



# HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

## LANDUNG VORAUSS

Lange hat die US-Wirtschaft positiv überrascht, doch jetzt mehren sich die Anzeichen einer Abschwächung. Die Frage, wie weich oder hart die Landung wird, dürfte im vierten Quartal im Anlegerfokus stehen. Den Blick stärker auf Wachstum als auf Inflation gerichtet, dürften Aktien und Staatsanleihen weniger Gleichlauf aufweisen und Qualitäts- und Wachstumstitel profitieren.

## MEHR TURBULENZEN

Die Aktienmärkte preisen mit hohen Bewertungen und Gewinnerwartungen eine sehr weiche Landung ein. Das Potenzial für positive Überraschungen erscheint begrenzt. Die globale Liquidität schwächt sich ab, und auch die Energiepreise, das Wetter und China könnten für Turbulenzen sorgen.

## SPÄTERER NEUSTART

Die spätere Abschwächung der US-Wirtschaft könnte auch die nachfolgende Erholung verzögern. Dass die Märkte mit einer Jahresendrallye einen erneuten Aufschwung 2024 beidseits des Atlantiks ins Visier nehmen, ist zwar möglich, aber weniger wahrscheinlich.

Q4 | 2023



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer  
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,  
das dritte Quartal brachte an den Kapitalmärkten viel Hin und Her. Wesentliche Veränderungen gab es bei Rohstoffen. Industriemetalle und besonders Rohöl erholten sich deutlich von den Verlusten des ersten Halbjahres. Aktienmärkte entwickelten sich nach dem starken ersten Halbjahr volatil seitwärts. Die anhaltend positiv überraschende US-Wirtschaft schürte Erwartungen höherer Zinsen für länger. Erwartungen zügiger Zinssenkungen wurden ausgepreist. Anleiherenditen, besonders die Realrenditen, stiegen. Alles in allem erscheinen die Märkte jetzt deutlich konsistenter als noch vor drei Monaten. Sie setzen aus unserer Sicht einheitlicher auf keine oder eine sehr weiche Landung der US-Wirtschaft.

Ob es so kommt, dürfte das dominierende Thema im vierten Quartal sein. Die Auswirkungen höherer Zinssätze zeigen sich bisher gedämpfter als in vergangenen Zyklen, denn die Corona-Zusatzersparnisse, das Rekord-US-Haushaltsdefizit außerhalb von Kriegs- und Rezessionszeiten und die langfristigen, günstigen Unternehmensfinanzierungen der letzten Jahre federn die Belastungen noch ab. Aber diese Effekte sind nicht nachhaltig. Wie stark der Abschwung wirklich wird, werden wir wohl erst viel später wissen und wird davon abhängen, wie zügig die Fed bei einer Verlangsamung der Wirtschaft die Zinsen wieder senken kann. Denn je länger die Zinssätze hoch bleiben, desto wahrscheinlicher ist, dass sie doch noch stärkere Auswirkungen zeigen. Eine sich wieder verfestigende Inflation – bei einer zeitgleichen Konjunkturverlangsamung – wäre für die Märkte wohl das schlechteste Szenario.

Vorsicht und eine ausgewogene Positionierung bleiben aus unserer Sicht deshalb vorerst angebracht. Die Zeichen, dass wir uns spät im Zyklus befinden und dass sich die US-Wirtschaft abschwächt, verdichten sich. Der Arbeitsmarkt hat begonnen sich abzukühlen. Kreditausfälle und Insolvenzen nehmen zu. Zuletzt haben die Aktienmärkte zwar noch positiv auf schwächere Wirtschaftsdaten reagiert, weil diese den Zinsanstieg bremsen. Das muss aber nicht so bleiben. Mehren sich die Anzeichen einer Abschwächung bei weiter rückläufiger Kerninflation, wie wir erwarten, dürfte sich der

Anlegerfokus von Inflation hin zum Wirtschaftswachstum verschieben. Die Märkte dürften stärker auf die Wirtschaftsdaten reagieren, der Gleichlauf von Aktien und Staatsanleihen vom dritten Quartal dürfte sich abschwächen und nach der unterdurchschnittlichen Entwicklung von Qualitäts- und Wachstumsaktien im dritten Quartal könnten diese wieder stärker nachgefragt werden.

Die Anlegerstimmung hat sich über den zähen Sommer zwar verschlechtert, aber die Positionierung systematischer Anleger ist noch hoch, da ein starker Volatilitätsanstieg bisher ausblieb. Die Märkte bleiben damit anfälliger für eine deutlichere Korrektur, und der Monat Oktober zeigt historisch die höchste Volatilität. Das Aufwärtspotenzial bei Aktien scheint bei der Vielzahl an Risiken vorerst weiter limitiert.

Im Insights-Interview ab Seite 14 spricht unser Fondsmanager Felix Stern über die Attraktivität von Euro-Anleihen kürzerer Laufzeiten und darüber, was den Laufzeitenfonds Berenberg Euro Target 2028 auszeichnet. Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre.

## INHALT

<b>Multi-Asset-Strategie</b>	Seite 3
Mehr Volatilität mit Abkühlung der US-Wirtschaft	
<b>Volkswirtschaft</b>	Seite 6
Lagerkorrektur belastet die Weltkonjunktur	
<b>Aktien</b>	Seite 8
Erhöhte Gefahr für einen moderaten Rücksetzer	
<b>Anleihen</b>	Seite 10
Ein differenzierender Blick lohnt sich	
<b>Rohstoffe</b>	Seite 12
Rohstoffe sind und bleiben konjunkturabhängig	
<b>Währungen</b>	Seite 13
Euro/US-Dollar: Rückenwind für den US-Dollar	
<b>Berenberg Insights</b>	Seite 14
Interview mit Felix Stern	



# MEHR VOLATILITÄT MIT ABKÜHLUNG DER US-WIRTSCHAFT

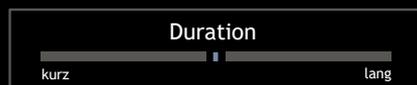
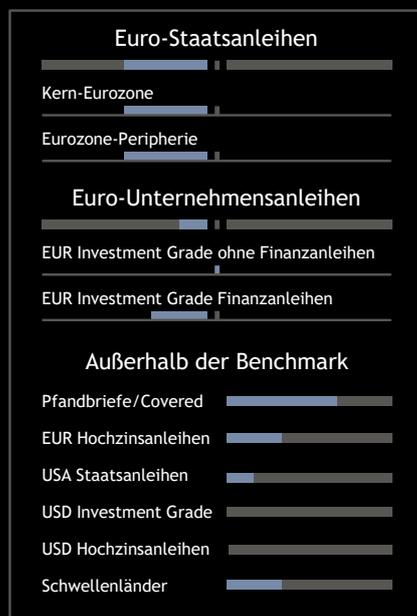
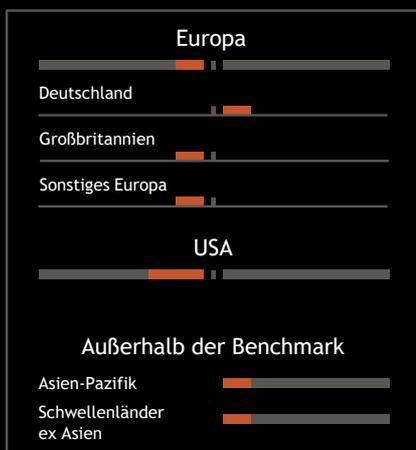
## AUF DEN PUNKT

- Robustes US-Wachstum, Liquiditätsentzug und starke Emissionstätigkeit trieben US-Realrenditen auf das höchste Niveau seit 2009. Dies bremste Aktien und Anleihen zeitgleich. Sie zeigten einen starken Gleichlauf. Rohstoffe erholten sich.
- Positive Wirtschaftsimpulse sind im vierten Quartal nicht wahrscheinlich. Trotz späterer und eventuell nur milder US-Schwäche dürfte deren Ausmaß das zentrale Thema werden.
- Anleiherenditen dürften nicht mehr stark steigen. Rohstoffe haben nach der Erholung weniger Potenzial und Aktien scheinen vorerst gedeckelt mit dem Risiko einer deutlicheren Korrektur. Das Hin und Her der letzten Monate geht weiter.

### Portfoliositionierung auf einen Blick

Seit Ende Februar sind wir bei Aktien leicht und seit dem zweiten Quartal moderat untergewichtet. Das war zu früh. Amerikanische Aktien haben sich bis in den Juli positiv entwickelt. Die

Untergewichtung war aber zumindest die letzten Monate gut. Wir fühlen uns mit dieser Aufstellung weiterhin wohl. Für einen Ausbau der Aktienposition bräuchten wir entweder eine deutlichere Korrektur oder einen absehbaren Konjunkturaufschwung beidseits des Atlantiks bei niedrigerer Inflation. Die Duration auf der Anleihe Seite haben wir angesichts der Konjunkturrisiken und des absehbaren Endes der Zinserhöhungen auf neutral angehoben. Zudem haben wir uns von einigen riskanteren Anleihepositionen zugunsten von sichereren, beispielsweise Pfandbriefen, verabschiedet, denn die Risikoprämien könnten sich bei Konjunkturschwäche erneut ausweiten. Insgesamt haben wir das Kreditrisiko zugunsten des Zinsrisikos reduziert. Schwellenländeranleihen, besonders in Lokalwährung, bleiben aber attraktiv. Zyklische Rohstoffe haben nach der jüngsten Erholung kein deutliches Aufholpotenzial mehr. Wir haben die Position taktisch leicht reduziert. Sie bleiben als Diversifikator in einem Umfeld erhöhter Inflation (svolatilität) und aufgrund der strukturellen Nachfrage durch die Energiewende aber strategisch interessant. Auch Gold bleibt angesichts der erhöhten Risiken übergewichtet.



