



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

August | 2022

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des -jeweiligen- Fonds zu entnehmen sind. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts „berenberg“ unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider.

Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen.

Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 28. Juli 2022



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktien moderat untergewichtet, Staatsanleihen aufgestockt	4
02	Volkswirtschaft Die Belastungen werden zu groß: Die großen westlichen Volkswirtschaften gleiten in die Rezession	9
03	Aktien Noch nicht über den Berg	14
04	Anleihen Anhaltendes Tauziehen zwischen Rezession und Inflation	20
05	Rohstoffe Zwischen Rezessionssorgen und Angebotsknappheit	25
06	Währungen Euro bleibt nach EZB-Zinserhöhung schwach. US-Dollar und Schweizer Franken als sichere Häfen	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt



Kapitalmarkt kompakt

Rückblick



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

Gesamtrendite der Anlageklassen in den letzten 4 Wochen, seit Jahresanfang und über 5 Jahre (% , EUR)

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (29.06.22 - 27.07.22)	■ YTD (31.12.21 - 27.07.22)	27.07.21	27.07.20	27.07.19	27.07.18	27.07.17
			27.07.22	27.07.21	27.07.20	27.07.19	27.07.18
Aktien Industrienationen	-5,9	7,4	3,6	33,6	0,5	9,9	11,9
REITs	-7,3	7,1	4,7	29,8	-14,5	17,2	-1,1
Globale Wandelanleihen	-9,1	6,2	-8,1	31,5	12,4	6,1	4,9
EUR Unternehmensanleihen	-8,9	4,3	-10,4	3,1	-0,3	5,8	0,6
Aktien Frontier Markets	-10,3	2,8	-1,6	37,8	-19,0	7,8	2,9
USD/EUR-Wechselkurs		2,4	15,8	-0,5	-5,3	4,8	0,2
EUR Staatsanleihen	-5,6	11,5	-6,9	0,7	0,6	4,3	0,3
Aktien Emerging Markets	-7,9	2,2	-4,9	18,0	-0,8	3,2	4,6
Euro-Übernachteinlage	0,0	1,4	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4
Gold	-0,3		11,6	-7,9	29,6	21,5	-2,7
Brent	-2,4	5,6	100,0	64,6	-35,7	-6,9	53,9
Industriemetalle	-2,7	72,1	9,8	42,9	-6,6	-0,1	4,5
	-3,7						
	-2,1						

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index;
 EUR Staatsanleihen: IBOXX Eurozone Sovereign 1-10J TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR;
 Globale Wandelanleihen: SPDR Convertible Securities ETF; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR;
 Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Euro-Übernachteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

Quellen: Bloomberg, Berenberg

Zeitraum: 27.07.2017 – 27.07.2022

Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Der Inflationsdruck bleibt hoch und mindestens in Deutschland droht eine Energiekrise. Verbraucher sind verunsichert.
- Lieferengpässe, Energiekrise, Inflation, steigende Zinsen – dieses gesamtwirtschaftliche Gemisch führt in die Rezession.
- Notenbanken müssen die Geldpolitik straffen, auch wenn sich die Konjunktur eintrübt. Nun hat auch die EZB reagiert.

Aktien



- Aktienmärkte konnten sich leicht erholen. Negative Konjunktur- und Gewinndynamik dürften jedoch Gegenwind darstellen.
- Analysten haben Gewinnerwartungen deutlich reduziert, sind unserer Meinung nach aber noch zu positiv für 2022.
- Wir positionieren uns mit einem moderaten Aktienuntergewicht, da die Risiken aktuell noch dominieren.

