



HORIZONTE

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

FOKUSWECHSEL

Ist der Inflationsbuckel überschritten, dürften Märkte auf das Wachstum fokussieren. Dieses dürfte erst schwächer werden, bevor es später im Jahr besser wird. Gewinnwachstumserwartungen sind zu hoch.

BESSER, NICHT EINFACHER

Günstigere Bewertungen, höhere Zinsen und Risikoaufschläge, weit verbreiteter Pessimismus, geringe Risikopositionierung und hohe Kassenbestände versprechen ein besseres Jahr für Anleger. Risiken sind dennoch hoch und erneute Rückschläge wahrscheinlich.

CHANCENVIELFALT

Chancen sehen wir besonders bei Rohstoffen, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen sowie Aktien aus Europa und einzelnen Schwellenländern. Eine breite, ausgewogene Aufstellung zur Nutzung aller Diversifikationsvorteile scheint sinnvoller denn je.

Q1 | 2023



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

VORWORT



Prof. Dr. Bernd Meyer
Chefanlagestrategie

Liebe Leserinnen, liebe Leser,
das vierte Quartal brachte einen versöhnlicheren Abschluss eines der historisch schlechtesten Jahre für Multi-Asset-Anleger, in dem die aggressivste geldpolitische Straffung seit mehr als 40 Jahren die Bewertung von Aktien, Anleihen und Immobilien gleichermaßen traf. Rohstoffe boten den einzigen Lichtblick, nicht zuletzt wegen Putins Krieg und der schwelenden Energiekrise. Die Erholung verlief wie erhofft: Die US-Inflation im Oktober überraschte erstmals niedriger, woraufhin die Markterwartungen weiterer Zinserhöhungen fielen und die Fed signalisierte, dass die Zinsschritte von nun an wohl kleiner werden. Aktien und Anleihen erholten sich parallel – es kam wohl zu der von uns erwarteten Bodenbildung.

Die Ausgangsbasis für 2023 ist mit günstigeren Bewertungen, höheren Zinsen, dem noch immer verbreiteten Pessimismus, geringen Risikopositionen vieler Anleger und hohen Kassenbeständen deutlich besser als 2022. Sicherlich wird die globale Wirtschaft zunächst weiter schwächer, bevor es wieder aufwärts geht. Aber über eine drohende Rezession und einen Gewinneinbruch wird schon lange gesprochen – Überraschungen sollten sich also in Grenzen halten. Sinkt die Inflation, laufen die Zinsanhebungen aus, stabilisieren sich die Finanzierungsbedingungen und bleibt ein Wirtschaftskollaps (harte Landung) aus, wie wir es erwarten, dürften die Tiefstände hinter uns liegen und die Märkte sich weiter beruhigen. Risiken für dieses Szenario sind systemische Kreditereignisse („Kreditschock“), eine schwere Rezession, neue geopolitische Konflikte oder eine hartnäckigere Inflation, die die Zentralbanken die Wirtschaft in die Knie zwingen lässt.

Anders als in den letzten Jahren sehen wir Chancen in allen Anlageklassen. Anleihen bieten wieder ansehnliche Renditen, Risikoaufschläge haben sich ausgeweitet, Aktien sind nicht mehr übermäßig hoch bewertet, besonders in Europa und den Schwellenländern, und der Superzyklus bei Industriemetallen scheint intakt. Der Fokus der Anleger sollte sich deshalb von der Aktienseite samt taktischer Quotensteuerung hin zu einer breiten Aufstellung zur Nutzung der Rendite- und Diversifikationschancen aller Anlageklassen verschieben, zumal wir nicht erwarten, dass Staatsanleihen

und Aktien schnell nachhaltig zur negativen Korrelation der letzten zwei Dekaden zurückfinden werden. Nicht nur in dieser Hinsicht erleben wir eine Neuausrichtung, die viele Muster und Strategien der letzten ein bis zwei Dekaden in Frage stellt.

Corona-Beschränkungen in China, die Erwartung, dass eine milde Rezession für die US-Wirtschaft erst im Frühjahr kommt, hartnäckigere Inflation in Europa und zu hohe Gewinnerwartungen sprechen dafür, dass der weitere Weg nach oben nicht ohne erneute Rückschläge verläuft – besonders im ersten Halbjahr. Wir sind nach der jüngsten Erholung ausgewogen positioniert, neutral bei Aktien mit Fokus auf Europa und Schwellenländer, Übergewichtet bei Gold, Industriemetallen, Unternehmens- und Schwellenländeranleihen und untergewichtet bei Kasse und Staatsanleihen.

Im Insights-Interview ab S. 14 diskutiert Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research, wie sein Team zu Investmentideen kommt, wie sich seine Arbeit verändert und was die Zukunft bringen könnte. Für 2023 wünsche ich Ihnen alles Gute!

INHALT

Multi-Asset-Strategie 2023: besser, aber nicht einfacher	Seite 3
Volkswirtschaft Erste Zeichen für eine Wende zum Besseren	Seite 6
Aktien Volatile, limitierte Aufwärtsbewegung	Seite 8
Anleihen Der Zins ist zurück	Seite 10
Rohstoffe Preise zurück auf Anfang, Superzyklus verstärkt	Seite 12
Währungen Euro: mühsamer Weg nach oben	Seite 13
Berenberg Insights Interview mit Ulrich Urbahn	Seite 14
Impressum	Seite 16



2023: BESSER, ABER NICHT EINFACHER

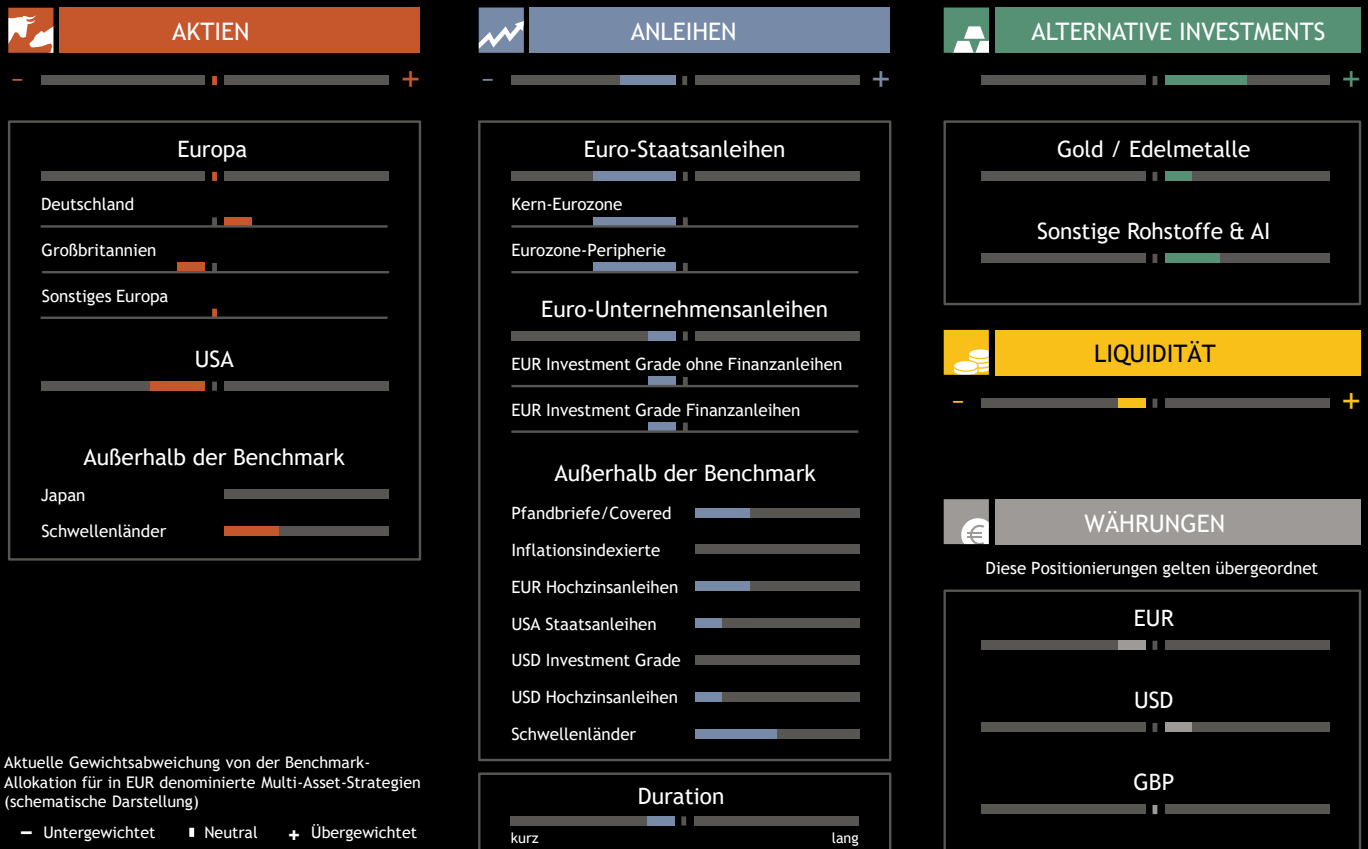
AUF DEN PUNKT

- 2023 dürfte das Wachstum in den Fokus der Märkte rücken. Hier lauern Risiken und es dürfte sich zunächst weiter abschwächen. Bei Enttäuschungen könnte es zeitweise wieder zu einem Gegenlauf von Staatsanleihen und Aktien kommen.
- Anlegerstimmung und -positionierung sind weiter pessimistisch. Das bietet Potenzial für eine weitere begrenzte Erholung bei Aktien. Eine deutliche Bewertungsausweitung ist aber unwahrscheinlich und die Erwartungen für Unternehmensgewinne scheinen noch deutlich zu hoch.
- Anleihen und Rohstoffe bieten attraktive Alternativen, so dass ein zu starker Aktienfokus nicht angebracht scheint.