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

- Untergewichtet    ■ Neutral    + Übergewichtet

**Drittes Quartal: „High(er) for longer“-Narrativ beflügelte Realrenditen und bremste Aktien und Staatsanleihen**

Die Entwicklungen aus dem zweiten Quartal setzten sich zunächst fort. Dank robuster US-Wirtschaft legten US-Aktien und deren Bewertungen weiter zu und ignorierten, wie bereits seit Mai, die hohen und weiter steigenden Realzinsen (obere Abb. S. 5). Im August drehte das Bild. Bei weiter robuster US-Konjunktur, wieder steigenden Öl- und Industriemetallpreisen und einer immer noch hohen Kerninflation preisten die Märkte die erwarteten schnellen Zinssenkungen durch die US-Zentralbank aus. Trotzdem versteilerte sich die Zinskurve. Denn die Realrendite 10-jähriger inflationsindexierter US-Staatspapiere kletterte auf knapp 2 %, das höchste Niveau seit 2009, getrieben auch durch starke Emissionstätigkeit (Haushaltsdefizit) und den Liquiditätsentzug (QT). Dies belastete Aktien und Anleihen zeitgleich – Aktien und Staatsanleihen kehrten zu einer positiven Korrelation zurück, Aktienmärkte verloren von der Spitze ca. 5 %, höher bewertete Technologietitel litten besonders und Rohstoffpreise erholten sich – die Märkte erlebten ein kleines „Revival“ der Entwicklungen des Jahres 2022. Der Anstieg der Aktienvolatilität blieb aber begrenzt, so dass hoch positionierte systematische Anleger nur in begrenztem Ausmaß Aktien abbauten. Zu einer Volatilitätsspitze, die eine Verkaufswelle durch Systematiker und damit eine deutlichere Korrektur ausgelöst hätte, kam es nicht.

**US-Daten drehen – US-Wirtschaft setzt zur Landung an**

Der Wirtschaftsabschwung in den USA hat bisher auf sich warten lassen – Konjunkturdaten haben dort anders als in der Eurozone oder in China auch im dritten Quartal positiv überrascht (mittlere

Abb. S. 5). Aber auch in den USA verdichten sich nun die Anzeichen einer Wirtschaftsabkühlung. Nicht zuletzt hat die Geldpolitik mit einem positiven realen Zentralbankzins von mehr als 1,5 % (Fed-Zins in Höhe von 5,25–5,50 % vs. einer Konsumentenpreis-inflation in Höhe von 3,7 % im August) in den letzten Monaten ein restriktives Niveau erreicht. Die US-Arbeitslosenquote ist vom Tiefpunkt von 3,4 % im Mai auf 3,8 % im August angestiegen. Auch wenn parallel die Partizipationsquote etwas stieg, zeigt der Arbeitsmarkt Zeichen einer Abkühlung. Für Europa ist vor diesem Hintergrund in den kommenden Monaten auch keine Erholung zu erwarten. Nach der Welle massiver Enttäuschungen seit dem Frühjahr dürften die negativen Überraschungen aber abebben. Deutlich positive Konjunkturimpulse aus China zeichnen sich ebenso nicht ab, solange es nicht zu stärkeren Stimulierungsmaßnahmen kommt. Für die Märkte dürften damit im vierten Quartal kaum positive Signale von der Wirtschaft kommen und es dürfte die Frage nach der Stärke der US-Abschwächung im Fokus stehen.

**Anleihen sicherer Emittenten könnten profitieren**

Vor diesem Hintergrund dürften sich in Q4 sichere Häfen wie Staatsanleihen besser als Risikoanlagen entwickeln. Solange sich die Inflation nicht wieder verfestigt, was angesichts des deutlichen Rohstoffpreisanstiegs ein Risiko ist, dürften Anleiherenditen – wenn überhaupt – nur noch wenig steigen, während die laufende Verzinsung bereits attraktiv ist. Sollte sich die US-Wirtschaft deutlicher abschwächen, dürften sichere Anleihen deutlicher profitieren – das ist ein attraktives asymmetrisches Renditeprofil, zumal spekulative Anleger starke Shortpositionen in US-Staatsanleihen aufweisen und 10-jährige US-Staatsanleihen eine Realverzinsung

**Déjà-vu? Drittes Quartal zäher, aber bisher ohne große Korrektur bei Aktien; Öl, Industriemetalle und der US-Dollar erholten sich deutlich**

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.¹
	■ YTD (31.12.22-20.09.23)	■ Q3TD (30.06.23-20.09.23)	20.09.22	20.09.21	20.09.20	20.09.19	20.09.18		
S&P 500	15,8	1,0	8,0	5,5	34,9	4,9	11,3	12,4	21,7
Brent	27,6	14,5	8,8	80,3	75,7	-40,1	-8,4	13,6	40,8
DAX	-2,3	13,3	24,6	-16,3	15,4	5,2	1,1	5,1	20,8
Stoxx Europa 50	12,4	0,5	20,0	1,5	19,6	-5,5	9,9	8,6	16,9
Gold	6,3	2,8	8,5	11,0	-8,7	19,7	34,3	12,1	13,1
MSCI EM	3,5	0,5	-2,0	-9,1	17,2	3,0	7,9	3,0	17,2
EM-Staatsanleihen	2,9	1,0	-1,3	-6,3	5,4	-3,9	20,0	2,4	8,5
Euro-Unternehmensanleihen	2,8	0,7	2,2	-14,6	1,8	0,7	5,8	-1,1	3,8
Euro-Übermacheinlage	2,0	0,7	2,3	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	0,1	0,1
Euro-Staatsanleihen	1,3	0,4	-0,9	-10,8	0,1	0,2	5,3	-1,4	3,6
USD/EUR	2,3	0,4	-6,5	17,6	1,0	-6,9	6,9	2,0	7,2
US-Staatsanleihen	-0,2	-0,5	-8,0	2,1	-1,1	1,2	17,9	2,1	7,0

Zeitraum: 20.09.2018-20.09.2023

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



von ca. 2 % aufweisen. Anleger aus dem Euroraum dürfen aber das Währungsrisiko nicht vergessen. Der US-Dollar ist weiter stark überbewertet und dürfte über die mittlere bis längere Frist deutlich abwerten. Alternativ kostet die Währungsabsicherung. Die Realrendite auf 10-jährige Bundesanleihen ist aber gerade mal positiv bei 0,2 %. Pfandbriefe und Unternehmensanleihen hoher Qualität bieten mehr Ertrag und wir bevorzugen sie in Europa. Die Risikoaufschläge haben sich allgemein deutlich eingeeignet, so dass hier das Risiko steigender Spreads besteht. Kürzere Laufzeiten sind hier zu bevorzugen. Zinsduration sollte also über sichere Anleihen aufgebaut werden. Insgesamt bevorzugen wir zwar Anleihen gegenüber Aktien, aber ein starkes absolutes Übergewicht liegt auch angesichts der weiter hohen Zinsvolatilität nicht nahe.

#### Ausbruch von Aktien nach oben vorerst unwahrscheinlich

Die Bewertungen besonders von US-Aktien sind im historischen Vergleich deutlich erhöht – trotz der hohen Anleiherenditen. Die optimistischen Gewinnschätzungen für 2024, getrieben durch eine starke erwartete Ausweitung der Gewinnmargen, erschweren zudem positive Überraschungen. Zugegeben, die Produzentenpreis-inflation kommt derzeit schneller herunter als die Konsumentenpreis-inflation, ein klassischer Margentreiber. Aber die Konsumenten werden vorsichtiger. Bei einer deutlicheren Wirtschaftsabschwächung drohen eher Reduktionen der Gewinnerwartungen. Die Unterstützung durch Aktienfondszuflüsse hält sich weiterhin sehr in Grenzen und systematische, risikobasierte Anlagestrategien sind hoch in Aktien positioniert. Das spricht für eine Fortsetzung des Hin und Hers der letzten zwei bis drei Monate mit dem Risiko einer deutlicheren Korrektur, sollte ein Volatilitätsanstieg einen Abverkauf durch Systematiker auslösen. Es ist zwar vorstellbar, dass mit den volkswirtschaftlichen Ausblicken für 2024 zum Jahresende der Blick der Anleger bereits auf einen möglichen globalen Aufschwung 2024 wechselt – insbesondere sollte sich die US-Wirtschaft bis dahin wirklich deutlicher abgekühlt haben und die Inflation niedriger sein. Dies ist aus unserer Sicht aber weniger wahrscheinlich geworden.