Anleihen



- Sichere Staatsanleihen zwischen restriktiver Zinspolitik und Rezessionssorgen gefangen. Inversion der Renditestrukturkurve.
- Risikoaufschläge bei Schwellenländeranleihen weiter im Aufwärtstrend. Spreads von EUR-IG-Anleihen unter Druck.
- Wir gewichten Anleihen unter und bleiben bei Kreditrisiken weiterhin vorsichtig positioniert. Duration: weniger kurz als zuvor.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Öl dominiert von Rezessionssorgen, physischer Markt bleibt aber weiter knapp. Stärker fallende Preise unwahrscheinlich.
- Gold leidet unter Dollarstärke. Nachdem Risikoprämien ausgepreist wurden, jetzt wieder positives Überraschungspotenzial.
- Industriemetalle bilden Boden und bieten Aufwärtspotenzial. Produzenten leiden zunehmend unter hohen Inputkosten.

Währungen



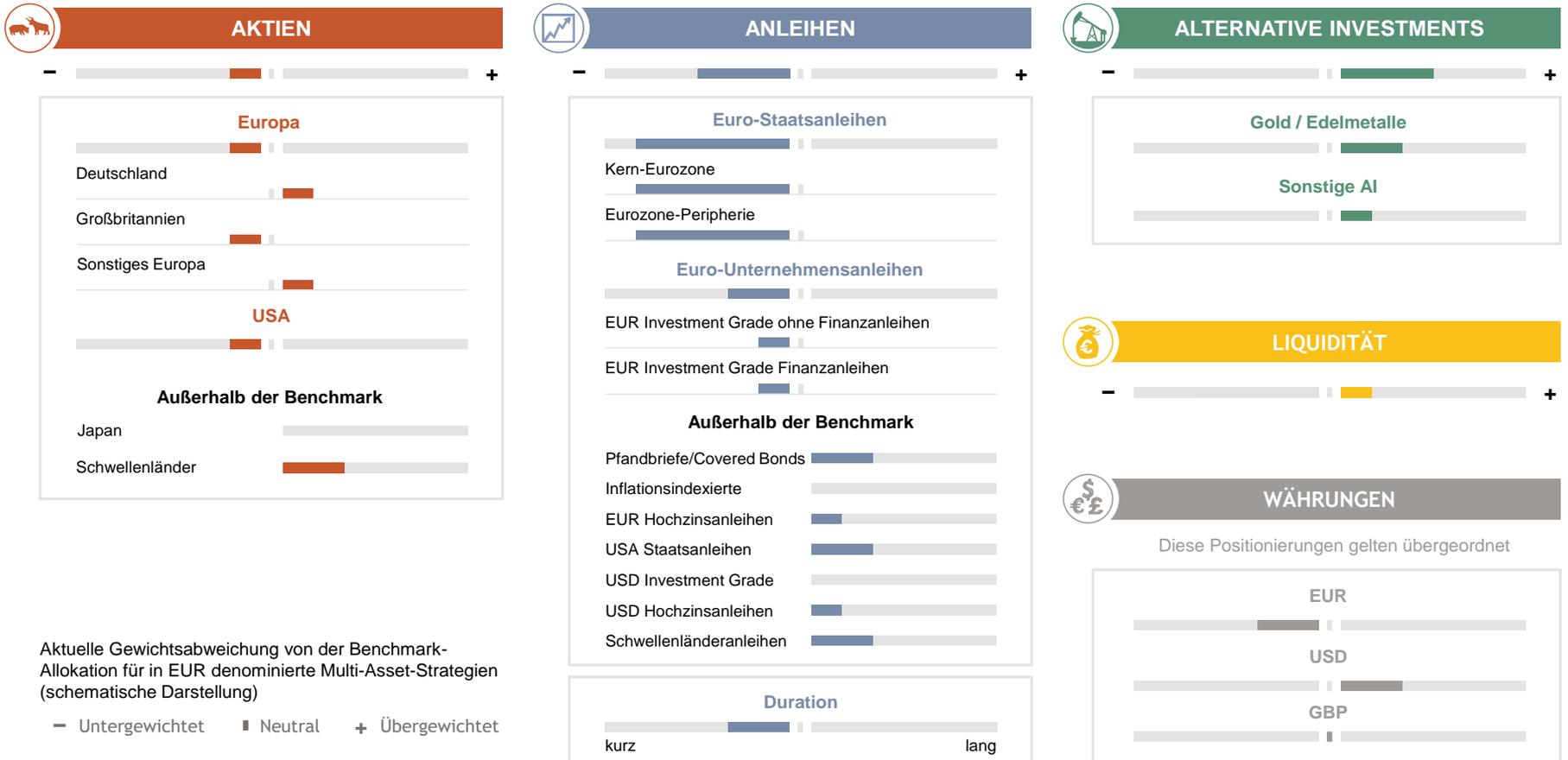
- Trotz der ersten Zinserhöhung bleibt der Euro schwach. Andere Zentralbanken waren schneller und wirken entschlossener.
- Gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken rangiert der Euro um die Parität.
- Der Schweizer Franken profitiert noch immer von der überraschenden Zinserhöhung und von der Risk-off-Stimmung.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



Portfoliositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Quelle: Berenberg

Darstellung per 27.07.2022

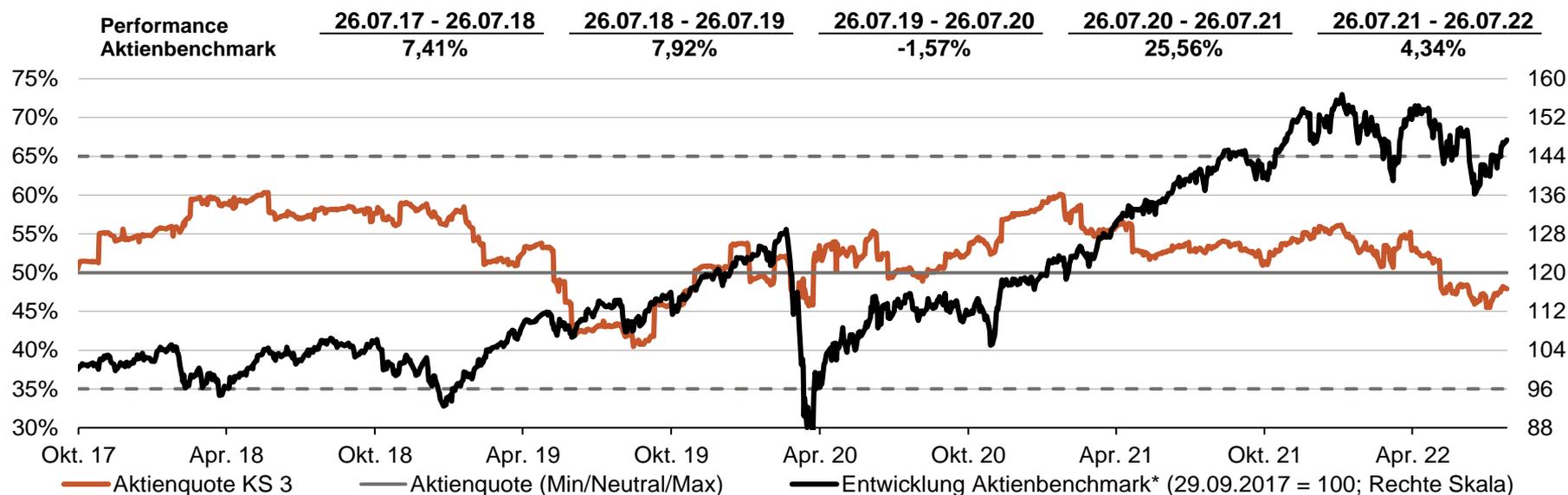
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



