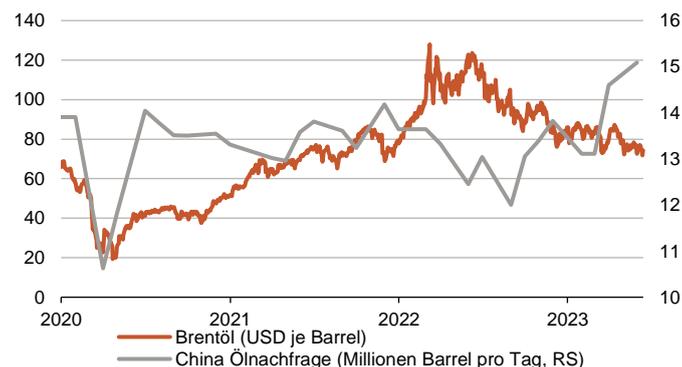
Industriemetalle aktuell knapp, in Zukunft noch knapper

Industriemetalle gerieten im zweiten Quartal mit sich eintrübenden Frühindikatoren aus dem verarbeitenden Gewerbe zunehmend unter Druck. Die im historischen Vergleich äußerst niedrigen Lagerbestände an der LME sind bisher allerdings nur geringfügig gestiegen und deuten weiter auf ein knappes Angebot. Zwar scheint die Industrie aktuell etwas zu schwächeln, aber vor allem in China ist großes Nachfragewachstum aus dem Bereich der grünen Technologien zu verzeichnen. Kurzfristig überwiegt die Konjunkturentwicklung, langfristig dürfte der Trend zur Dekarbonisierung Industriemetallpreisen signifikant Rückenwind geben.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

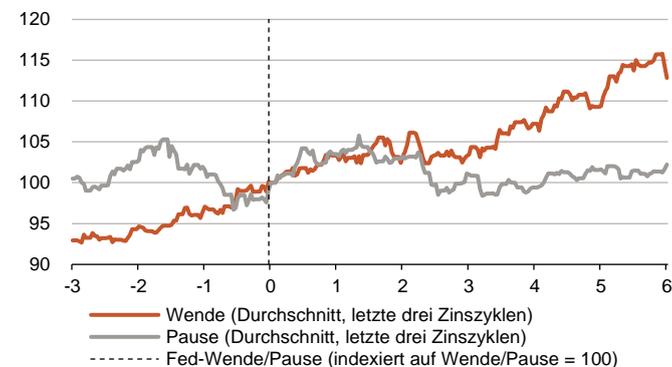
Öl: Kräftige Nachfragerholung in China, aber Ölpreis stagniert

Ölpreis der Sorte Brent gegenüber der Nachfrageentwicklung in China



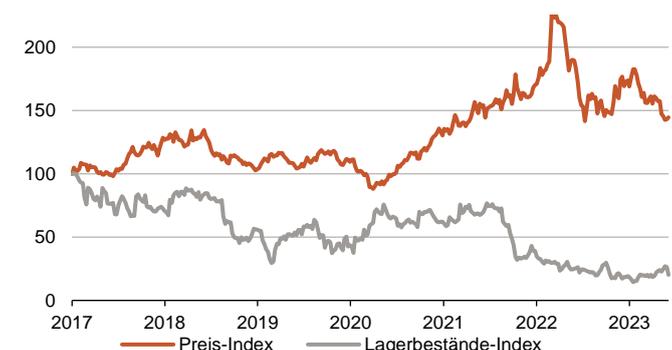
Gold: Erst bei Wende der Fed nachhaltiges Aufwärtspotenzial

Durchschnittliche Goldpreisentwicklung 3 Monate vor bis 6 Monate nach den letzten 3 Fed-Wenden (erste Zinssenkung) bzw. -Pausen (letzte Zinserhöhung)



Metalle: Niedrige Lagerbestände trotz schwächelnder Industrie

Gleichgewichteter Preis- und Lagerbestände-Index von Kupfer, Nickel, Aluminium und Zink indiziert auf 100 am 01.01.2017





EURO/US-DOLLAR: ZWEI SCHRITTE VOR, EINER ZURÜCK

Viele Unwägbarkeiten am Devisenmarkt

Der Euro präsentierte sich in der ersten Jahreshälfte zunächst in erfreulicher Verfassung. Die europäische Gemeinschaftswährung setzte lange ihre Erholung gegenüber dem US-Dollar fort und hatte Anfang Mai bei knapp 1,11 US-Dollar je Euro schon einen guten Teil des Weges zu unserem Jahresendziel von jetzt 1,12 zurückgelegt. Allerdings ist der Weg nach oben nicht ohne Hindernisse. So fiel der Euro auch im Mai wieder auf den Wert vom Jahresbeginn zurück. Angesichts der fragilen geopolitischen und gesamtwirtschaftlichen Lage darf dies aber nicht überraschen.