Das erwartete Umfeld spricht dafür, dass Anleger wieder verstärkt auf die Qualität der Unternehmensgewinne und das strukturelle Gewinnwachstum achten dürften. Dies in Verbindung mit stabilen oder fallenden Anleiherenditen sollte es Qualitäts- und Wachstumsaktien im vierten Quartal erlauben, sich relativ wieder besser zu entwickeln (untere Abb.). Ohne Anlegerfokus auf eine wirtschaftliche Erholung dürften sich Small Caps hingegen trotz der attraktiven Bewertungen vorerst weiter schwerer tun.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

#### Aktienmärkte reagieren doch auf hohe und steigende Realrenditen

Die Aktienmärkte stiegen seit Mai zunächst weiter trotz steigender Realrenditen von Anleihen. Das war nicht nachhaltig. Hohe Realrenditen bremsen ab August



#### US-Wirtschaft in Q3 robuster als erwartet. Dreht das Bild in Q4?

US-Konjunkturdaten haben besonders zu Beginn des dritten Quartals den Konsens deutlich übertroffen. Daten aus Europa und China enttäuschten weiter



#### Potenziell Growth-Revival in Q4 nach Value-Outperformance in Q3

Relative Entwicklung von Valueaktien ggü. Wachstumsaktien in Europa und Entwicklung der Renditen amerikanischer Staatsanleihen





## LAGERKORREKTUR BELASTET DIE WELTKONJUNKTUR

### AUF DEN PUNKT

- Die Weltkonjunktur verliert erheblich an Schwung.
- USA: weiche Landung voraus, neuer Schwung Mitte 2024.
- Europa: Stagflation bis zum Frühjahr 2024.
- Der Inflationsdruck geht weiter zurück – aber nicht auf 2 %.
- Notenbanken: Das Ende des Zinszyklus ist erreicht.

### Eine gesplante Konjunktur

In großen Teilen der Welt bläst dem verarbeitenden Gewerbe derzeit der Wind ins Gesicht. Da die Verbraucher während der Pandemie mehr auf Dienstleistungen als auf Güter verzichten mussten, haben sie jetzt bei Reisen, Restaurantbesuchen und anderen Dienstleistungen einen größeren Nachholbedarf als bei Gütern. Das Ergebnis ist eine ungewöhnliche Kluft zwischen einer robusten Nachfrage nach Dienstleistungen und einer ausgeprägten Schwäche im verarbeitenden Gewerbe. Dazu kommt, dass viele Unternehmen rund um die Welt Ende 2022 und Anfang 2023 das Ende der ausgeprägten Lieferkettenengpässe genutzt haben, um Lagerbestände an Vor- und Fertigprodukten aufzubauen. Angesichts einer schwächelnden Nachfrage aus den USA, China und Europa bauen sie jetzt ihre Lagerbestände wieder ab. Vorläufig produzieren sie also weniger, als sie verkaufen.

Allerdings dauert es oftmals nur zwei bis drei Quartale, bis sie ihre Lager hinreichend geräumt haben. Wir rechnen damit, dass das verarbeitende Gewerbe Ende 2023 den Tiefpunkt erreicht haben wird und kurz danach ein neuer Aufschwung einsetzen kann.

### Lagerkorrektur im Euroraum

Zuviel oder zuwenig auf Lager? Saldo der Antworten in Prozentpunkten



Umfrage in der Euroraum-Industrie; „Wir beurteilen unsere Lagerbestände an unverkauften Fertigwaren als ...“, Saldo der Antworten in Ppt, + heißt „zu groß“, - „zu klein“; saisonbereinigte Monatsdaten. Zeitraum: 01.01.2000-05.09.2023, Quelle: Europäische Kommission

### Sanfte Landung in den USA

Trotz der energischen Zinswende der US-Fed hält sich die US-Konjunktur weiterhin besser als erwartet. Der besonders zinsensible Wohnungsbau scheint sich nach einem Einbruch von 23 % gegenüber Anfang 2021 langsam zu stabilisieren. Der Arbeitsmarkt verliert zwar immer mehr an Schwung. Damit nehmen auch die Lohnzuwächse der privaten Verbraucher ab. Aber dank eines kräftigen Rückgangs der Inflation steigt ihre Kaufkraft, die sich aus ihren verfügbaren Einkommen nach Abzug der Inflation ergibt. Dies stützt den privaten Konsum.

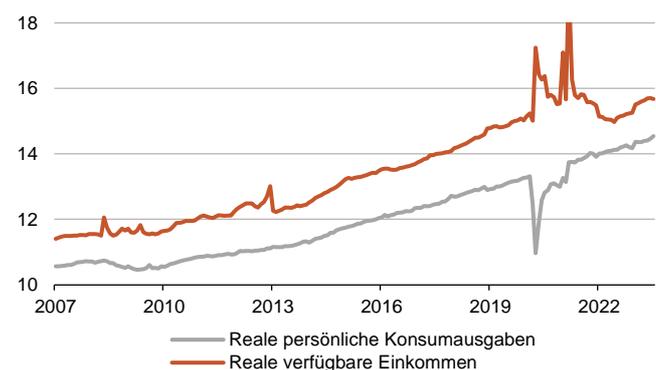
Statt mit einer Mini-Rezession zum Jahreswechsel rechnen wir für die USA jetzt mit einer sanften Landung, also einer Phase von schwachem Wachstum weit unterhalb der Trendrate von knapp 2 %, aber eben nicht mehr mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung. Die weltweite Schwäche im verarbeitenden Gewerbe trifft die USA weniger als Europa. Ab Mitte 2024 dürfte eine weniger straffe Zinspolitik die konjunkturellen Aufwärtskräfte stärken. Angesichts einer strukturell hohen Nachfrage nach Wohnraum kann auch der Wohnungsbau vermutlich ab Frühjahr 2024 wieder zulegen. Die Fiskalpolitik trägt ebenfalls zum Zuwachs der Nachfrage bei. Wir erwarten deshalb, dass die US-Wirtschaft Mitte 2024 wieder eine annualisierte Wachstumsrate von 2 % erreicht.

### Durchwachsender 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 steigen die Einkommen der Verbraucher seit dem zweiten

### US-Haushalte: reale verfügbare Einkommen und Konsum

Billionen USD, in Preise von 2012



Saisonbereinigte annualisierte Monatsdaten. Zeitraum: 01.01.2007-05.09.2023, Quelle: BEA



Quartal wieder stärker als die Preise. Die Verbraucher haben damit real – also nach Abzug der Inflation – wieder mehr Geld in der Tasche. Dies hat sich im Sommer bereits in einer lebhaften Reisetätigkeit gezeigt. Andererseits steckt das verarbeitende Gewerbe in einer Rezession. Die schwache Weltnachfrage nach Gütern sowie die Lagerkorrektur trifft insbesondere Länder wie Deutschland, die sich auf die Ausfuhr von Waren spezialisiert haben. Nach einer Stagnation im Sommer dürfte die Wirtschaftsleistung in der Eurozone im Schlussquartal etwas zurückgehen.

### *Europa: Rückenwind aus dem Inland – heftiger Gegenwind aus Übersee*

Für das kommende Jahr zeichnet sich allerdings ein neuer Aufschwung ab. Wir rechnen damit, dass die Lagerkorrektur im verarbeitenden Gewerbe Ende 2023 auslaufen wird. Viele Unternehmen halten sich derzeit angesichts großer Unsicherheiten mit Investitionen zurück. Sobald die Konjunktur wieder etwas Tritt fasst, werden sie im kommenden Jahr wieder mehr ausgeben, um Lieferketten neu zu strukturieren und knappe Arbeitskräfte zu ersetzen. Obwohl China strukturell schwach bleiben wird, kann die Ausfuhr nach China im kommenden Jahr vermutlich wieder leicht zulegen. Schließlich dürfte China 2024 mit etwa 3–4 % wachsen. Spätestens Mitte 2024 könnte dann mit der Rückkehr der US-Wirtschaft zu normalem Wachstum auch die Konjunktur in Europa wieder an die Dynamik der Zeit vor dem Beginn des russischen Angriffs auf die Ukraine anknüpfen. Für Großbritannien rechnen wir mit einem ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone.

### **Die Inflation geht weiter zurück**

Auf beiden Seiten des Atlantiks lässt der Preisdruck weiter nach, in den USA schneller als in Europa. Da in den USA der Arbeitsmarkt weiter 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 Lohnanstieg dann im Laufe des Jahres 2024 wieder auf etwa 4 % zurückgehen dürfte. In den USA und Europa werden die Inflationsraten tendenziell weiter sinken. Die wieder etwas höheren Ölpreise unterbrechen dies nur kurzzeitig. Der Höhepunkt der Nahrungsmittelpreisinflation ist überschritten. Da die Transportkosten gesunken sind, wird bei schwacher Nachfrage nach Gütern der Preisdruck in diesem Bereich ebenfalls nachlassen. Allerdings werden die höheren Lohnzuwächse in Europa die Preise für lohnintensive Dienstleistungen weiter in die Höhe treiben, so dass sich die Inflation in Europa ab Q4 2024 wohl bei etwa 2,5 % einpendeln wird statt bei den etwa 1,5 % in den Jahren vor der Pandemie. Auch für die USA erwarten wir Inflationsraten nahe bei 2,5 % für 2024 und 2025.