Portfoliositionierung auf einen Blick

Für das vierte Quartal waren wir leicht optimistisch und hatten nach dem Abverkauf im September unser moderates Untergewicht

bei Aktien geschlossen. Der starken Entwicklung im vierten Quartal sind wir dann aber nicht hinterhergelaufen, sondern haben ganz im Gegenteil in mehreren kleinen Verkäufen dafür gesorgt, dass das Aktienrisiko durch die positive Wertentwicklung nicht zu groß wird. Insbesondere in den USA haben wir das Gewicht reduziert. Bei Anleihen haben wir unser Übergewicht außerhalb sicherer Staatsanleihen im vierten Quartal ausgebaut, zu Lasten der Kassenposition und auch Gold. Zudem haben wir Gold etwas zugunsten von Industriemetallen reduziert, bleiben aber weiterhin deutlich übergewichtet. Auch unser US-Dollar-Exposure haben wir reduziert. Der US-Dollar dürfte seinen Hochpunkt überschritten haben. Eine moderate Abschwächung des US-Dollar 2023 würde insbesondere die Schwellenländer begünstigen. Bei Aktien präferieren wir Europa und die Schwellenländer gegenüber den USA und haben mit Blick auf eine Konjunkturerholung später im Jahr 2023 bereits Small und Mid Caps wieder etwas höher gewichtet. Gold und andere Rohstoffe, insbesondere Industriemetalle, bevorzugen wir weiter gegenüber Staatsanleihen. Bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen sind wir übergewichtet.



Rückblick - Bodenbildung im zweiten Halbjahr 2022

Das vierte Quartal brachte, worauf die Märkte schon lange gewartet hatten, eine niedriger als erwartet ausfallende Inflation in den USA. Dies nährte die Hoffnung, dass der Inflationshochpunkt dort bereits überschritten ist und damit die Zentralbanken nicht mehr ganz so stark auf die Bremse treten müssen. Die amerikanische Fed befeuerte diese Hoffnung, indem sie ein reduziertes Tempo weiterer Zinsschritte diskutierte. Mit Blick auf China wechselte die Stimmung zwischen Öffnungshoffnung und neuen Lockdown-Ängsten. Die globalen Aktienmärkte erholten sich deutlich von den Tiefpunkten Ende September/Anfang Oktober – insbesondere europäische Aktien. Ab Mitte Oktober fielen mit etwas schwächeren Konjunkturdaten auch die Anleiherenditen von ihren Höchstständen ab. Das Umfeld einer positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihen blieb damit intakt. Der überbewertete US-Dollar gab deutlich nach. Der Aufwärtstrend hier scheint gebrochen. Gold handelte in Euro im vierten Quartal fast unverändert, Öl gab nach, während Industriemetalle deutlich zulegten.

Konjunkturausblick - Fokuswechsel von Inflation zu Wachstum

Überwindung des Inflationsgipfels, Ende der Zinsanhebungen, in den USA im zweiten Halbjahr 2023 wohl gar Zinssenkungen, eine deutliche Erholung der Wirtschaft in der Eurozone aus der Rezession ab dem Frühjahr, nur eine milde Rezession in den USA, die Lockerung der Corona-Beschränkungen in China und im Laufe des Jahres womöglich auch eine Entspannung der Lage in der Ukraine – das wirtschaftliche Umfeld, das unsere Volkswirte prognostizieren, erscheint für die Finanzmärkte in 2023 gar nicht so schlecht.

Die Wirtschaft dürfte aber zunächst schwächer werden, bevor es wieder besser wird, und der Fokus der Märkte dürfte von der Inflation zum Wachstum wechseln. Aktien und Staatsanleihen könnten sich damit zeitweise wieder gegenläufig entwickeln und der Diversifikationseffekt zurückkommen. Beim Wachstum der Wirtschaft wie auch der erwarteten Gewinne für 2023 lauern dennoch Risiken. Die Gewinnerwartungen erachten wir als zu optimistisch – bei zunehmendem Margendruck dürften die Gewinne kaum steigen. Und die Risiken bleiben vielfältig: von neuen geopolitischen Konflikten über Kreditereignisse angesichts der gestiegenen Finanzierungskosten und des schwächeren Wachstums zu einer zu hartnäckigen Inflation und/oder einer doch viel härteren Landung der Wirtschaft. Zudem drohen auch nach Ende der Zinsanhebungen noch Belastungen vom Liquiditätsentzug durch die quantitative Drosselung in den USA und der Eurozone. 2023 dürfte damit an den Finanzmärkten zwar ein besseres, aber kein einfaches und zudem ein sehr pfadabhängiges Jahr werden. Beispielsweise könnte die Antwort auf die Frage „Was kommt zuerst, der Fed-Pivot oder der vollständige Rücktritt Chinas von den Corona-Beschränkungen?“ für die Märkte einen deutlichen Unterschied machen. Aber selbst wenn die akuten Probleme überwunden werden, ist danach keinesfalls ein mit den letzten Dekaden vergleichbares Umfeld zu erwarten. Dafür mehrten sich schon 2022 die Anzeichen.

Zeitenwende und Neuordnung - vieles ist mittelfristig anders

Disinflation und Deflationsbefürchtungen wichen einer seit mehr als 40 Jahren nicht gesehenen hohen Inflation. Vorrangiges Ziel der Zentralbanken ist nicht mehr die Stützung von Wirtschaft und

Aktienerrholung in Q4, insbesondere in Europa; US-Dollar auf dem Rückzug; Rohstoffe bleiben die Jahrgewinner, Anleihen die Verlierer

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q4 22 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					CAGR*	Std.-Abw.†
	■ YTD (31.12.21-13.12.22)	■ Q4 22 (30.09.22-13.12.22)	13.12.21	13.12.20	13.12.19	13.12.18	13.12.17		
Brent	-7,2	42,9	48,4	76,1	-37,8	17,9	9,1	15,9	40,3
USD/EUR	-7,8	7,0	6,1	7,3	-8,2	2,1	4,1	2,2	7,2
Gold	0,5	5,9	7,6	4,2	14,4	21,4	3,0	9,9	12,8
Stoxx Europa 50	2,3	14,4	5,2	23,8	-6,1	21,5	-7,7	6,5	16,9
Euro-Übernachteinlage	-0,3	0,0	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	0,1
S&P 500	-8,1	3,8	-6,9	38,7	8,0	24,6	5,1	12,8	21,7
EM-Staatsanleihen	-8,7	1,0	-9,5	6,8	-3,1	16,0	-0,8	1,5	8,4
DAX	-8,7	19,7	-7,2	19,1	-1,3	21,6	-16,8	2,0	20,9
US-Staatsanleihen	-8,9	5,3	-9,3	-2,0	7,8	8,9	-0,7	0,7	4,5
Euro-Staatsanleihen	-9,2	1,5	-10,0	-1,0	2,0	3,8	-0,5	-1,3	3,1
Euro-Unternehmensanleihen	-12,0	3,8	-12,6	-0,6	2,8	6,7	-2,0	-1,4	3,4
MSCI EM	-13,7	1,9	-14,1	7,2	8,5	15,6	-6,5	1,5	17,2

Zeitraum: 13.12.2017-13.12.2022

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



Finanzmärkten sondern die Bekämpfung der Inflation, auch wenn dies Gefahren für Wirtschaft und Märkte bringt. Das Beispiel Großbritannien hat gezeigt, dass die Finanzmärkte massive Erhöhungen von Staatsverschuldungen kritisch beäugen. Die unipolare, US-fokussierte Weltordnung wandelt sich mit der Deglobalisierung, mit Russlands Angriffskrieg gegen die Ukraine und der Entscheidung der G7 und der EU, die Währungsreserven der russischen Zentralbank einzufrieren, in eine multipolare Weltordnung, in der sich viele Länder nicht eng an nur einen größeren Partner binden wollen. Der Aufbau neuer Lieferketten und der Infrastruktur für Mobilität und Energieversorgung sowie die Energiewende erfordern starke Investitionen und bedingen einen Wettlauf um knappe Rohstoffe. Das unterscheidet die aktuelle Situation von Vergleichbaren in der Vergangenheit, wo realwirtschaftliche Exzesse in einer Rezession erst wieder ausgeglichen werden mussten. Im Gegensatz dazu erlebten wir zuletzt einen exogenen Schock und wir müssen investieren, um den Schock hinter uns zu lassen. Das bietet Chancen. Die Deglobalisierung, die Energiewende und die mittelfristig anhaltenden Angebotsengpässe bei Rohstoffen und Arbeitskräften (Demographie) dürften aber dafür sorgen, dass mit einer Wachstumserholung die Inflation schnell wieder anzieht, was dann erneut zügig die Zentralbanken auf den Plan rufen dürfte. Das Ergebnis sind kürzere, stärkere und erratischere Inflations- und Wirtschaftszyklen und damit eine erhöhte Planungsunsicherheit. Diese lastet auf den Bewertungen, denn Investoren verlangen berechtigt eine höhere Risikoprämie. Auf eine schnelle, nachhaltige Bewertungsausweitung bei Aktien sollten Anleger deshalb nicht hoffen. Auch wenn wir 2023 Erholungspotenzial bei Aktien sehen, angesichts niedriger Anlegerpositionierung und verbreitetem Pessimismus bleibt das Potenzial begrenzt.