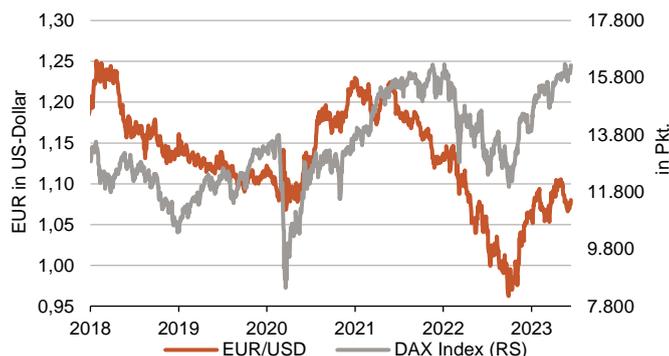
Die Devisenmärkte haben eine Reihe von Faktoren und Ereignissen zu verarbeiten, die nicht zum üblichen Tagesgeschäft zählen. Vor allem die außergewöhnliche Inflationsepisode und die daraus resultierende Geldpolitik erfordern permanent Neubewertungen. Die Inflationsraten sinken mittlerweile in allen großen Wirtschaftsräumen. Der Disinflationprozess muss aber noch ein ganzes Stück weitergehen, bevor sich die Währungshüter zurücklehnen können. Insofern versuchen die Marktakteure und Marktbeobachter weiterhin einzuschätzen, ob die Zentralbanken die Geldpolitik noch weiter straffen (US-Fed, Bank of England) beziehungsweise wie weit die Straffung noch geht (EZB). Erschwert wird die Einschätzung durch diffuse konjunkturelle Signale. Während für die USA eine Rezession erwartet wird (was tendenziell preisdämpfend wirkt), überrascht der amerikanische Arbeitsmarkt immer wieder mit beachtlicher Stärke (was tendenziell lohn- und preissteigernd wirkt). In der Eurozone hingegen dürfte die Konjunkturerholung etwas schwächer ausfallen als bisher erwartet. Insbesondere die deutschen Konjunkturdaten enttäuschten zuletzt. Die schwächere Konjunktur spricht gegen eine zu starke geldpolitische Straffung. Und schließlich hatte der Devisenmarkt mit den Unwägbarkeiten der US-Schuldenobergrenze umzugehen. Der Konflikt ist inzwischen beseitigt, aber ein Zahlungsausfall hätte zu schweren Verwerfungen an den Finanzmärkten führen können.

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die sicheren Anlagehäfen US-Dollar und Schweizer Franken unterschiedlich stark auf die jeweilige Risikolage reagieren. Während der Euro zum US-Dollar sichtbar zulegen kann, wenn die Risikoneigung an den Märkten steigt, gelingt es dem Euro kaum, Boden gegenüber dem Franken gut zu machen. Hier kommt zum Tragen, dass sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) auf eine Politik des starken Franken festgelegt hat, um die Inflation zu bekämpfen. Das Aufwärtspotential des Euro zum Franken bleibt deshalb begrenzt.

Dr. Jörn Qitzau, Senior Economist

EUR/USD: Aufwärts, aber mit Hindernissen

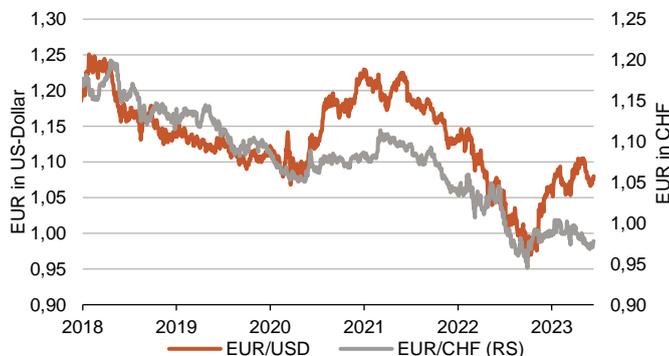
EUR/USD stark von Risikoneigung der Marktakteure abhängig. Viele Unwägbarkeiten unterbrechen immer wieder die Euro-Erholung



Zeitraum: 01.01.2018-13.06.2023
EUR in US-Dollar; DAX in Punkten. Quelle: Macrobond

EUR/CHF: Chronisch starker Franken

Der US-Dollar reagiert stärker auf veränderte Risikolagen. Der Schweizer Franken bleibt dank der SNB chronisch stark



Zeitraum: 01.01.2018-13.06.2023
Euro in Schweizer Franken und in US-Dollar. Quelle: Macrobond