### **Zentralbanken - Zinsgipfel (fast) erreicht**

Der weniger robuste Arbeitsmarkt in den USA und die schwächere Konjunktur werden die US-Fed und die EZB vermutlich davon abhalten, ihre bereits hohen Leitzinsen weiter (spürbar) anzuheben. Sobald die konjunkturelle Schwächephase den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, wird die Fed dann die Zinsen ab Frühjahr 2024 wieder etwas senken, während die EZB angesichts einer Inflation von weiterhin über 2 % ihre Zinspolitik im kommenden Jahr wahrscheinlich nicht lockern wird.

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

\* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei.  
 \*\* Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 22.09.2023



## ERHÖHTE GEFAHR FÜR EINEN MODERATEN RÜCKSETZER

### AUF DEN PUNKT

- Warnende Frühindikatoren, steigende Zinsen, ein wieder festere US-Dollar sowie die Ölpreiserholung dürften Druck auf die optimistischen Konsens-Gewinnsschätzungen ausüben.
- Der sich verstärkende Liquiditätsentzug dürfte in den kommenden Monaten die Bewertungen deckeln.
- Nach dem Seitwärtsmarkt in Q3 sehen wir eine erhöhte Rücksetzer-Gefahr. Jedoch dürfte das Abwärtspotenzial begrenzt sein, da viele Anleger ohnehin schon vorsichtig sind.

### Aktienrallye hat sich in Q3 nicht fortgesetzt

Im dritten Quartal hat sich gezeigt, dass das Aufwärtspotenzial bei Aktien momentan begrenzt ist. Das liegt vor allem daran, dass schon viel Positives eingepreist ist und sich viele Anleger nach der starken H1-Aktienmarktperformance in den Markt haben zwingen lassen, so dass es immer weniger inkrementelle Käufer gab. Die negativen Konjunkturüberraschungen in China und Europa haben zu einer Underperformance der lokalen Aktienmärkte geführt. US-Aktien hielten sich dank der KI-Begeisterung und bis dato robuster US-Konjunktur marginal besser – in Euro gerechnet profitierten sie zudem von der USD-Aufwertung in Q3.

### Unrealistische Gewinnerwartungen für 2024

Während der Q2-Berichtssaison haben viele US-Einzelhändler einen negativen Ausblick gegeben. Die Konsumlaune der US-Verbraucher beginnt sich einzutrüben. Die Wiederaufnahme der Zahlungen für Studentendarlehen im Oktober, die beginnende

Abkühlung auf dem Arbeitsmarkt und die Aufzehrung der überschüssigen Ersparnisse aus der Pandemie stellen im weiteren Verlauf dieses Jahres erhebliche Abwärtsrisiken für die Verbraucher dar und dürften den privaten Verbrauch belasten. Bei den Gewinnsschätzungen der Analysten scheint dies allerdings noch nicht angekommen zu sein. Der Konsens erwartet für 2024 ein Gewinnwachstum von knapp 10 % für die Industrienationen, getrieben vor allem durch eine Ausweitung der Gewinnmargen in den USA. Für die Schwellenländer geht der Konsens nach einer Gewinnrezession dieses Jahr von einer noch deutlicheren Erholung 2024 aus. Immer noch erhöhte Lohninflation und steigende Refinanzierungskosten der Unternehmen zusammen mit einer wohl rückläufigen Preissetzungsmacht aufgrund von Disinflation und bis dato das Ausbleiben einer starken China-Erholung dürften aber das Gewinnwachstum limitieren – vor allem für einen Großteil der zyklischen Unternehmen sowie für Nebenwerte. Es dürfte schwer für die Unternehmen werden, die optimistischen Prognosen 2024 nach oben zu übertreffen.

### US-Aktien nahezu für Perfektion gepreist

Trotz höherer Realzinsen und Liquiditätsentzugs kam es in diesem Jahr zu einer Bewertungsausweitung bei US-Aktien. Das Forward-KGV für den S&P 500 ist seit Jahresanfang von 17 auf über 20 gestiegen, bei höheren 10J-Treasury-Renditen. Damit sind US-Aktien nun wieder im Vergleich zur eigenen Historie teuer bepreist. Andere Segmente wie beispielsweise europäische Aktien und Nebenwerte sind relativ günstig im Vergleich zur eigenen Historie bewertet. Es gibt verschiedene Gründe für die gestiegene Bewertungsdiskrepanz zwischen den USA und dem Rest der Welt.

### Aktienmärkte sind im dritten Quartal auf der Stelle getreten - US-Aktien profitierten von USD-Aufwertung

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q3 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	YTD (31.12.22-20.09.23)	Q3TD (30.06.23-20.09.23)	20.09.22	20.09.21	20.09.20	20.09.19	20.09.18			
MSCI EM Osteuropa	-3,1	18,5	36,0	-83,7	44,5	-21,6	25,0	1,0	6,0	7,1
S&P 500	1,0	15,8	8,0	5,5	34,9	4,9	11,3	3,9	1,6	20,3
Euro Stoxx 50	-2,6	15,3	26,5	-12,0	25,4	-6,1	7,9	1,8	3,6	12,1
MSCI Japan	4,3	15,3	14,8	-15,6	27,1	-0,3	4,2	1,4	2,3	16,0
DAX	-2,3	13,3	24,6	-16,3	15,4	5,2	1,1	1,4	3,5	11,4
Stoxx Europa 50	0,5	12,4	20,0	1,5	19,6	-5,5	9,9	2,3	3,5	13,5
Stoxx Europa Zyklisch	-0,2	11,6	20,1	-14,6	33,3	-4,2	-1,4			
Stoxx Europa Defensiv	4,7	11,6	16,7	3,0	15,2	-4,1	11,6			
MSCI Großbritannien	3,2	9,4	12,6	9,0	27,2	-20,2	4,7	1,7	4,2	10,8
Stoxx Europa Small 200	-0,2	5,5	11,8	-26,2	34,2	1,1	1,6	1,4	3,3	14,0
MSCI USA Small Caps	-1,7	5,2	-1,6	0,6	47,9	-8,4	1,7	1,7	1,7	21,0
MSCI EM Asien	0,4	2,4	-2,8	-10,6	14,1	12,6	5,4	1,5	2,4	14,8

Zeitraum: 20.09.2018-20.09.2023

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



Beispielsweise dürften sich vor allem US-Unternehmen als KI-Profitoren erweisen. Viele bewertungsinsensitive Strategien wie Systematiker, ETF-Sparpläne, Optionsinvestoren sowie Aktienrückkaufprogramme tummeln sich zudem vor allem in US-Aktien, unter anderem deswegen, weil die USA den größten und liquidesten Markt der Welt haben. Die Dreifachbelastung aus jüngster US-Dollar-Aufwertung, höheren Zinsen und Ölpreisen dürfte jedoch auch vermehrt Spuren in den USA hinterlassen. Zumal der andauernde Liquiditätsentzug für die Bewertungen auch nicht förderlich ist.

### Erhöhte Rücksetzergefahr in den nächsten Monaten

Die nach wie vor geringe Marktbreite signalisiert keine hohe Überzeugung der Anleger und mahnt neben der restriktiven Zentralbankpolitik und negativen Frühindikatoren für die Wirtschaft weiter zur Vorsicht. Innerhalb der Aktienregionen könnten China und Europa am positivsten überraschen. Bei beiden Regionen ist schon viel Negatives eingepreist. Sollte China sich aber beispielsweise wieder Erwarten doch stärker erholen, würde dies viele Investoren auf dem falschen Fuß erwischen. Die deutliche Outperformance von US-Aktien gegenüber europäischen Aktien seit Q2 2023 könnte zumindest pausieren. Jüngst haben die Wirtschaftsdaten in Europa negativer als in den USA überrascht, dies könnte sich umkehren – nicht zuletzt, weil Europa weniger Gegenwind durch die Währung und die gestiegenen Zinsen hat. Insgesamt erachten wir sowohl das Aufwärts- (fundamental) als auch das Abwärtspotenzial (viele diskretionäre Anleger erwarten einen Rücksetzer) für Aktien als begrenzt. Ein moderater Rücksetzer, gefolgt von einer volatilen Seitwärtsbewegung, scheint uns am wahrscheinlichsten.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

## WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

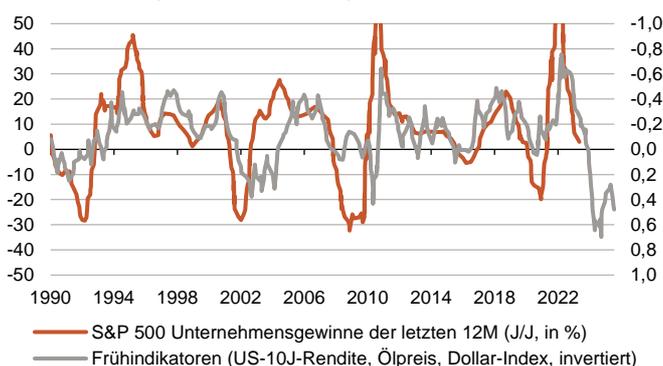
### Getrübte Stimmung

Bei unseren Gesprächen mit Unternehmen zeigen sich die Unternehmenslenker aktuell eher vorsichtiger und rechnen für H2 mit einer Abschwächung. Während sich diese Schwäche im Baubereich schon in den letzten Quartalen bei vielen Unternehmen andeutete, war sie im abgelaufenen Quartal mehr in der Breite zu sehen. So zeichnet sich auch in der Autoindustrie eine Abschwächung ab. Autozulieferer berichten von geringeren Abrufen und der chinesische Markt erholt sich schwächer als erwartet, was zu weiterem Preisdruck insbesondere bei E-Autos führt. Auch in der Paymentsindustrie war zuletzt ein erhöhter Preisdruck Thema und lässt sich letztlich auf eine erhöhte Kostensensibilität bei den Kunden zurückführen. Die pharmazeutische Industrie hingegen verzeichnet positive Entwicklungen bei Arzneimitteln gegen Fettleibigkeit. Die SELECT-Studie von Novo Nordisk zeigt Erfolge bei der Gewichtsreduktion und der Herzkrankheitsprävention. Auch sonst zeigen sich die Pharmakonzerne mit einer innovativen Produktpipeline ausgesprochen optimistisch. Im Bereich erneuerbarer Energien berichten Projektentwickler von Schwierigkeiten, die sich auf die gestiegenen Refinanzierungs- und Herstellungskosten zurückführen lassen. Übergreifend lässt sich festhalten, dass das gestiegene Zinsniveau zwar überall Spuren hinterlässt, sich die gut aufgestellten Unternehmen aber deutlich besser schlagen.