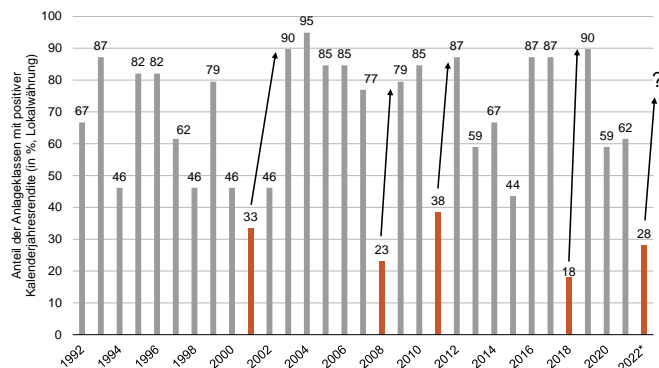
Alternativen bei Anleihen, Rohstoffen und Schwellenländern

Erstmals seit 14 Jahren übersteigen die Renditen von Unternehmensanleihen hoher Qualität die Dividendenrenditen von Aktien deutlich (untere Abb.). Viele Anleihe-segmente wie das Nachrang-anleihe-segment bieten schon jetzt eine so hohe laufende Verzinsung, dass sie selbst bei leicht steigenden Zinsen/Spreads eine positive Rendite 2023 erwarten lassen. Zudem dürften die Renditen bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen anders als bei vielen Staatsanleihen mehr als einen Ausgleich einer mittelfristig im Durchschnitt höheren Inflation bieten. Rohstoffe, insbesondere Industriemetalle, bleiben für uns klare Profiteure des veränderten Umfelds und auch Schwellenländer wie Indien, Indonesien oder in Lateinamerika dürften profitieren.

Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie

Auf schlechte Jahre für Multi-Asset-Portfolios folgten häufig gute!

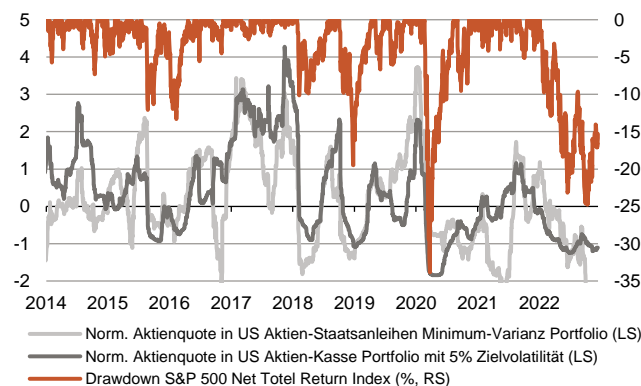
Nur ein kleiner Anteil aller Anlageklassen (Segmente, Regionen ...) generierte in 2022 eine positive Rendite. Das änderte sich historisch meist im Folgejahr



Zeitraum: 01.01.1992-30.11.2022
Quelle: Bloomberg

Noch Potenzial durch niedrige Aktienposition system. Strategien

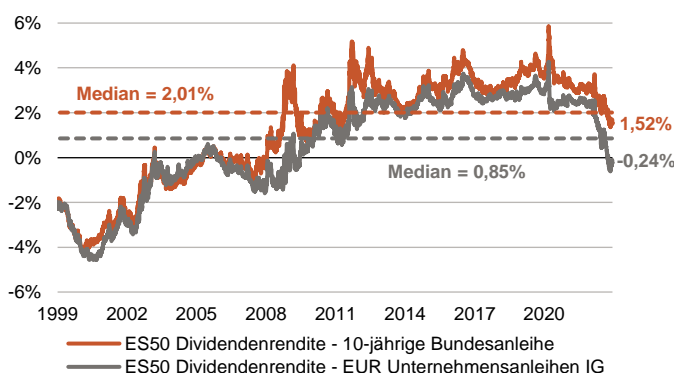
Bei rückläufiger realisierter Volatilität dürften systematische Anlagestrategien (z. B. mit Zielvolatilität oder Risikoparität) ihre Risikoposition wieder ausbauen



Zeitraum: 01.01.2014-13.12.2022
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Tschüss „TINA“ - es gibt wieder Alternativen zu Aktien

Anleihen, insbesondere Unternehmensanleihen, sind so attraktiv gegenüber Aktien wie seit der Finanzmarktkrise vor 14 Jahren nicht mehr



Zeitraum: 01.01.1999-13.12.2022
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



ERSTE ZEICHEN FÜR EINE WENDE ZUM BESSEREN

AUF DEN PUNKT

- Putins Krieg: Höhere Preise für Energie- und Nahrungsmittel treffen Verbraucher und Unternehmen.
- Milde Rezession in den USA, harter Winter in Europa.
- Aber der Ausblick hat sich etwas aufgehellt: Europas Gasspeicher sind voll, der Inflationsdruck hat in den USA seinen Höhepunkt überschritten, in Europa steht dies bald bevor.
- Notenbanken treten auf die Bremse – aber das Ende des Zinszyklus kommt in Sicht.

Die Lage ist zwar schlecht ...

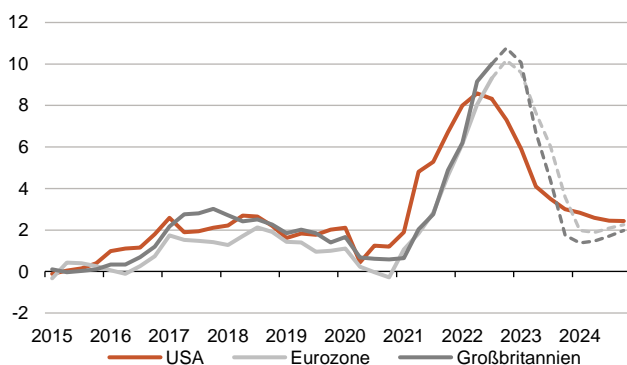
Zum Ausklang des Jahres 2022 bleibt die Lage schwierig. Die US-Konjunktur verliert an Schwung, Europa steckt offenbar bereits in einer Rezession und China bekommt seine inneren Probleme nicht in den Griff. Viele Schwellenländer leiden unter höheren Zinsen, einem überbewerteten US-Dollar und einem schwächelnden Weltmarkt. Da viele Notenbanken ihre Zinspolitik im Dezember noch einmal gestrafft haben und die radikale geldpolitische Wende des Jahres 2022 ihre volle Wirkung erst im Verlaufe des kommenden Jahres entfalten dürfte, wird die Weltwirtschaft in den kommenden Monaten wohl noch mehr als bisher ins Stottern geraten.

... aber der Ausblick hat sich etwas aufgehellt

Schlechte Nachrichten zur Weltkonjunktur dürften kaum noch einen Anleger überraschen. Stattdessen steigen die Chancen, dass der Rückschlag etwas weniger hart ausfallen könnte, als es sich vor drei Monaten abgezeichnet hatte. Dies hat vor allem zwei Gründe:

Der große Inflationsbuckel

Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %



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

Erstens ist es Europa gelungen, seine Gasspeicher zum Beginn der Heizsaison fast bis zum Rand zu füllen, obwohl Russland die wichtigsten Pipelines geschlossen hat. Das Risiko, dass Gas in diesem Winter zwangsweise rationiert werden muss, hat abgenommen. Da Europa besser für den Winter gerüstet ist als erwartet, haben auch die Marktpreise für Gas und Strom seit dem Spätsommer nachgelassen.

Zweitens hat die Inflation in den USA offenbar ihren Höhepunkt überschritten. Damit sinkt das Risiko, dass die US-Notenbank ihren Leitzins im kommenden Jahr auf deutlich über 5% heraufsetzen wird. Das Ende des Zinszyklus ist zwar noch nicht ganz erreicht, aber es ist deutlich näher gerückt.

Europa: Rezession bis zum Frühling 2023

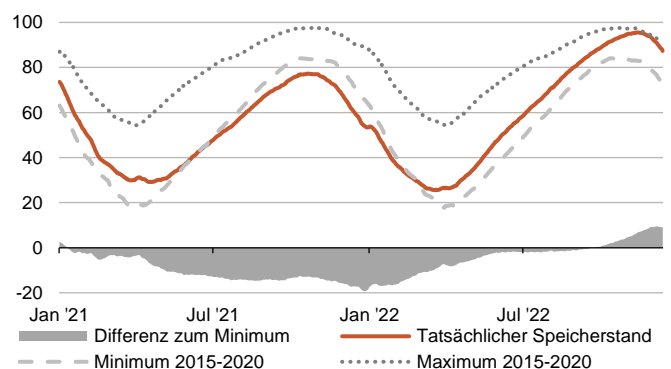
Das Hochschnellen der Preise für Energie und Nahrungsmittel hat die europäische Konjunktur hart getroffen. Nachdem die Verbraucher sich im Sommer nach zwei Jahren Corona eine gute Urlaubssaison gegönnt hatten, ist die Region im vierten Quartal offenbar wie erwartet in eine Rezession abgeglitten. Angesichts der hohen Energiekosten werden die Verbraucher im Winter ihre Ausgaben für andere Güter und Dienstleistungen vermutlich erheblich einschränken. In der Rezession dürften auch die privaten Investitionen und der Außenhandel mit Waren zurückgehen. Angesichts der weiterhin hohen Nachfrage nach Arbeitskräften wird die Arbeitslosigkeit aber nur geringfügig steigen.

Neuer Aufschwung im Sommer 2023

Wenn der Winter überstanden ist und der Gasmarkt sich dann etwas weiter entspannt hat, kann die Euro-Konjunktur im Sommer 2023 wieder anspringen. Ab dann könnte auch der Anstieg der

EU-Gasspeicher

Füllstand in %; Differenz zum Minimum in Prozentpunkten



01.01.2021-12.12.2022, EU-27
Quellen: AGSI, Berenberg



Einkommen wieder oberhalb der Inflationsrate liegen, sodass die Verbraucher real wieder etwas mehr Geld in der Tasche haben. Sobald die vermutlich milde US-Rezession im Herbst 2023 ausläuft, könnten auch die Ausfuhren wieder zulegen. Nach einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um etwa 0,3% im Jahr 2023 erwarten wir für 2024 ein Wachstum von 2,0%. Insgesamt rechnen wir mit einem in etwa V-förmigen Wiederaufschwung, wie es nach externen Schocks üblich ist. Für Großbritannien rechnen wir mit einem ähnlichen Verlauf wie für die Eurozone.

Transatlantischer Unterschied

Anders als Europa leiden die USA vor allem unter einer hausgemachten Inflation. Mit ihrer späten, aber umso energischeren Zinswende wird die Fed die Nachfrage voraussichtlich so dämpfen, dass die US-Konjunktur Anfang 2023 stagniert und die USA

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

danach bis zum Herbst 2023 in eine milde Rezession fallen – bei rückläufigem Konsum und weniger Investitionen vor allem im Wohnungsbau. Für China zeichnet sich ab, dass das Land seine rigide Null-Covid-Politik langsam lockern wird. Spätestens wenn im Frühjahr 2023 die saisonalen Ansteckungsrisiken wieder abnehmen, könnte die Konjunktur sich dort wieder stabilisieren.