Wechselkursprognosen

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

Wechselkursprognose	15.06.2022	31.12.2023		30.06.2024	
	Aktuell	🇪🇺	🇺🇸	🇪🇺	🇺🇸
EUR/USD	1,09	1,12	1,12	1,15	1,15
EUR/GBP	0,86	0,85	0,88	0,85	0,89
EUR/CHF	0,98	1,00	1,00	1,00	1,01
EUR/JPY	154	146	144	147	144
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,3	-2,3	-4,8	-4,8
GBP	-	0,7	-2,7	0,7	-3,8
CHF	-	-2,4	-2,4	-2,4	-3,4
JPY	-	5,2	6,6	4,5	6,6

* Durchschnitt, Konsens per 15.06.2023
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT JAVIER GARCIA LAPARRA

Herr Garcia, als Fondsmanager des Berenberg Emerging Asia Focus Fond liegt Ihr Fokus auf Aktien aus asiatischen Schwellenländern. Haben Sie einen persönlichen Bezug zu Asien? Was macht den Beruf Ihrer Meinung nach so faszinierend?

Ich investiere seit mehr als 16 Jahre in Aktien aus asiatischen Schwellenländern und ich lerne immer noch jeden Tag etwas Neues. Asien ist eine der dynamischsten und auch spannendsten Regionen der Welt, die bereits einen starken Wandel durchlebt hat, sich ständig weiterentwickelt und bis zu einem gewissen Grad auch neu erfindet. Was mich aus Investorensicht besonders fasziniert, ist die Diversität und Vielfalt der Länder und Sektoren. Das Wachstumspotenzial ist noch lange nicht ausgeschöpft und bietet weiterhin spannende Investment-Möglichkeiten.

Ich denke da zum Beispiel an Indonesien: Das Inselreich ist mit 270 Millionen Menschen das viertbevölkerungsreichste Land der Welt. Das Besondere ist aber, dass der Altersmedian bei gerade einmal 29,4 liegt. In anderen Ländern der Region ist er teilweise noch niedriger. So lag er im Jahr 2021 in Indien bei 27,6 Jahren und in den Philippinen bei 24,5 Jahren. Zum Vergleich: In der Schweiz, in der ich lebe, liegt es bei etwas über 43, in Deutschland sogar bei 45,9. In Indonesien ist mehr als die Hälfte der Bevölkerung jünger als 30 Jahre. Dies bietet ein enormes Potential für Wachstum, Konsum und Investitionen. Zudem ist das Land sehr rohstoffreich und verfügt über umfangreiche Ressourcen an Erdöl, Gas, Kohle, Nickel und Gold. Darüber hinaus ist das Land politisch stabil und zeigt ein starkes Wirtschaftswachstum, unterstützt durch strukturelle Reformen.

Asien ist örtlich weit weg und zeitlich eine Herausforderung, wie managen Sie das in Ihrem Arbeitsalltag? Und wie selektieren Sie Einzeltitel?

Den zeitlichen Abstand zu den Märkten würde ich eher als einen positiven Aspekt hervorheben. Wir können uns am Morgen mit Analysten, Industriespezialisten und vor allem mit dem Management austauschen, und nachmittags, wenn der Markt geschlossen ist, auf die Analyse der Investments fokussieren. Wir sind langfristige Investoren und treffen unsere Investitionsentscheidungen für einen Zeitraum von mindestens drei Jahren. Kurzfristige Kurschwankungen sind für uns zwar relevant, beeinflussen aber unsere Investments letztlich kaum. Wir haben einen sehr intensiven und konzentrierten Ansatz. Aus dem Gesamtuniversum von circa



1.500 Werten selektieren wir mittels unseres Bottom-Up Quality Growth Ansatzes ein Portfolio von 40 bis 45 Unternehmen mit starkem Exposure zu Small- und Midcaps. Als Investor muss man aber auch mit der sehr hohen Volatilität der verschiedenen Märkte und auch mit der hohen Geschwindigkeit der Entwicklung umgehen können. Man muss also die Risiken im Blick behalten. Daraus ergeben sich aber auch viele spannende Investitionsmöglichkeiten.

Wie unterscheidet sich Asien von anderen Aktienregionen? Warum sollten Anleger diese Region in ihrem Portfolio haben?

Hier spielen die Kombination aus vielen Marktführern im zukunfts-trächtigen Technologiebereich und der positive demographische Trend einer wachsenden Bevölkerung eine große Rolle. So finden sich in den asiatischen Schwellenländern viele starke Firmen aus zukunfts-trächtigen Bereichen wie der Solarenergie oder Batterien für Elektroautos. Asien ist Marktführer bei der High-End-Chipproduktion und der größte Halbleiterproduzent der Welt. Das macht asiatische Schwellenländeraktien zu einer langfristig guten Beimischung für ein ausgeglichenes Depot.



Wie schätzen Sie die Spannungen zwischen China und Taiwan bzw. den USA ein?