Matthias Born, CIO Aktien

### Makro-Gegenwinde für die (US)-Unternehmensgewinne

Entwicklung der US-Unternehmensgewinne vs. Makromodellschätzung für die Gewinne, welche als Inputvariablen Zinsen, Ölpreise und den US-Dollar verwendet



Zeitraum: 01.01.1990-31.08.2023  
Quelle: TheFelderReport.com, Berenberg

### Prognoseübersicht: Aufwärtspotenzial begrenzt

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

Indexprognosen	Aktuell			In 12 Monaten
	22.09.2023	30.06.2024	31.12.2024	
S&P 500	4.320	4.600	4.750	5.130
DAX	15.557	17.300	18.000	19.514
Euro Stoxx 50	4.207	4.700	4.800	5.071
MSCI UK	2.199	2.350	2.400	2.575
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	6,5	10,0	18,8
DAX	-	11,2	15,7	25,4
Euro Stoxx 50	-	11,7	14,1	20,5
MSCI UK	-	6,8	9,1	17,1

\* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 22.09.2023  
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



# EIN DIFFERENZIERENDER BLICK LOHNT SICH

## AUF DEN PUNKT

- Staatsanleihen hoher Bonität versprechen positive Erträge, in Lokalwährungen besonders im angelsächsischen Raum.
- Europäische Unternehmensanleihen mögen wir defensiv, am kurzen Ende bieten sichere Pfandbriefe ähnliche Renditen.
- In den Schwellenländern favorisieren wir das Lokalwährungssegment und sehen Unternehmenspapiere vorn.

### Nach wie vor gute Möglichkeiten in einem spannenden Umfeld

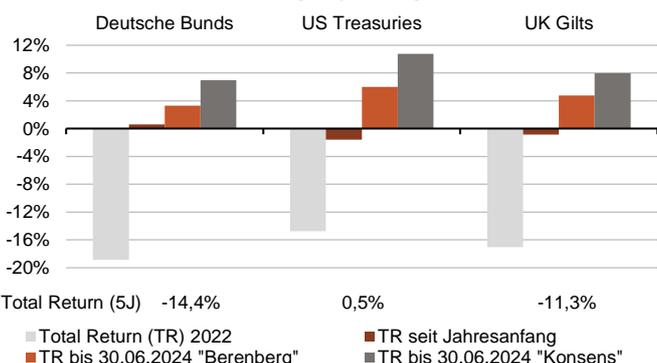
Mit der Absenkung der US-Bonitätsnote von AAA auf AA+ durch die Ratingagentur Fitch gab es Anfang August einen Knalleffekt am Anleihemarkt. Da Standard & Poor's bereits seit 2011 diese (zweitbeste) Einschätzung vergibt, bekommt das US-Treasury unter den großen Agenturen inzwischen nur noch von Moody's den höchsten Bonitätsrang zugestanden. Daneben waren und sind Rezessionsbefürchtungen und Inflation unverändert wichtige Themen, wobei sich auf beiden Feldern noch keine eindeutigen Signale zeigen. Globale Leitzinsperspektiven und auskömmliche Renditeniveaus hingegen geben grundsätzlich Grund zur Zuversicht.

### Sichere Staatsanleihen: Blick voraus – Land in Sicht

Auch im dritten Quartal stiegen die Renditen bonitätsstarker Staaten über weite Zeit, wobei sich im zehnjährigen Segment britische Gilts im Gegensatz zu deutschen und US-amerikanischen Papieren positiv entwickelten. Seit Jahresbeginn haben sie im Vergleich der drei Währungsräume dennoch am schwächsten abgeschnitten

### Sichere Staatsanleihen durchweg mit positiven Ertragsperspektiven

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



Zeitraum: 22.09.2018-22.09.2023  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7-10 Jahre, TR)

(siehe Abb. unten links). Die Europäische Zentralbank hob ihren Leitzins im Juli und im September um insgesamt 50, die US-Fed im Juli und die Bank of England im August um jeweils 25 Basispunkte an. In den USA und im Euroraum dürfte die Phase der Zinsanhebungen damit hinter uns liegen. Unsere Volkswirte gehen davon aus, dass die BoE den Leitzins bis zu einer ersten Senkung im 2. Quartal 2024 bei 5,25 % belassen wird. Im kommenden Jahr dürften dann alle drei Notenbanken die Zinsschraube in die entgegengesetzte Richtung drehen. Apropos 2024: Der Blick nach vorn offeriert in der Kombination aus erwarteten Renditebewegungen und laufender Verzinsung eine insgesamt positive Ertragsperspektive. Trotz des höheren Angebots an US-Treasuries haben dabei bis zur Jahresmitte in jeweiliger Lokalwährung US- und britische Staatspapiere die Nase gegenüber Bundesanleihen vorn.

### Unternehmensanleihen: Es muss nicht immer Vollgas sein

Wer hätte das gedacht? Trotz drohender Rezession und anhaltend hoher Inflation haben sich die riskanteren europäischen Hochzinsanleihen (+6,6 %) in diesem Jahr bisher deutlich besser entwickelt als Investmentgrade-Papiere (+2,7 %). Ein Blick auf die Bewertung zeigt jedoch, dass die Risikoaufschläge im High-Yield-Segment im langfristigen Vergleich gerade noch fair erscheinen. Im Falle einer Rezession wären sie sogar als sehr ambitioniert einzuschätzen. Attraktiver hingegen zeigen sich die Risikoaufschläge im Investmentgrade-Bereich. Bei durchschnittlichen Renditen von ca. 4,4 % bevorzugen wir weiterhin diese defensivere Variante von Unternehmensanleihen. Hier überzeugen die allermeisten Emittenten unverändert mit soliden Bilanzen und großzügigen Liquiditätsreserven. Bei der Sektorauswahl konzentrieren wir uns auf

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

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

	22.09.2023	30.06.2024		31.12.2024	
	Aktuell				
<b>USA</b>					
Leitzins	5,25-5,50	5,00-5,25	5,05	4,25-4,50	4,30
10J US-Rendite	4,44	4,30	3,66	4,30	3,57
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	4,50	4,25	4,15	4,00	3,60
10J Bund-Rendite	2,74	2,80	2,35	2,90	2,31
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	5,25	5,00	5,35	4,00	4,65
10J Gilts-Rendite	4,24	4,30	3,87	4,20	3,67

\* Durchschnitt, Konsens per 22.09.2023  
Quelle: Bloomberg



defensive Industrien und meiden zyklische, wie zum Beispiel Chemie. Finanzanleihen konnten ihre seit März aufgebaute Underperformance gegenüber Nichtfinanzanleihen merklich reduzieren. Dieser positive Trend sowie weiterhin sehr robuste Quartalsergebnisse bestätigen unser Übergewicht in europäischen Banken und Versicherungen. Solange die Zinsvolatilität auf hohen Niveaus verharrt, bevorzugen wir kurzlaufende Anleihen zwischen ein und drei Jahren. Am kurzen Ende bieten AAA-geratete Pfandbriefe nahezu die gleichen Renditen wie Unternehmensanleihen mit niedrigerem AA-Rating (siehe Abb. unten links). Hier ergibt es Sinn, Risiko aus dem Portfolio zu nehmen und stattdessen besicherte Pfandbriefe beizumischen.