Die höchste Inflation seit 40 Jahren

In den USA hat der Preisdruck seinen Höhepunkt offenbar bereits überschritten. Während die Lohnzuwächse zunächst hoch bleiben,

entlasten etwas geringere Preise für Benzin und Gebrauchtwagen die Verbraucher. Auch bei einigen Dienstleistungen zeichnet sich eine Wende ab. Da der Arbeitsmarkt allmählich an Schwung verliert, könnte auch der Lohndruck langsam abnehmen. Anders als in den USA müssen viele Verbraucher in Europa sich im Januar aber noch einmal auf höhere Strom- und Gaspreise einstellen, auch wenn Regierungen den Schock teilweise abfedern werden.

Im kommenden Jahr könnten die Inflationsraten auf beiden Seiten des Atlantiks spürbar zurückgehen. Dann fällt der Anstieg der Energiepreise des Jahres 2022 schrittweise aus dem Vorjahresvergleich heraus. Die Winterrezession in Europa und der sich abzeichnende Dämpfer für die US-Konjunktur können im Zeitablauf erheblich dazu beitragen, die aktuellen Lieferkettenprobleme weitgehend zu lösen. Auch Transportkosten werden vermutlich weiter sinken. Das hilft, sowohl die Inflation zu dämpfen als auch die Auftriebskräfte wieder zu stärken.

Zentralbanken steuern um - Zinsgipfel in Sicht

Damit die hohe Inflation sich nicht verfestigt, treten die Fed und – etwas zögerlicher – auch die EZB auf die Zinsbremse. In den USA könnte der Leitzins Anfang 2023 5,25% erreichen. Sobald die Fed genügend Anzeichen sieht, dass die Rezession den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, wird sie dann die Zinsen wieder etwas senken, voraussichtlich beginnend in H2 2023. Allerdings wird die Fed dies vorerst nicht in Aussicht stellen. Die EZB könnte ihren Hauptrefinanzierungssatz bis März 2023 auf 3,5% anheben, gefolgt von einer rezessionsbedingten Pause für den Rest des Jahres 2023 und einer Reduktion auf 3% bis Mitte 2024.

Dr. Holger Schmieding, Chefvolkswirt

Wachstums- und Inflationsprognosen

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2022		2023		2024		2022		2023		2024	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	1,9	1,8	-0,1	0,4	1,2	1,4	8,0	8,1	4,1	4,3	2,6	2,6
Eurozone	3,3	3,2	-0,3	-0,1	1,8	1,4	8,4	8,5	6,7	6,0	2,0	2,2
Deutschland	1,7	1,7	-0,7	-0,6	1,8	1,3	8,8	8,7	7,3	6,5	2,1	2,6
Frankreich	2,5	2,5	0,0	0,2	1,8	1,1	5,9	6,0	5,2	5,1	1,9	2,2
Italien	3,7	3,7	-0,6	-0,1	1,3	1,0	8,7	8,6	7,7	6,4	2,0	2,0
Spanien	4,5	4,5	0,1	1,0	2,0	1,9	8,4	8,6	2,8	4,5	2,0	2,3
Großbritannien	4,3	4,3	-1,1	-1,0	1,8	0,9	9,1	9,1	5,6	7,1	1,6	2,5
Japan	1,2	1,4	1,5	1,3	1,2	1,0	2,5	2,4	2,4	1,8	1,2	1,0
China	2,9	3,0	4,1	4,9	4,1	5,0	2,0	2,1	2,5	2,3	2,3	2,2
Welt*	2,9	-	1,3	-	2,4	-	-	-	-	-	-	-

* Berenberg-Daten zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparitäten (KKP). KKP messen den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht bei
 ** Durchschnitt, Bloomberg-Konsens per 15.12.2022



VOLATILE, LIMITIERTE AUFWÄRTSBEWEGUNG

AUF DEN PUNKT

- Gewinnerwartungen dürften im Einklang mit schlechteren Konjunkturdaten weiter reduziert werden.
- Bewertungen sind jüngst wieder gestiegen, vor allem für US-Aktien. In 2023 dürfte es keine wesentliche Bewertungsausweitung geben. Europa und Asien sind relativ attraktiver.
- Größere Abverkäufe sind 2023 auch wahrscheinlich. Jedoch dürfte der Markt sich Ende 2023 auf 2024 fokussieren und damit begrenztes Aufwärtspotenzial haben.

Europäische Aktien im vierten Quartal deutlich vorne

Ein bisher milder Winter, robuste Konjunkturdaten sowie die Hoffnung auf einen deutlichen Rückgang der Inflation und damit einhergehend eine weniger restriktive Zentralbankpolitik haben Aktien beflügelt. Insbesondere europäische Aktien profitierten von der Erholungsrallye, begünstigt durch eine erfreuliche Q3-Berichtssaison, einem Short-Covering und einer relativ günstigen Bewertung. US-Aktien gewannen auch hinzu, jedoch deutlich weniger, belastet auch durch die USD-Schwäche in Q4. Asiatische Schwellenländeraktien gehörten mit einem Plus von 3,5% in Q4 ebenfalls zu den Underperformern.

Wohl kein Gewinnwachstum 2023

Seit Jahresanfang sind die 2023er-Gewinnwachstumsschätzungen für die Industrienationen um moderate 4 Prozentpunkte gefallen.

Der Konsens geht nun von einer Wachstumsrate von 4% für die Unternehmensgewinne 2023 aus. Angesichts der drohenden Rezessionen in vielen Regionen im Jahr 2023 halten wir die Konsensschätzungen nach wie vor für zu optimistisch. Zumal nächstes Jahr die Gewinnmargen der Unternehmen fallen dürften, beispielsweise durch höhere Gehalts- und Refinanzierungskosten sowie eine erhöhte Planungsunsicherheit (Währungsvolatilität, China, Russland etc.). Realistische Schätzungen dürften unserer Meinung nach mindestens 5% niedriger liegen. Sollte es doch zu einer stärkeren und lang andauernden Rezession kommen, was unsere Volkswirte nicht erwarten, dürften die Gewinnschätzungen um deutlich mehr als 10% fallen. Die bald losgehende Q4-Berichtssaison dürfte eine Indikation geben, wohin die Reise geht, auch wenn die nachlaufenden Effekte der ausgeprägten Straffungspolitik der Zentralbanken wohl erst in späteren Quartalen sichtbar sein werden.

Rezession wieder ausgepreist

In Q3 2022 hatte der Markt zumindest in vielen Bereichen bereits eine milde Rezession eingepreist. Für Europa war der Bewertungsabschlag sogar höher. Nach der zunehmenden Hoffnung auf eine zeitnahe Fed-Kehrtwende und einem „Soft Landing“ sind die Bewertungen, insbesondere in den USA, wieder in die Höhe geschossen. So handelt der S&P 500 momentan auf einem Forward-KGV von 18,3 und damit höher als im Durchschnitt der letzten 35 Jahre, trotz des massiven Realzinsanstiegs dieses Jahres und der gestiegenen relativen Attraktivität von Anleihen. Ein wesentlicher Grund dürfte der verhältnismäßig große Anteil an nicht-fundamentalen Investoren für US-Aktien sein. Große Nachfrager sind neben den

Aktien haben sich in der Breite in Q4 deutlich erholt, vor allem europäische Papiere legten zu

Gesamtrendite	Seit Jahresanfang und in Q4 22 (in %, in EUR)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre (in %, in EUR)					KBV*	Div.*	KGV*
	■ YTD (31.12.21-13.12.22)	■ Q4 22 (30.09.22-13.12.22)	13.12.21	13.12.20	13.12.19	13.12.18	13.12.17			
MSCI Großbritannien	5,3	11,6	9,2	24,0	-17,7	19,5	-6,3	1,7	4,0	9,8
Stoxx Europa Defensiv	3,3	11,8	6,5	19,3	-6,1	16,7	1,9			
Stoxx Europa 50	2,3	14,4	5,2	23,8	-6,1	21,5	-7,7	2,3	3,3	12,4
Euro Stoxx 50	-4,9	20,4	-2,3	22,3	-4,6	23,3	-10,8	1,8	3,5	11,9
S&P 500	-8,1	3,8	-6,9	38,7	8,0	24,6	5,1	3,9	1,6	18,3
MSCI USA Small Caps	-8,2	3,2	-6,0	27,5	7,6	19,7	-0,6	1,9	1,5	18,3
DAX	-8,7	19,7	-7,2	19,1	-1,3	21,6	-16,8	1,5	3,5	11,5
MSCI Japan	-9,2	6,3	-10,3	12,3	2,3	17,6	-5,4	1,2	2,6	12,6
Stoxx Europa Zyklisch	-10,1	18,3	-6,8	25,7	-2,7	22,9	-13,9			
MSCI EM Asien	-14,3	3,5	-15,2	5,4	16,9	16,3	-8,0	1,6	2,6	12,8
Stoxx Europa Small 200	-20,9	16,4	-18,0	24,5	0,5	24,6	-9,1	1,4	3,2	15,5
MSCI EM Osteuropa	-81,1	26,6	-80,5	20,7	-16,2	28,4	5,6	1,0	4,7	5,5

Zeitraum: 13.12.2017-13.12.2022

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



Unternehmen in Form von Aktienrückkaufprogrammen der US-Altersvorsorgemarkt, der primär mittels Indexprodukten, unabhängig von Bewertungsniveaus, in Aktien investiert.