Die geopolitischen Spannungen zwischen China und den USA werden weiterhin zu Volatilität führen. Ich denke aber, dass die chinesische Regierung im Moment andere Prioritäten hat. Sie muss dem Land wieder zu Wachstum verhelfen, den Konsum wieder ankurbeln und den Immobilienmarkt stabilisieren. Trotz all der Diskussion um Taiwan und der Rolle Chinas im Russland-Ukraine-Krieg würde ich das politische Verhältnis zu den USA als etwas besser als vor einem Jahr einstufen.

Seit Herbst letzten Jahres stärken Sie mit dem neuen Berenberg Emerging Asia Focus Fond die Aktienplattform bei Berenberg. Wie war der Start?

Der Start ist uns gut gelungen, aber es war kein einfaches Jahr. Wir hatten eine starke China-Rally im Dezember und im Januar, die aber auch sehr schnell wieder verpufft ist. Auf der anderen Seite gab es starke Schwankungen in den verschiedenen Sektoren. Im Moment wird der Markt von Inflationserwartungen und Rezessionsszenarien im Westen geprägt. Es gibt keine klar ersichtlichen Trends und das macht es schwierig, Alpha zu generieren. Trotz all dieser Widrigkeiten konnten wir uns besser als der asiatische Markt entwickeln.

Was macht ihr Fonds im Vergleich zu anderen Asien-Aktienfonds besonders? Was machen Sie anders?

Wir setzen auch in Asien auf unsere bewährte Investment-Philosophie und den dahinterstehenden Prozess – Quality Growth ist auch in Asien eine gute Möglichkeit, um ansehnliche Renditen zu erwirtschaften. Im Vergleich zu den Mitbewerbern haben wir mit nur 40 bis 45 Titeln ein sehr viel konzentrierteres Portfolio. Zudem zeichnet uns unser stärkeres Exposure zu Small- und Midcaps und zu strukturell wachsenden Sektoren wie Technologie, Grüne Energie und Konsum aus – Punkte, die ich gewissermaßen als Berenberg-DNA bezeichnen würde. Auch spielen bei uns ESG-Kriterien eine größere Rolle als bei vielen anderen Asienfonds.

Wie haben sich die Märkte über die letzten Jahre verändert? Warum sehen Sie gerade jetzt Chancen in Asien? Wo sehen Sie Opportunitäten?

Interessant sind vor allem Werte, die von strukturellen Megatrends wie Digitalisierung, Grüne Revolution und den Auswirkungen des demographischen und gesellschaftlichen Wandels profitieren

sollten. Die im Durchschnitt sehr junge Bevölkerung in der Region steht für mehr als eine Milliarde junger Menschen, die reisen wollen, Bildung und Bankkonten benötigen und potenzielle Nutzer sozialer Medien sind. So gibt es in Asien bereits mehr als zwei Milliarden Internetnutzer, nirgendwo auf der Welt gibt es mehr. Die Region ist nicht zuletzt auch deshalb führend in den Bereichen E-Commerce-Innovation, 5G-Technologien, soziale Medien sowie Zahlungs- und Transferplattformen. Themen wie Cloud Computing, Big Data, und Internet of Things werden Asiens Wachstum weiterhin positiv beeinflussen. Nicht vergessen darf man auch den Megatrend Künstliche Intelligenz, von dem Asien sehr stark profitiert. Die dafür benötigten großen und leistungsstarken Rechner werden in Taiwan produziert. Auch die Chipproduktion ist dort ein sehr starker Sektor. Dieser Bereich ist zudem stark von kleinen und mittleren Unternehmen geprägt, weswegen wir mit unserer starken Small- und Mid-Cap Expertise eine gute Ausgangsposition haben. Der Markt ist nur gering von Analysten durchdrungen, das gibt viel Potenzial für einen fundamentalen Ansatz.

KURZVITA

Javier Garcia ist seit Oktober 2022 Portfoliomanager bei Berenberg. Er begann seine Investmentkarriere 2002 bei Julius Bär Asset Management (später Swiss & Global Asset Management), wo er ab 2006 Co-Manager des JB Global Emerging Markets Equity Fund wurde und ab 2009 zusätzlich als Lead Fonds Manager des JB Black Sea Funds und des JB Russia Stock Funds tätig war. Von 2013 bis 2022 war er als Senior Portfolio Manager Emerging Markets Equities bei UBS Wealth Management tätig. In dieser Funktion hat er den Bereich Global-Emerging-Markets und Asien-Aktien aufgebaut und gemanagt. Javier Garcia hält einen Bachelor in Business Administration und Economics der Universität Zürich und ist 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

Ludwig Kemper | Analyst Multi Asset Strategy & Research

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

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfoliomanager 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 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 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. 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 19. Juni 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