#### Schwellenländer: Rückenwind für Unternehmensanleihen

Obwohl sich die Risikoprämien von Staats- und Unternehmensanleihen aus Schwellenländern in Hartwährung zuletzt etwas ausgeweitet haben, befinden sie sich noch in der Nähe ihrer Jahrestiefstände (siehe Abb. unten rechts). Derzeit wird die Gesamtrendite von Hartwährungsanleihen stärker von der Volatilität der US-Renditen als von Änderungen der Risikoaufschläge beeinflusst. Wir erwarten, dass die Aktivität an den Primärmärkten für Staatspapiere zunimmt. Dabei dürften Länder mit Investmentgrade-Rating im Vordergrund stehen, da die Renditen für niedrigere Emittentenqualität unverändert hoch sind. Auf der Unternehmensseite beobachten wir weiterhin ein begrenztes Neuangebot, wobei 2023 im Vergleich der letzten zehn Jahre das niedrigste Niveau monatlicher Emissionen verzeichnet. Dieser Umstand sollte Unternehmensgegenüber Staatsanleihen Rückenwind verleihen. In vielen Schwellenländern dürften die Inflationsraten ihre Höchstmarken hinter

sich haben, was im Lokalwährungssegment die Einpreisung einer bevorstehenden geldpolitischen Lockerung und eine positive Wertentwicklung seitens der Zinsduration zur Folge hatte. Auch wenn sich die Differenz zwischen lokalen und US-Zinsen erwartungsgemäß weiter verringert, dürften Schwellenländeranleihen diesem Faktor ebenso wie der jüngsten Aufwertung des US-Dollars standhalten. Wir präferieren Lokalwährungspapiere gegenüber ihren Pendanten in Hartwährung und erwarten, dass auf der regionalen Ebene Lateinamerika besser als Asien, Osteuropa, Afrika und der Mittlere Osten abschneidet. In Bezug auf Kreditqualität halten wir das Investmentgrade-Segment im Vergleich zu Hochzinsspapieren für attraktiver und bevorzugen dementsprechend eine defensivere Positionierung.

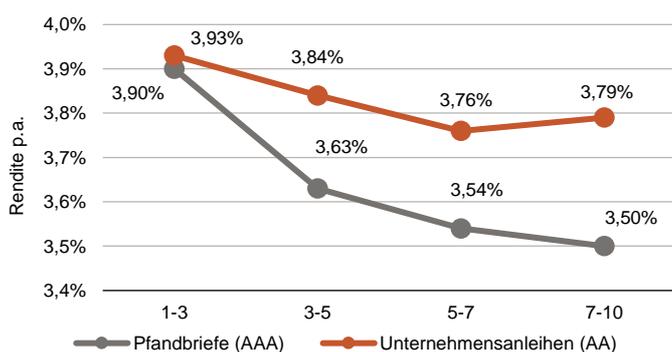
#### Fazit: Anleihen bieten unverändert gute Möglichkeiten

Auch für die kommenden Monate sehen wir in allen besprochenen Anleihe-segmenten interessante Chancen. Allerdings ist zu differenzieren. Sichere Staatspapiere sind vor allem in jeweiliger Lokalwährung außerhalb des Euroraums attraktiv, und bei europäischen Unternehmensanleihen konzentrieren wir uns auf defensive gegenüber zyklischen Sektoren sowie auf gute Bonitäten und auf kurze Laufzeiten, wobei sich die Beimischung besicherter Pfandbriefe empfiehlt. Den Investmentgrade-Bereich präferieren wir auch in Schwellenländern, wo zudem Lokalwährungsanleihen und das Unternehmens- gegenüber dem Staatssegment zu bevorzugen sind. Ein genauer Blick innerhalb der Anleiheklassen lohnt sich.

Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset  
Christian Bettinger, Leiter Fixed Income Euro  
Zinzile Dube, Portfoliomanagerin EM-Anleihen

#### Pfandbriefe und Unternehmenspapiere nahezu gleich rentierlich

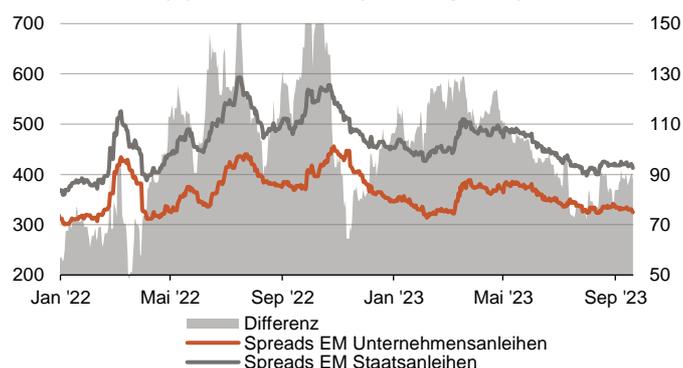
Auf der Euro-Kurve rentieren besicherte Pfandbriefe im kurzen Laufzeitsegment bei besserem Rating fast so hoch wie Unternehmensanleihen



Betrachtungszeitpunkt: 20.09.2023, AAA/AA = mittlere Ratings im jeweiligen Segment  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

#### In Schwellenländern bevorzugen wir Unternehmensanleihen

Die Risikoaufschläge (Spreads) von Staatsanleihen haben sich gegenüber denen von Unternehmenspapieren seit dem Frühjahr verengt - wir präferieren letztere



Zeitraum: 01.01.2022-20.09.2023, linke Skala: Spreads (in Basispunkten), rechte Skala: Spreaddifferenz (in Basispunkten)  
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



## ROHSTOFFE SIND UND BLEIBEN KONJUNKTURABHÄNGIG

### Ölpreiserholung endlich da! Von hier aus wird es schwieriger

Nach der enttäuschenden ersten Jahreshälfte startete Öl fulminant ins dritte Quartal. Dank der Sonderkürzungen der OPEC+, steigender Nachfrage in China, einer starken Reisesaison und der äußerst pessimistischen Anlegerpositionierung gewann Brent über 25 % hinzu und notiert damit seit Jahresanfang klar im positiven Bereich. Die fundamentale Ausgangslage ist zwar gut, allerdings fällt es schwer, weitere inkrementell positive Treiber zu finden. Auf der Nachfrageseite beginnt im Westen die schwache Herbstsaisonalität und in China hat sich ein Großteil der Nachholeffekte materialisiert. Auf der Angebotsseite hat die OPEC+ ihre Sonderkürzungen bis zum Jahresende verlängert, aber eine weitere Verknappung erscheint unwahrscheinlich. Zeitgleich steigen die Exporte aus dem Iran trotz US-Sanktionen, und sollte der Irak seinen Streit mit der Türkei um kurdische Ölexporte beilegen, dürften diese ebenfalls steigen. Insgesamt scheint das Aufwärtspotenzial von hier aus begrenzter, wenngleich das aktuelle Angebotsdefizit und die niedrigen Lagerbestände Abwärtsrisiken klar limitieren.

### Glanz des Goldes von Zentralbanken abhängig

Gold kletterte zu Beginn des dritten Quartals aufgrund der Hoffnung auf ein Ende der Fed-Zinserhöhungen in Richtung 1.980 US-Dollar je Unze. Die kühleren Juni-Inflationsdaten und der Rückgang des US-Dollars auf ein 15-Monats-Tief begünstigten die Rallye. Mitte Juli kam jedoch die Wende, und im August fiel Gold erstmals seit März dieses Jahres unter die Marke 1.900, bedingt durch steigende Realzinsen – der Zinssatz von 10J-TIPS stieg erstmals seit 2009 auf 2 % – sowie einen wiedererstarkten US-Dollar. Ausblickend hängt ein nachhaltiger Aufwärtstrend maßgeblich von den Entscheidungen der Zentralbanken ab. Bei einer Zinspause dürfte das fundamentale Aufwärtspotenzial vorerst begrenzt bleiben. Angesichts der bereits reduzierten Positionierung von ETF- und Future-Investoren und der massiven Goldkäufe durch Zentralbanken verschiedener Schwellenländer im Zuge der Dedollarisierung scheint Gold allerdings auch nicht anfällig für größere Rücksetzer.

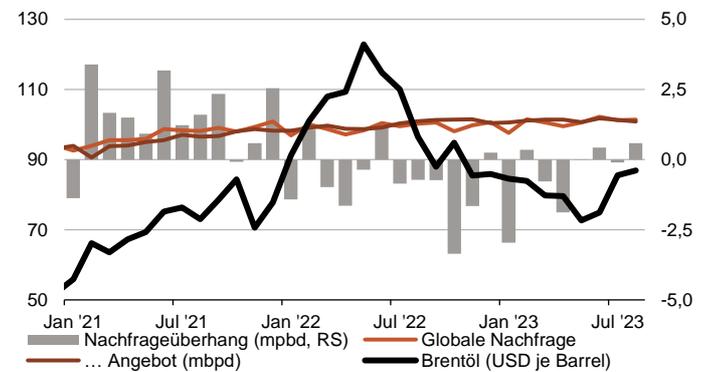
### Fundamentales Aufwärtspotenzial bei Metallen langfristig intakt

Mit einem Gewinn von 1,3 % ist der Industriemetallkomplex seit Beginn des dritten Quartals nahezu unverändert. Die Frage der Konjunkturrobustheit im Westen, aber vor allem die Ungewissheit zur chinesischen Wirtschaftserholung ließen die Metallmärkte zwischen Hoffnung und Enttäuschungen seitwärts schwanken. Dabei gilt „Im Osten nichts Neues“: Große chinesische Konjunkturimpulse fehlen weiter. Kurzfristig bleibt Chinas Schwäche zwar ein Dorn im Auge, langfristig bietet der Dekarbonisierungstrend bei niedrigen Lagerbeständen aber fundamentales Aufwärtspotenzial.