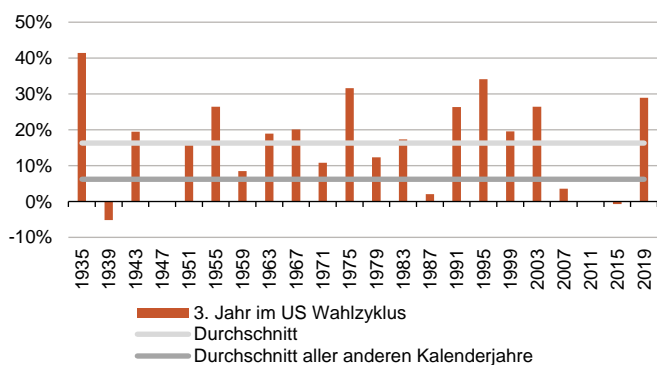
Größere Rückschläge auch 2023 wahrscheinlich

Auch wenn das Aufwärtspotenzial nächstes Jahr begrenzt sein dürfte, dürften sich vor allem europäische und asiatische Aktien im Jahr 2023 freundlich entwickeln, da für beide Regionen schon deutlich mehr Negatives als in den USA eingepreist ist. Entsprechend höher ist die „Margin of Safety“. Zudem dürften beide Regionen noch von nachlaufenden Effekten der USD-Stärke profitieren, während US-Exporteure eher darunter leiden dürften. Und was die Konjunktur anbelangt, sind unsere Ökonomen jüngst optimistischer geworden und rechnen nun mit einer etwas weniger tiefen Rezession in der Eurozone. Nichtsdestotrotz dürften die Aktienmärkte im Laufe des Jahres 2023 auch wieder stärkere Rückschläge erleben, nicht zuletzt wegen negativer Gewinnrevisionen und der quantitativen Drosselung der Zentralbanken. Dies gilt besonders dann, wenn die systematischen Strategien aufgrund der jüngst gefallen Volatilität und des besseren Preismomentums Aktien weiter in 2023 hinein aufstocken. Das macht die Märkte dann wieder anfälliger. Da der Markt Ende 2023 bereits auf ein wahrscheinlich konjunkturell deutlich besseres 2024 schauen wird, dürften sich die Aktienmärkte von ihren Rückschlägen jedoch erholen. Wir rechnen mit einer volatilen, limitierten Aufwärtsbewegung bei Aktien in 2023. Für Aufwärtspotenzial 2023 spricht auch der US-Präsidentschaftszyklus. Das dritte Jahr nach den US-Wahlen ist gewöhnlich das mit Abstand stärkste Aktienmarktjahr.

Ulrich Urbahn, Leiter Multi Asset Strategy & Research

Aktien gewöhnlich im dritten Jahr des US Election Cycle stark

S&P-500-Entwicklung in Abhängigkeit von den US-Wahlen. Jahr 3 stellt das dritte Jahr nach den US-Wahlen, die im November alle vier Jahre stattfinden, dar



Zeitraum: 31.12.1932-31.12.2020
Quelle: Bloomberg, Berenberg

WAS DIE UNTERNEHMEN BEWEGT

Der Blick Richtung 2023

Ein schwieriges Aktienjahr neigt sich dem Ende zu. In unseren vielen Jahresschlussgesprächen, geführt unter anderem bei Berenbergs ausgesprochen gut besuchter Penny Hill Konferenz, richtete sich unser Blick in die Zukunft. So hörten wir aus der für uns wichtigen Halbleiterindustrie, die zuletzt vor allem getrieben von einer niedrigeren Nachfrage nach PCs und Smartphones eine Schwächephase gesehen hatte, dass für Mitte 2023 eine Erholung zu erwarten sei. Das ist auch getrieben von einer weiterhin robusten Nachfrage aus der Autoindustrie, die nämlich an einer anhaltenden Halbleiterknappheit leidet. Ansonsten hörten wir aber aus den verschiedensten Wirtschaftszweigen, dass sich Lieferengpässe weiter auflösen sollten, was sich auch in einer Schwächung vieler Inflationstreiber – wie z.B. Frachtraten – widerspiegeln dürfte. Damit einhergehen wird allerdings auch das Auflösen von bestehenden Lagerbeständen. Etwas, das vor allem im Industriebereich Kopfschmerzen bereitet. In der Konsumgüterindustrie erwarten die Hersteller von Waren des täglichen Gebrauchs eine anhaltende Schwächephase und einen Trend hin zu "White Label" Produkten. Die Nachfrage nach Luxusgütern ist hingegen ungebrochen und sollte im kommenden Jahr vom Ende Chinas Null-Covid-Strategie profitieren.

Matthias Born, CIO Aktien

Prognoseübersicht: Aktien mit leichtem Aufwärtspotenzial 2023

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

Indexprognosen	Aktuell		Ø*	
	15.12.2022	30.06.2023	31.12.2023	In 12 Monaten
S&P 500	3.896	4.150	4.300	4.519
DAX	13.986	15.000	15.700	17.557
Euro Stoxx 50	3.836	4.100	4.250	4.645
MSCI UK	2.136	2.250	2.350	2.519
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	6,5	10,4	16,0
DAX	-	7,2	12,3	25,5
Euro Stoxx 50	-	6,9	10,8	21,1
MSCI UK	-	5,3	10,0	17,9

* Durchschnitt, Konsensus Bottom-up per 15.12.2022
Quelle: Bloomberg, Factset, Berenberg



DER ZINS IST ZURÜCK

AUF DEN PUNKT

- Bei sicheren Staatsanleihen rechnen wir mit einer deutlichen regionalen Differenzierung – klare Vorteile für die USA.
- Europäische Unternehmensanleihen: Wir erhöhen unsere Übergewichtung und bauen das Nachrangsegment auf.
- Schwellenländeranleihen: Lokalwährungspapiere und ausgewählte Staaten im Hochzinssegment sind unsere Favoriten.

Auf Schatten folgt Licht

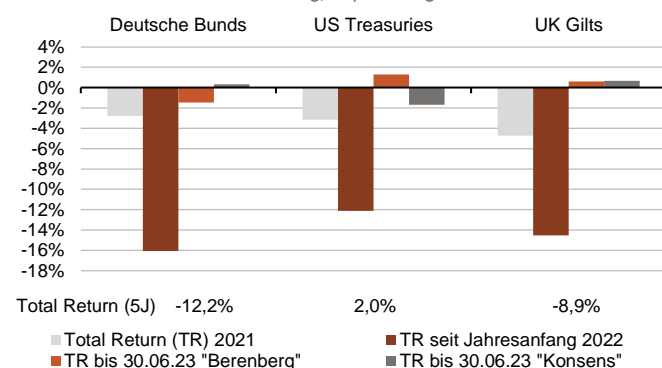
Für alle Segmente des Anleihemarktes erwies sich 2022 als Annus horribilis – hartnäckige Inflation, Renditeanstiege, erhöhte Volatilität und vor dem Hintergrund der nahenden Rezession anziehende Risikoprämien bescherten den Anlegern spürbare Verluste. Diese Entwicklung mündet mit Blick nach vorn allerdings in eine eindeutig positive Botschaft: Der Zins ist zurück, und mit Anleihen kann wieder Geld verdient werden. Wo genau wir die attraktivsten Opportunitäten sehen, zeigen wir im Folgenden.

Staatsanleihen: Differenzierung kann sich lohnen

Nachdem 2022 sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks zweistellige Verluste in sicheren Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit zu verzeichnen waren, rechnen wir für die kommenden Monate mit einem regional heterogenen Verlauf. Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass die Inflation ihren Höhepunkt in den USA bereits überschritten haben dürfte, während in Europa der Gipfel noch bevorsteht. Infolgedessen wird sich die geldpolitische

Sichere Staatsanleihen: USA haben die Nase deutlich vorn

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



Zeitraum: 15.12.2017-15.12.2022

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

Dynamik zwischen den Währungsräumen unterscheiden. Während die Fed ihren Leitzins bereits in der ersten Jahreshälfte auf 5,25% anheben, dann aber im zweiten Halbjahr wieder senken dürfte, erwarten wir von der EZB bis Jahresmitte zwei Schritte à 50 Basispunkte, ohne dass sie ihren Hauptrefinanzierungssatz in der Folge wieder herabsetzt. Für das Segment der zehnjährigen Staatsanleihen bedeutet dies bis Ende 2023 wieder sinkende Renditen in den USA, bei deutschen Bundesanleihen jedoch das Gegenteil. Zusammen mit der höheren laufenden Verzinsung ergibt sich somit ein klarer Attraktivitätsvorteil für US-Staatspapiere. Euro-Anleger sollten in ihrem diesbezüglichen Vergleichskalkül allerdings die mögliche Wechselkursänderung oder Absicherungskosten berücksichtigen – wir erwarten, dass der US-Dollar 2023 etwas an Wert verliert.

Europäische Unternehmensanleihen mit Aussicht auf positives Jahr

Europäische Unternehmensanleihen des Investmentgrade-Segments bieten mit aktuell 3,6% endlich wieder eine auskömmliche Verzinsung, wie wir sie in dieser Höhe zuletzt 2012 gesehen haben. Selbst im Falle kurzfristig moderater Renditeanstiege sollte auf Jahressicht eine absolut positive Entwicklung erzielt werden können. Trotz zweieinhalb Jahren Corona-Pandemie, hoher Energiepreise und inflationsbedingten Kostendrucks präsentieren sich die Unternehmensbilanzen aufgeräumt und robust. Dementsprechend sind aktuell nur wenige Ausfälle und Rating-Herabstufungen zu beobachten. Bis vor einigen Wochen hatten wir uns dennoch gegen ein ausgeprägtes Übergewicht entschieden. Sowohl ein ruckeliger Neustart an den Neuemissionsmärkten als auch ein anhaltend negativer Trend bei den Kapitalflüssen bargen

Prognosen: Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)

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

	15.12.2022	30.06.2023	31.12.2023
	Aktuell	🇪🇺	🇺🇸
USA			
Leitzins	4,25-4,50	5,00-5,25	5,10
10J US-Rendite	3,45	3,50	3,88
Eurozone			
Leitzins	2,50	3,50	3,10
10J Bund-Rendite	2,08	2,40	2,19
Großbritannien			
Leitzins	3,50	3,75	4,10
10J Gilts-Rendite	3,24	3,40	3,39

* Durchschnitt, Konsens per 15.12.2022

Quelle: Bloomberg



Rückschlagpotenzial. Beide Faktoren hellen sich über die letzten Wochen spürbar auf: Neue Transaktionen wecken größeres Anlegerinteresse, und selbst vermeintlich riskantere Unternehmen finden wieder den Weg an die Märkte. Bei den Fondsflüssen (siehe Grafik unten links) lässt sich sowohl für den Investmentgrade- als auch den Hochzinsbereich eine nachhaltige Stabilisierung erkennen. Dementsprechend sind wir für Unternehmensanleihen konstruktiver gestimmt und haben jüngst unser Übergewicht erhöht. Unverändert bevorzugen wir Finanzanleihen und trauen uns bei Banken und Versicherungen guter Qualität Nachrangpositionen zu.