Philina Kuhzarani, Analyst Multi Asset Strategy & Research

### Öl erholt sich dank Angebotsverknappung endlich

Ölpreisentwicklung gegenüber globalem Nachfrageüberhang

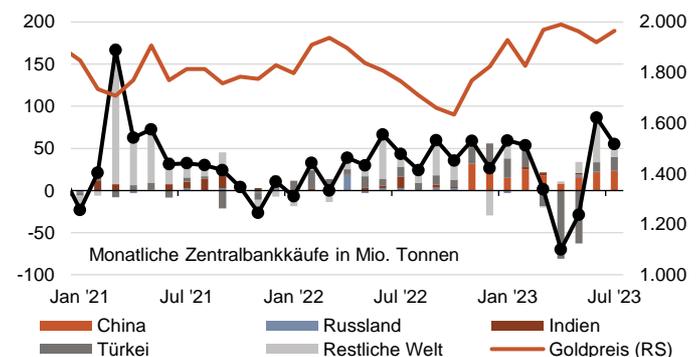


Zeitraum: 01.01.2021-31.08.2023

Quelle: Bloomberg, EIA, eigene Berechnungen

### Gold: Zentralbanken kaufen antizyklisch Gold

Monatliche Zentralbankkäufe von Gold, in Millionen Tonnen

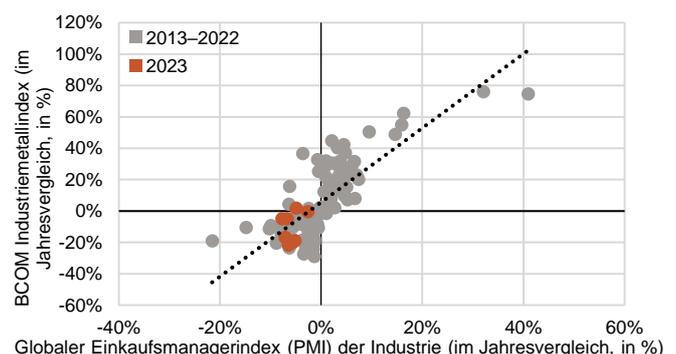


Zeitraum: 01.01.2021 - 31.07.2023

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

### Metalle: Schwächelnde Industrie setzt Industriemetalle unter Druck

Veränderung des BCOM-Industriemetallindex gegenüber der Veränderung des globalen Einkaufsmanagerindex der Industrie, im Jahresvergleich, in %



Zeitraum: 01.01.2017-31.08.2023

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



# EURO/US-DOLLAR: RÜCKENWIND FÜR DEN US-DOLLAR

## Geldpolitische Aussichten stärken den US-Dollar

Nach einem positiven Ausreißer auf über 1,12 US-Dollar je Euro im Juli geriet der Euro anschließend unter Druck und fiel bis Mitte September auf unter 1,07. Der Hauptgrund für diese Euro-Schwäche liegt in einer Neueinschätzung der konjunkturellen Lage diesseits und jenseits des Atlantiks und der daraus resultierenden veränderten geldpolitischen Perspektive. Die Konjunktur in der Eurozone entwickelt sich nur zäh. Deutschland, größte Volkswirtschaft der Eurozone, erweist sich als Bremsklotz. Angesichts der schwachen Konjunktur sinkt der Druck auf die Europäische Zentralbank (EZB), den Leitzins noch deutlich weiter zu straffen. Die Zinserhöhung im September dürfte das Ende des Zinserhöhungszyklus markieren. Dagegen erweist sich die US-Konjunktur trotz der kräftig gestrafften Geldpolitik als erstaunlich robust. Die weiterhin befürchtete Rezession dürfte ausbleiben. Eine weiche Konjunkturlandung ist inzwischen wahrscheinlich. Das wiederum reduziert die Wahrscheinlichkeit für deutliche Zinssenkungen der US-Notenbank Fed im kommenden Jahr, die in einem Falle einer kräftigeren Rezession zur Konjunkturbelebung wahrscheinlich gewesen wären. Selbst eine weitere Zinserhöhung ist nicht völlig ausgeschlossen. Im Ergebnis bedeutet das: Am Devisenmarkt wurde in den letzten Wochen eingepreist, dass die EZB weniger straffen und die Fed im nächsten Jahr weniger lockern wird. Der Zinsvorsprung der USA würde somit nicht so schnell schwinden.

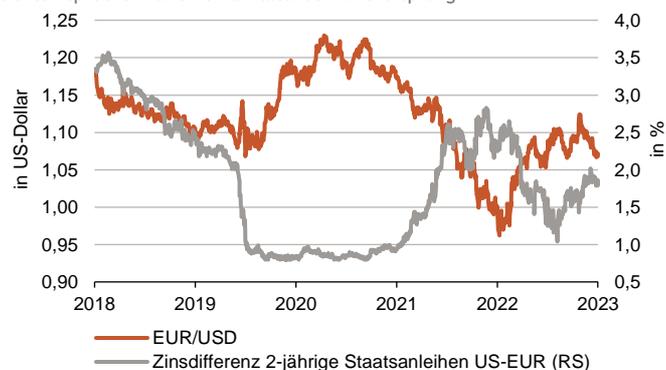
Vorerst sprechen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht für den Euro. Wenn die Marktakteure allerdings zum Ende des Jahres ihren Blick auf die mögliche Konjunkturbelebung in der Eurozone im Frühjahr richten, könnte die Stimmung wieder zugunsten des Euro drehen. Der Wechselkurs könnte in diesem Fall zum Jahreswechsel wieder etwas höher stehen.

Gegenüber dem Schweizer Franken ist der Euro weiterhin in der Defensive. Seit März notiert der Euro durchgehend unterhalb der Parität. Mit rund 0,96 Franken je Euro ist der Abstand zur Parität inzwischen sogar beträchtlich. Der Franken profitiert neben seiner Eigenschaft als sicherer Anlegehafen von der Politik der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Sie hat sich auf eine Politik des starken Franken festgelegt, um die Inflation zu bekämpfen. Mit Erfolg: Seit Juni liegt die Inflationsrate der Schweiz wieder unterhalb der Zwei-Prozent-Marke. Insofern ist fraglich, wie lange die SNB noch an der Politik des sehr starken Frankens festhält. Der Euro könnte dadurch gegenüber dem Franken nächstes Jahr zumindest leicht zulegen.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

## EUR/USD: Zinsdifferenz spricht für die US-Währung

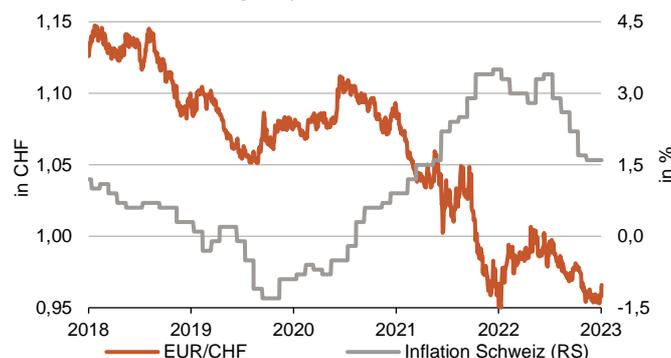
Der US-Dollar profitiert von höheren Zinsen. Die aktuellen geldpolitischen Aussichten sprechen für einen anhaltenden Zinsvorsprung



Zeitraum: 20.09.2018-20.09.2023  
EUR in US-Dollar; Zinsdifferenz in %. Quelle: Macrobond

## EUR/CHF: Starker Franken dämpft Inflation

Die Schweizerische Nationalbank verfolgt seit Monaten eine Politik des starken Franken. Die starke Währung dämpft die Inflationsrate



Zeitraum: 20.09.2018-20.09.2023  
Euro in Schweizer Franken; Inflation in %. Quelle: Macrobond

## Wechselkursprognosen

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

Wechselkursprognose	22.09.2023	30.06.2024		31.12.2024	
	Aktuell	🇨🇭	Ø*	🇨🇭	Ø*
EUR/USD	1,07	1,12	1,12	1,15	1,14
EUR/GBP	0,87	0,86	0,87	0,85	0,87
EUR/CHF	0,97	0,98	0,98	0,98	1,00
EUR/JPY	158	159	150	161	146
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-4,9	-4,9	-7,4	-6,6
GBP	-	1,1	0,0	2,3	0,0
CHF	-	-1,4	-1,4	-1,4	-3,4
JPY	-	-0,7	5,3	-1,9	8,2

\* Durchschnitt, Konsens per 22.09.2023  
Quelle: Bloomberg



## INTERVIEW MIT FELIX STERN

**Herr Stern, Sie sind seit mehr als 23 Jahren Portfoliomanager mit Fokus auf Staats- und Unternehmensanleihen und kurzlaufende Anleihen im Euroraum. Was fasziniert Sie an Ihrer Arbeit?**

Die Komplexität und Vielschichtigkeit der Anleihemärkte faszinieren mich. Außerdem ist die Anzahl der zu berücksichtigenden Faktoren im Anleihemanagement im Vergleich zu anderen Anlageklassen vielschichtiger. Da sind etwa Themen wie die übergeordnete Bonitäts-, Branchen- und Laufzeitenstruktur und Länder- und Währungsrisiken vor dem Hintergrund der erwarteten konjunkturellen und politischen Entwicklungen und unter dem Einfluss der Notenbanken zu beachten. Wenn das strategische Grundgerüst steht, müssen die Emittenten und deren Bonität analysiert und die passenden Anleihen ins Portfolio aufgenommen werden.

**Wie sieht Ihr Arbeitsalltag konkret aus?**

Wir sichten und bewerten kontinuierlich die aktuelle Nachrichtensituation und Entwicklung der europäischen und US-amerikanischen Rentenmärkte sowie der Emittenten unseres Anlageuniversums. Anhand unserer Risikosysteme bestimmen wir, ob Handlungsbedarf bei einzelnen Emittenten oder im übergeordneten Laufzeiten- und Bonitätsmanagement besteht. Dann werfen wir einen Blick auf das Neuemissionsgeschäft. Sie bieten häufig eine Prämie gegenüber ausstehenden Anleihen desselben Emittenten oder anderer Emittenten der gleichen Branche mit ähnlicher Bonität. Der Rest des Tages ist von analytischen Themen wie der Bonitätsbeurteilung durch den Dialog mit den Emittenten geprägt. Außerdem widmen wir uns der geeigneten taktischen und strategischen Ausrichtung und wie wir diese unter Berücksichtigung der individuellen Vorgaben bestmöglich in unseren Kundenmandaten umsetzen können. Zudem entwickeln wir unsere Investmentprozesse und Analysetools stetig fort und nehmen regelmäßig Kundentermine wahr.

**Die Zinsen sind zurück, und Anleihen sind wieder im Fokus. Was kann man mit Euro-Anleihen kürzerer Laufzeiten momentan verdienen, und wo liegen Risiken? Und was bedeutet die inverse Zinsstrukturkurve für die Anleger?**

Im Euro-Rentenbereich haben wir derzeit eine Sondersituation, in der kurzlaufende Anleihen eine deutlich höhere Rendite aufweisen als deren langlaufende Pendanten. Während das kurze Ende im Wesentlichen von der aktuellen Inflation und der Notenbankpolitik geprägt ist, dominieren am langen Ende eher die langfristigen Inflationserwartungen. Eine ähnlich ausgeprägte Inversion der



Zinsstrukturkurve war zuletzt nach der Wiedervereinigung zu beobachten.

Anleger, die ein eher kurzfristiges Zinsänderungsrisiko bevorzugen, profitieren daher von der aktuellen Situation. Je nach Risikopräferenz und Anleihesektor können bei guter Bonität, also im Investmentgrade-Bereich, Renditen zwischen drei und fünf Prozent erzielt werden. Die reale Verzinsung ist derzeit allerdings noch negativ. Zudem besteht das Risiko, dass bei einer Normalisierung der Zinsstrukturkurve und fallenden Leitzinsen die Wiederanlage zu deutlich niedrigeren Zinsen erfolgen könnte.

Anleger, die sich derzeit für eine längerfristige Alternative am Rentenmarkt entscheiden, sind aktuell zwar ebenfalls noch einer negativen Realverzinsung ausgesetzt. Über den Anlagehorizont steigt jedoch die Chance auf eine positive Realverzinsung. Mittelfristig zeichnet sich wieder ein Inflationsniveau ab, das unterhalb der derzeit am Rentenmarkt erzielbaren Renditen liegt. Zudem stellt sich die Frage der Wiederanlage erst in einigen Jahren. Bis dahin profitieren Anleger von einer aktuell attraktiven Einstiegsrendite und eventuellen höheren Kursgewinnen auf ihr Anleiheinvestment bei zukünftigen Renditerückgängen.



### Wie unterscheiden sich die von Ihnen gemanagten Fonds? Worauf achten Sie bei der Anleiheauswahl konkret?

Die von uns verwalteten Fonds unterscheiden sich durch ihren Anlagehorizont. So deckt der **Berenberg Euro Floating Rate SGB** einen Anlagehorizont von drei bis zwölf Monaten ab. Er konzentriert sich auf Anleihen, deren Verzinsung maßgeblich von der Entwicklung der Geldmarktzinsen abhängt. Für Anleger mit einem kurz- bis mittelfristigen Anlagehorizont bietet sich der **Berenberg Euro Enhanced Liquidity** an. Er hat einen höheren Erwartungswert als Festgelder und partizipiert an der Entwicklung von Kreditrisikoprämien und kurzfristigen Kapitalmarktzinsen. Zusätzlich steuern wir aktiv die Duration. Unser jüngstes Produkt ist der 2023 aufgelegte **Berenberg Euro Target 2028**. Der Fonds ist ein klassischer Laufzeitenfonds mit einer Endfälligkeit Mitte 2028. Der Anlagehorizont beträgt entsprechend fünf Jahre.

### Die Zielrendite des neuen Laufzeitenfonds Berenberg Euro Target 2028 beträgt 4,5 bis 5 % vor Kosten im Jahr. Was zeichnet einen Laufzeitenfonds aus?

Laufzeitenfonds sind eine gute Lösung für Investoren, die das Auszahlungsprofil einer Anleihe mit den Vorteilen eines breit diversifizierten Portfolioinvestments kombinieren wollen. Sie sind so strukturiert, dass alle Anleihen innerhalb einer vordefinierten Laufzeit – beispielsweise im Jahr 2028 – endfällig sind. Die Anleihen sollen in der Regel bis zur Endfälligkeit und der Portfolioumschlag niedrig gehalten werden. Am Ende der Laufzeit werden die Anleihen zusammen mit den letzten Kuponzahlungen zurückgezahlt. Anleger mit kleineren Investitionsbeträgen bekommen somit ein breit gestreutes Portfolio und für institutionelle Investoren reduziert sich der buchhalterische Aufwand gegenüber Einzelinvestments merklich.

### Wo liegen die Besonderheiten des Fonds Berenberg Euro Target 2028?

Der Berenberg Euro Target 2028 bietet Anlegern die Möglichkeit, sich das aktuelle Zins- und Spreadumfeld mittelfristig zu sichern und die Chance auf eine positive Realverzinsung für die nächsten fünf Jahre zu wahren. Er ist breit diversifiziert, planbar und klar strukturiert. Im Fondsportfolio konzentrieren wir uns auf Euro lautende Unternehmens- und Finanzanleihen mit einer Laufzeit bis Ende 2028 und investieren überwiegend in Investmentgrade-Anleihen. Auf Nachranganleihen, Anleihen mit einer Laufzeit über das Jahr 2028 hinaus sowie Fremdwährungsanleihen wird bewusst

verzichtet. Zusätzlich können unsere Anleger während der Laufzeit von der laufenden Beobachtung der Neuemissionsmärkte profitieren. Dort identifizieren wir attraktiv bewertete Neuemissionen mit Endfälligkeit 2028 und nehmen diese in den Fonds auf. Die Anleihen im Fonds sollen in der Regel bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Allerdings kann sich die fundamentale Situation einzelner Emittenten und Anleihen zwischenzeitlich eintrüben. Insofern gilt es, sie frühzeitig zu erkennen und entschlossen zu handeln. Zentrales Element des Berenberg Euro Target 2028 ist daher unser Risikomanagement.

### Wieso spricht das aktuelle Marktumfeld dafür, gerade jetzt einen Blick auf Laufzeitenfonds zu richten?

Der aktuelle Zinserhöhungszyklus in Europa neigt sich dem Ende, und Wachstumssorgen könnten zunehmend in den Fokus der EZB rücken. Vermutlich sind wir auch nahe den Renditehöchstständen in diesem Zyklus, und es ist nicht unwahrscheinlich, dass Renditen in den kommenden Quartalen wieder fallen könnten. Kreditrisikoprämien sind nach wie vor attraktiv bewertet und preisen eine konjunkturelle Abschwächung bereits in gewissem Umfang ein. Die Kombination aus beiden Faktoren, also attraktive Kreditrisikoprämien plus hohe risikolose Zinsen, zeigt, dass es gerade jetzt spannend ist, sich mit einer Anlage im Rentenbereich zu beschäftigen.

## KURZVITA

Felix Stern startete vor über 23 Jahren im Portfoliomanagement bei Berenberg. Heute ist Herr Stern Senior FI PM und verantwortet ausgewogene Euro-Anleihestrategien mit besonderem Fokus auf kurze und mittlere Laufzeiten. Als Spezialist für defensive Anleihe-sektoren sowie kurzlaufende Anleihekonzep-te verantwortet er heute Spezial- und Publikumsfonds aus dem Hause Berenberg. Der gelernte Industriekaufmann absolvierte sein Studium zum Diplom-Kaufmann in Wirtschaftswissenschaften berufsbegleitend an der Fernuniversität in Hagen und erwarb zudem einen Abschluss als CCA – Certified Credit Analyst (DFVA).



# 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

**Zinzile Dube | Portfoliomanagerin EM-Anleihen**

Managt Publikumsfonds und Strategien fokussiert auf EM-Hartwährungs- und Lokalwährungsanleihen

**Philina Kuhzarani | 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

**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 Kapitalmarktcommunication

## 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. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (Basisinformationsblatt, Darstellung der früheren Wertentwicklung, 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. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.  
Datum 25. September 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](http://www.berenberg.de)  
[multiasset@berenberg.de](mailto:multiasset@berenberg.de)