Schwellenländeranleihen: Lokalwährungen unverändert präferiert

Die Erholung von Schwellenländeranleihen im vierten Quartal war durch das Hartwährungssegment bei Staatspapieren getrieben, das zuvor allerdings auch die stärksten Kursabschläge zu verzeichnen hatte. Ungeachtet dieser Bewegung sowie wieder gesunkener US-Renditen und Risikoaufschläge hat es für eine absolut positive Wertentwicklung im Jahr 2022 jedoch nicht gereicht. Der Grad der Risikoaversion ist noch immer erhöht und ungleichmäßig verteilt – sowohl auf Länderebene als auch zwischen Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung bzw. Staatspapieren in Lokalwährung. Der letztgenannte und von uns bereits in der Vergangenheit favorisierte Bereich konnte sich auf Jahressicht positiv von seinem Pendant in Hartwährung abheben. Für den Beginn des neuen Jahres erwarten wir, dass die aktive Positionierung in der Währungskomponente aufgrund bereits stark gestiegener lokaler Renditen etwas an Bedeutung abnimmt. Wenn in vielen

Schwellenländern die Leitzinserhöhungszyklen auslaufen und die Inflationserwartungen ihren Höhepunkt erreicht haben werden, wird die laufende Rendite mittelfristig noch stärker an Bedeutung gewinnen – insofern halten wir an einer sukzessiven Erhöhung der Duration bei Lokalwährungsanleihen fest. Aus markttechnischer Sicht stimmt uns die mittlerweile niedrige Investorenpositionierung positiv. Wir sehen den größten Teil der durch die Marktverwerfungen in 2022 verursachten Kapitalabflüsse als hinter uns liegend. Auch die Risikoaufschläge sind trotz der jüngsten Erholungsbewegung noch auf attraktiven Niveaus. Ein Einstieg insbesondere in Länder im Hochzinsbereich mit wenig Sensitivität gegenüber US-Renditen und nur geringen über die kommenden ein bis zwei Jahre ausstehenden Verbindlichkeiten erscheint lohnenswert. Zu guter Letzt sollte die allgemeine Emissionstätigkeit trotz saisonal bedingt höherer Aktivität im ersten Quartal überschaubar bleiben, was die Anlageklasse zusätzlich unterstützt.

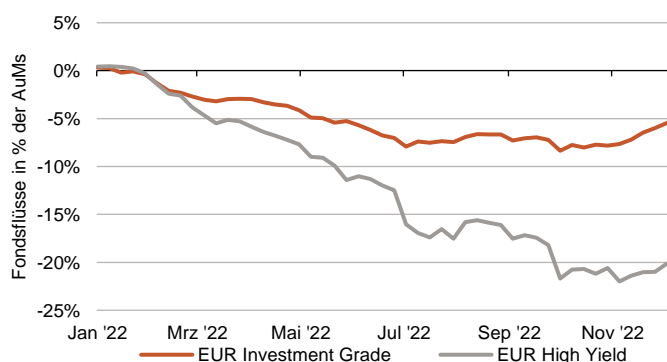
Fazit: Die Rückkehr des Zinses schafft Opportunitäten

Staatsanleihen hoher Bonität betrachten wir regional differenziert und sehen in jeweils lokaler Währung klare Vorteile für US- gegenüber deutschen Bundespapieren. Unternehmensanleihen sind auf inzwischen erhöhten Renditeniveaus sowohl im Investmentgrade- als auch im Hochzinssegment wieder attraktiv geworden, insbesondere mögen wir den Finanzsektor und nachrangige Emissionen erstklassiger Schuldner. In Schwellenländern schließlich bevorzugen wir erneut das Lokalwährungssegment und finden den Einstieg in ausgewählte Hochzinsländer interessant.

Martin Mayer, Senior Portfolio Manager Multi Asset

Euro-Unternehmensanleihen: Kapitalabflüsse aus Fonds gestoppt

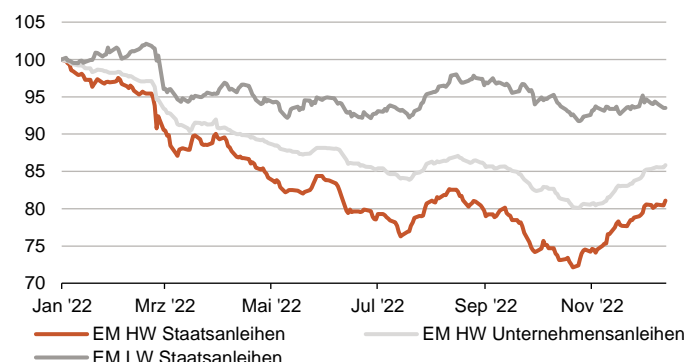
Die „Flows“ im Investmentgrade(IG)- und im Hochzins(HY)-Segment haben sich seit dem Sommer bzw. seit Beginn des vierten Quartals stabilisiert



Zeitraum: 31.12.2021-07.12.2022
Quelle: Bloomberg, AuM = Assets under Management, HY = High Yield

Schwellenländer: Lokalwährungspapiere unverändert bevorzugt

Auch für das Jahr 2023 rechnen wir mit einer stärkeren Entwicklung für das Lokalwährungssegment (LW) gegenüber seinem Pendant in Hartwährung (HW)



Zeitraum: 31.12.2021-13.12.2022, indiziert auf 100 per 31.12.2021
Quelle: Bloomberg, EM = Emerging Markets



PREISE ZURÜCK AUF ANFANG, SUPERZYKLUS VERSTÄRKT

Ölnachfrage kurzfristig schwach, Angebot letztlich noch schwächer

Rohöl erlebte ein schwieriges viertes Quartal. Mit Rezessionsorgen im Westen und steigenden Corona-Zahlen in China dominierte die Angst vor einer Nachfrageschwäche. So notiert Öl nun wieder in etwa da, wo es Anfang des Jahres stand. Bei einer milden Rezession und einem Abrücken von der Null-Covid-Politik in China würde ein Nachfragerückgang jedoch nur temporär sein. Die Angebotsprobleme scheinen hingegen strukturell. Ölproduzenten sowohl in den USA als auch im Mittleren Osten üben sich in Investitionszurückhaltung und mit dem EU-Ölembargo dürfte ein Teil des russischen Angebots langfristig verloren gehen. Zudem entfällt zum Jahreswechsel die Angebotsunterstützung durch die Freigabe strategischer US-Reserven. Werden diese wieder aufgefüllt, bedeutet dies gar zusätzliche Nachfrage. Wir erwarten einen knappen Ölmarkt und steigende Preise.

Positiver Ausblick für Gold, aber abnehmende relative Attraktivität

Gold gelang es in Q4, den Abwärtstrend des Sommers zu durchbrechen. Ausschlaggebend für die neue Stärke war die Schwäche des US-Dollars. Indessen boten endlich stagnierende Realzinsen weniger Gegenwind. Damit notiert auch Gold wieder in etwa da, wo es Anfang des Jahres stand. Das Abwärtspotenzial dürfte begrenzt bleiben in den nächsten Monaten. Denn Anleger haben mittlerweile mehr als die Hälfte der im Zuge der Corona-Krise aufgebauten Goldbestände wieder verkauft. Der Trend der Dedollarisierung von Zentralbankreserven hat sich hingegen seit Putins Krieg deutlich beschleunigt. Trotzdem hat die Attraktivität von Gold abgenommen. Zum einen bleibt es weiter Spielball der Fed und damit positiv korreliert zu Aktien und Renten. Und zum anderen erwirtschaften andere sichere Häfen wie US- oder deutsche Staatsanleihen zunehmend attraktive laufende Erträge.

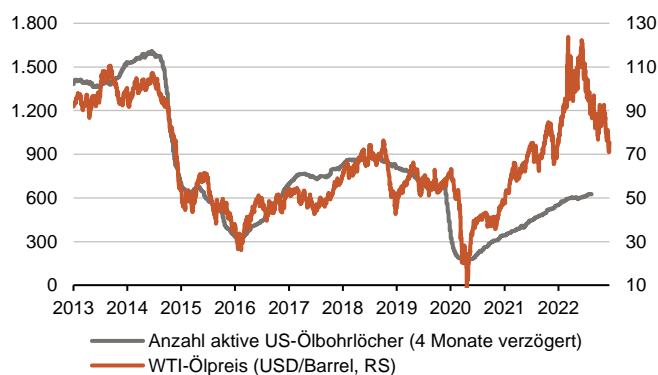
Langfristiger Aufwärtstrend bei Industriemetallen beschleunigt

Industriemetalle entwickelten sich trotz trüber Konjunkturaussichten im Westen in Q4 erfreulich. Unterstützung kam aus China seitens der Maßnahmen zur Stützung des Immobiliensektors sowie seitens der Nachfrage aus den Bereichen Netzausbau und Elektromobilität. Die sehr niedrigen Lagerbestände signalisieren, dass die Metallmärkte jetzt schon knapp versorgt sind. Zudem dürften die weiter hohen Energiepreise, ein großer Teil der Produktionskosten, das Abwärtspotenzial begrenzen. Liegt die Rezession hinter uns, dürften Industriemetalle kräftig hinzugewinnen – nicht zuletzt weil sich die Nachfrage durch die Energiewende im Zuge des Russland-Ukraine-Krieges beschleunigt haben dürfte.

Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research

US-Produzenten weigern sich trotz hoher Ölpreise zu investieren

Die Bohraktivität der US-Schieferölindustrie folgt typischerweise dem Ölpreis. Seit dem Ölpreiskollaps 2020 halten sich Produzenten mit Investitionen zurück

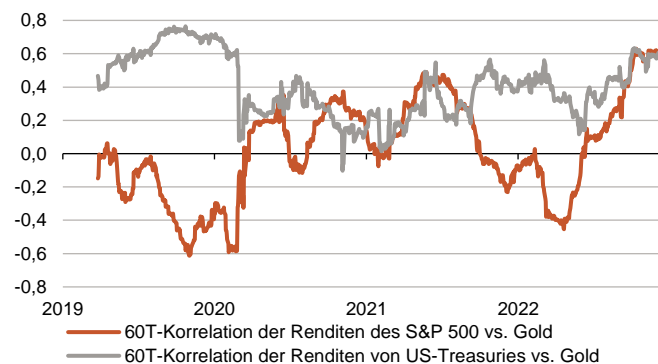


Zeitraum: 01.01.2013-13.12.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Diversifikationswirkung von Gold aktuell begrenzt

Normalerweise ist Gold gering korreliert zu Aktien und wirkt damit diversifizierend. Aktuell ist es sowohl zu Aktien als auch zu Anleihen hoch korreliert

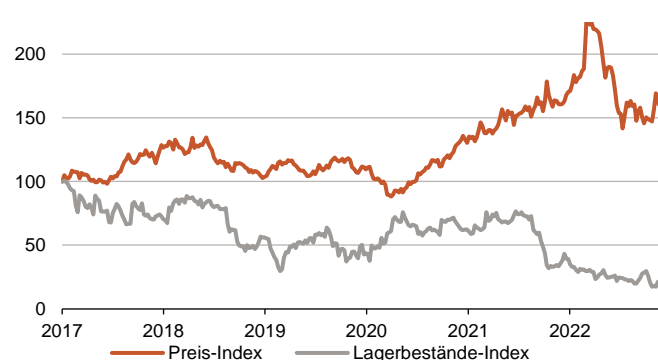


Zeitraum: 01.01.2019-13.12.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Knappes Angebot begrenzt Abwärtsrisiken von Industriemetallen

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



Zeitraum: 01.01.2017-13.12.2022

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



EURO: MÜHSAMER WEG NACH OBEN

Trendwende für den Euro?

Ein schweres Jahr für den Euro geht zu Ende. Die Gemeinschaftswährung war auf einem passablen Niveau mit gut 1,13 US-Dollar je Euro gestartet. Doch im Jahresverlauf ging es Stück für Stück bergab. Der Euro fiel unter die Parität und im Tief sogar unter die Marke von 0,96 US-Dollar je Euro. Die Hauptgründe für die Euro-Schwäche – und im Umkehrschluss für die Dollar-Stärke – sind schnell aufgezählt: 1. Der Krieg in der Ukraine, der den Konjunkturaufschwung abwürgte und zu einer veritablen Energiekrise samt beschleunigter Inflation führte. 2. Die lange Zeit zögerliche Haltung der EZB, die sich mit der geldpolitischen Wende deutlich mehr Zeit ließ als die anderen großen Zentralbanken. 3. Während der US-Dollar als sicherer Anlegehafen von der Krise profitierte, ging Europa die „Friedensdividende“ der letzten Dekaden verloren und mit ihr auch die Attraktivität der Anleger.

Im vierten Quartal konnte sich der Euro stabilisieren und wieder über die Parität steigen. Das lag zu einem guten Teil daran, dass sich die Stimmung am Kapitalmarkt aufhellte und den US-Dollar etwas unter Druck setzte. Zur verbesserten Stimmung und zum höheren Eurokurs trug bei, dass die Rezession in der Eurozone weniger stark ausfallen dürfte, als zwischenzeitlich zu befürchten war. Der Ausblick für das kommende Jahr hängt maßgeblich davon ab, wie Europa den Winter übersteht. Wenn unser Basisszenario eintritt, erlebt die Eurozone eine milde Rezession in den Winterquartalen. Ab dem Frühjahr dürfte aber das Wachstum zurückkehren. Der Euro sollte davon sukzessive profitieren. Hinzu kommt: Wenn es glimpflich durch den ersten Winter der Energiekrise geht, dürfte die Energiekrise vor dem Winter 2023/24 einen Teil ihres Schreckens verloren haben. Die Marktakteure sind dann bereits krisenerprobt und werden sich voraussichtlich nicht mehr so sehr schrecken lassen. Bis zum Jahresende 2023 sehen wir deshalb ein Kurspotenzial bis etwa 1,15 US-Dollar je Euro.

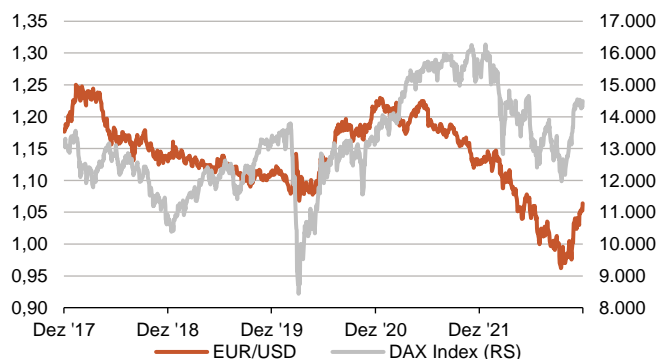
Britisches Pfund lässt turbulente Phase hinter sich

Die Regierungskapriolen sind nicht spurlos am Britischen Pfund vorübergegangen. Die „Trussonomics“ mit schuldenfinanzierten Steuersenkungen hatten zu Panik am Anleihemarkt und zu einer Abwertung des Pfundes geführt. Es kam zu einer Reihe von Rücktritten (inklusive desjenigen von Premierministerin Liz Truss) und neben der personellen Neuaufstellung auch zu einer politischen Kehrtwende. Der neue Finanzminister setzt auf ein höheres Maß finanzpolitischer Solidität. Das Pfund orientiert sich nun neu und wird 2023 wohl um die Marke von 0,85 Pfund je Euro schwanken.

Dr. Jörn Quitzau, Senior Economist

EUR/USD: Euro profitiert von verbesserter Marktstimmung

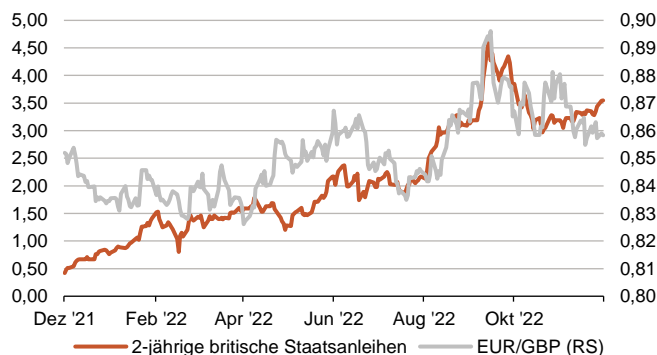
Der Krieg hat den Euro unter Druck gesetzt und den US-Dollar als „Safe Haven“ gestärkt. Mit der besseren Börsenstimmung steigt auch EUR/USD



Zeitraum: 13.12.2017-13.12.2022
Währungskurs in US-Dollar, DAX Index in Punkten. Quelle: Macrobond

EUR/GBP: volatil seitwärts

Die Schuldenpläne der Regierung bewegten den Anleihe- und Devisenmarkt. Mit der wirtschaftspolitischen Neuausrichtung kehrt nun wieder Ruhe ein



Zeitraum: 13.12.2021-13.12.2022
Staatsanleihen in %; Währungskurs in GBP. Quelle: Macrobond

Wechselkursprognosen

Euro: Aufwärtspotenzial im kommenden Jahr

Wechselkursprognose	Aktuell	15.12.2022		30.06.2023		31.12.2023	
		€	⊘*	€	⊘*	€	⊘*
EUR/USD	1,06	1,10	1,04	1,15	1,07		
EUR/GBP	0,87	0,85	0,88	0,85	0,89		
EUR/CHF	0,99	1,00	0,99	1,02	1,01		
EUR/JPY	146	143	141	144	141		
Veränderung zum Euro (in %)							
USD	-	-3,4	2,2	-7,6	-0,7		
GBP	-	2,7	-0,8	2,7	-1,9		
CHF	-	-1,3	-0,3	-3,3	-2,3		
JPY	-	2,4	3,9	1,7	3,9		

* Durchschnitt, Konsens per 15.12.2022
Quelle: Bloomberg



INTERVIEW MIT ULRICH URBAHN

Herr Urbahn, als Leiter Multi Asset Strategy & Research sind Sie gemeinsam mit Ihrem Team unter anderem für die Generierung von Investmentideen für die Multi-Asset-Strategien verantwortlich. Wie kommen Sie zu Investmentideen?

Am meisten hilft wahrscheinlich die Erfahrung, schon mehrere Konjunkturzyklen und Krisen an den Finanzmärkten beruflich miterlebt zu haben. Auch wenn sich die Vergangenheit nicht wiederholt, reimt sie sich doch häufig, sodass historische Vergleiche bei der Entscheidungsfindung hilfreich sind. Dazu nutzen wir eigene Modelle und denken in Szenarien, lesen aber auch viel Fremdresearch bzw. diskutieren mit Kapitalmarktstrategen der großen Finanzhäuser und unabhängiger Anbieter. Das hilft zu verstehen, was der Konsens denkt und was gegebenenfalls schon eingepreist ist. Über die letzten Jahre hinzugekommen ist das Hören von Finanz-Podcasts, insbesondere aus den USA, weil dort die großen Gelder verwaltet werden. Es ist folglich wichtig zu wissen, wie die US-Investoren die Kapitalmärkte einschätzen. Zudem werden Spezialisten für verschiedene Finanzmärkte interviewt, sodass man sein Wissen ständig verbreitern kann. Man lernt nie aus.

Können Sie uns ein Beispiel nennen?

Anfang 2022 ist mir aufgefallen, dass Hedge-Fonds stark auf einen fallenden brasilianischen Real setzen. Es gab eine rekordverdächtige Short-Position – und das trotz damals schon steigender Rohstoffpreise und der Tatsache, dass die brasilianische Zentralbank die Zinsen angesichts der damals bereits hohen Inflation in Brasilien schon viel früher und stärker als die großen Zentralbanken angehoben hatte. Zu der Zeit kam Lateinamerika/Brasilien bei Research-Berichten der Broker und in Podcasts kaum (positiv) vor. Folglich war der Konsens nicht optimistisch für Brasilien. Um das zu verifizieren, habe ich mit ETF-Händlern telefoniert, ob sie in dem Bereich Zuflüsse sehen. Daraufhin wurde ich beinahe ausgelacht. Das Thema interessierte kaum einen. Und Broker warnten mich, es sei zu früh, in Lateinamerika zu investieren. Lateinamerikanische Aktien waren aber äußerst günstig bewertet – die Risikoprämie entsprechend hoch. Zudem hatte Lateinamerika gerade angefangen outzuperformen, und das in einem Umfeld fallender US-Aktienkurse – was eher ungewöhnlich und ein Indiz dafür ist, dass Investoren dort nicht übermäßig positioniert waren. Folglich schätzten wir das Risiko-Rendite-Profil als attraktiv ein, diskutierten die Idee im Investment Committee und entschieden im Asset Allocation Committee in der Breite zu investieren – auch vor dem Hintergrund, dass lateinamerikanische Aktien wenig mit unserem hauseigenen Aktienstil „Quality Growth“ korreliert sind und somit dazu beitragen, die Volatilität der Multi-Asset-Portfolios zu glätten.



Welche anderen Ideen gibt es und wie werden diese umgesetzt?

Wir versuchen vor allem einen Mehrwert bei der Suballokation zu schaffen, das heißt, welche Regionen/Sektoren/Segmente stellen eine sinnvolle Ergänzung zur bestehenden Multi-Asset-Strategie dar? Das können beispielsweise innerhalb der Alternatives Industriemetalle sein. Finden wir eine Idee nicht nur taktisch, sondern auch längerfristig attraktiv, publizieren wir oft einen Fokus-Artikel dazu. Dies hat den Vorteil, dass wir uns mit einem Thema noch intensiver beschäftigen und es damit besser durchdringen. Zudem hilft es unseren Kunden, unsere Beweggründe besser zu verstehen.

Zu unseren Aufgaben gehört es auch, taktische Positionierungen nach hoffentlich positiven Entwicklungen wieder zurückzufahren bzw. zu substituieren. Wir haben im November zum Beispiel einen S&P 500 ETF teilweise in einen währungsgesicherten S&P 500 ETF gedreht, nachdem der EUR/USD deutlich unter Parität gefallen war und wir für den EUR mittelfristig Aufwärtspotenzial sahen. Bei der Ideengenerierung schauen wir neben Fundamentalvor allem auf Sentiment- und Positionierungsdaten. Die Ideen werden dann häufig mittels ETFs, aber auch mittels Investmentfonds umgesetzt.

Wenn wir den Blick ausweiten, wie ist Ihr ganz großes Bild für die nächsten Dekade?

In den kommenden Jahren ist aus unserer Sicht nicht nur im Durchschnitt mit einer höheren Inflation als in der letzten Dekade, sondern auch mit deutlichen Schwankungen der Inflation, das heißt mit einer erhöhten Volatilität der Inflation, zu rechnen. Der Grund liegt vor allem in den längerfristigen Angebotsengpässen



bei Rohstoffen, der Energiewende, der Zunahme von Klimakatastrophen, der Deglobalisierung und der demographischen Entwicklung, die zu einem zunehmenden Mangel an Arbeitskräften führen dürfte.

Was sind die Risiken?

In einem Umfeld erhöhter Inflation und insbesondere erhöhter Inflationsvolatilität dürften die Konjunkturzyklen kürzer ausfallen, weil die Zentralbanken restriktiver als in der letzten Dekade agieren müssen, um die Inflation nicht weiter anzuhetzen. Die Planungssicherheit ist für Unternehmen und Anleger damit deutlich niedriger, weshalb diese sich bei Investitionen stärker zurückhalten und eine höhere Entlohnung der eingegangenen Risiken verlangen. Dies lastet auf den Bewertungen von Investments und spricht zudem für eine erhöhte Volatilität über alle Anlageklassen hinweg.

Ein starker Fokus auf reale Anlagen bleibt auch vor dem Hintergrund der weltweit hohen Staatsverschuldungen angebracht, denn die höheren Inflationsraten dürften von den Staaten mittels finanzieller Repression genutzt werden, um die Schuldentragfähigkeit zu gewährleisten. Mit nominellen Anlagen dürfte es nicht einfach sein, in einem solchen Umfeld deutlich positive Realrenditen zu erzielen. Bei Aktien sollten Anleger auf möglichst niedrig bewertete Unternehmen mit starker Marktstellung (Preissetzungsmacht) und robusten Cashflows fokussieren. Eine höhere Inflationsvolatilität in der kommenden Dekade birgt also Risiken für die Kapitalmärkte, aber für flexible Investoren vor allem auch Chancen.

Was halten Sie von Kryptowährungen als neue Anlageklasse?

Zu Kryptowährungen gab es in den letzten Jahren das Narrativ, dass diese unkorreliert zu Risikoanlagen seien und einen Inflationsschutz darstellen. Diese Sichtweise war mir immer suspekt, weil Bitcoin & Co noch keine lange Historie vorweisen und folglich auch keine Hochinflationsphasen erlebt hatten. Zudem hat sich mal wieder bewahrheitet, dass sobald es für Anlageklassen Futures und ETFs gibt, die Korrelation automatisch ansteigt, weil diese dann in einem globalen De-Risking auch einfach verkauft werden können – sie profitieren also nicht mehr von der Illiquidität, die zu einer gewissen Unkorreliertheit geführt hatte. Glücklicherweise sind Immobilien illiquide, sonst würden die Häuserpreise auch viel mehr schwanken und die Besitzer entsprechend nervös machen.

Gleichwohl muss ich sagen, dass ich die Anwendungsfälle der Blockchain-Technologie sehr spannend finde und für meine Kinder auch ein wenig in Kryptowährungen investiert bin. Für mich ist das eine Art Call-Option. Man investiert etwas Geld, muss sich

aber bewusst sein, dass es gen null fallen kann. Andererseits hat es viel Potenzial, sollten die Prognosen der Optimisten eintreffen. Letztlich ist dies aber mehr Spekulieren als Investieren.

Hat sich in den letzten Jahren viel an Ihrer Arbeit geändert?

Inhaltlich sind vor allem drei Felder stärker in den Fokus gerutscht. Die Zentralbanken sind mit ihren riesigen Kaufprogrammen noch wichtiger für die Finanzmärkte geworden, sodass man ihnen noch mehr Beachtung schenken muss. Wird dem Markt Liquidität entzogen, kämpfen alle Anlagen um dann weniger Liquidität, was auf die Bewertungen drückt. Andererseits macht die Anleihe Seite wieder Spaß, da man hier wieder Rendite erwirtschaften kann. Spätestens seit der Corona-Krise und mit der Energiewende stehen zudem Rohstoffe vermehrt im Fokus. Und dieser Trend dürfte über die nächste Dekade dank der Energiewende anhalten, sodass wir auch da viel Zeit für Research und Analysen investieren. Zu guter Letzt hat der Optionsmarkt deutlich an Relevanz gewonnen. Optionen auf Einzelaktien haben ein außergewöhnliches Wachstum verzeichnet. So überstieg 2021 das gehandelte Gesamtvolumen der Optionen zeitweise erstmals das gehandelte Volumen der zugrundeliegenden Aktien. Die Optionsmärkte haben entsprechend einen zunehmenden Einfluss auf die Aktienmärkte, insbesondere was die Volatilität und Event-Risiken angeht. Vor diesem Hintergrund ist es wichtig zu verstehen, wer die großen Akteure am Optionsmarkt sind und wie die Optionshändler positioniert sind. Darüber hinaus hat gerade 2022 gelehrt, dass es sinnvoll sein kann, sich mit Optionen abzusichern, weil Korrelationen zwischen verschiedenen Anlageklassen nicht stabil sind.

KURZVITA

Ulrich Urbahn arbeitet seit Oktober 2017 für Berenberg und ist zuständig für quantitative Analysen sowie die Entwicklung strategischer und taktischer Allokationsideen und ist in die Kapitalmarktkommunikation eingebunden. Er ist Mitglied des Asset Allocation Committee und Portfoliomanager des Berenberg Variato. Nach seinen Diplomen in VWL und Mathematik an der Universität Heidelberg war er mehr als zehn Jahre bei der Commerzbank unter anderem als Senior-Cross-Asset-Strategie tätig. Ulrich Urbahn ist CFA-Charterholder und gehörte bei der renommierten Extel-Umfrage jahrelang den drei weltweit besten Multi-Asset-Research-Teams an.



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, CFA | Analyst Multi Asset Strategy & Research

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

Martin Mayer, CEFA | Senior Portfolio Manager Multi Asset

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

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

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

Dr. Jörn Quitzau | Senior Economist

Analysiert längerfristige Wirtschaftstrends und dabei insbesondere die Entwicklung an den Devisenmärkten

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

Verantwortet die Anlagestrategie für Emerging-Markets-Anleihen und globale Anleihen

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt

Leitet die volkswirtschaftliche Abteilung und analysiert wirtschaftliche sowie politische Trends, die die Vermögensanlage beeinflussen

Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research

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

IMPORTANT NOTICES

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 16. Dezember 2022

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