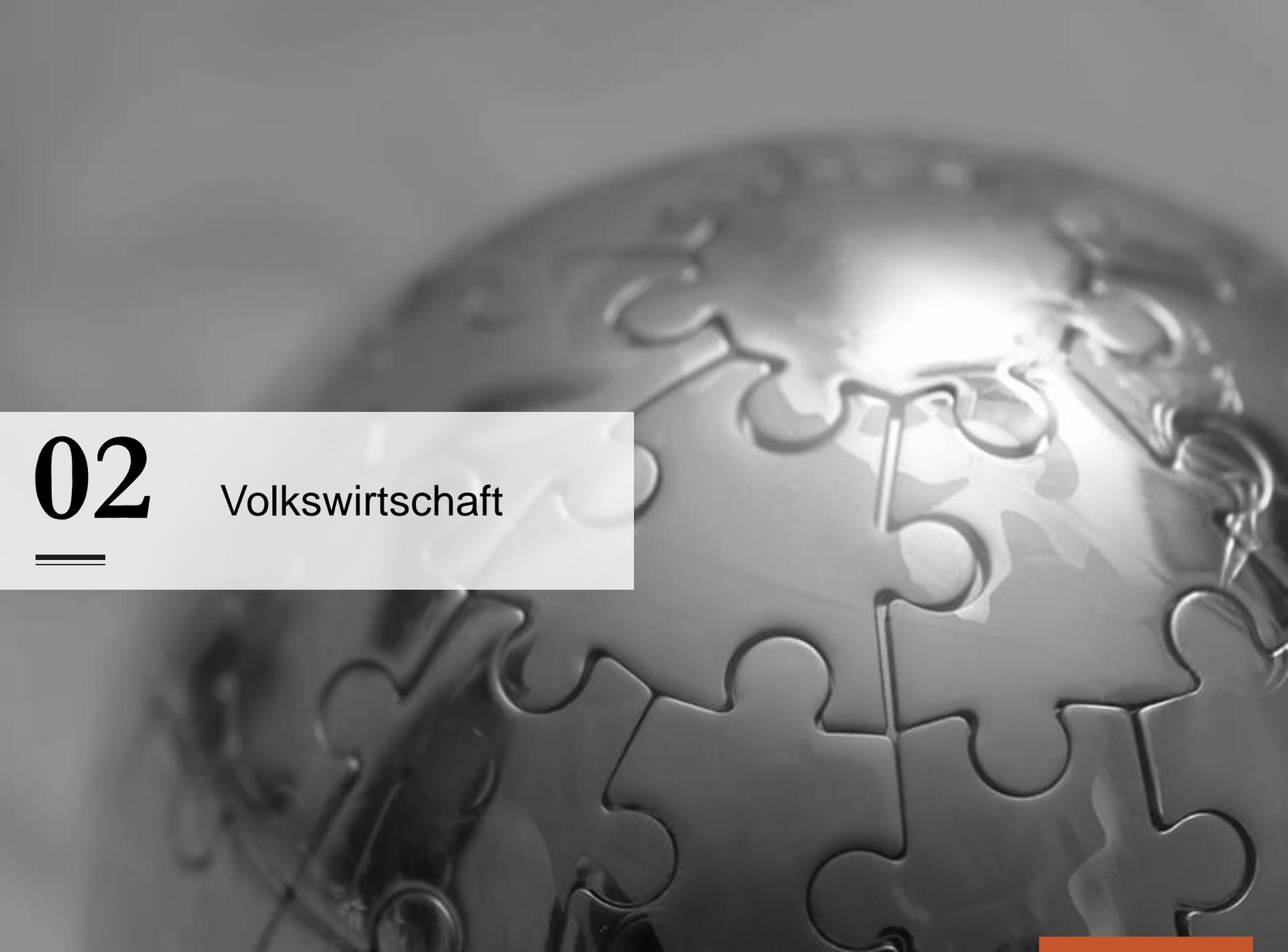
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 26.07.2017 – 26.07.2022
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir hatten den deutlichen Abverkauf an den Aktienmärkten nach Russlands Einmarsch und die damit einhergehende negative Anlegerstimmung genutzt, um sukzessive unsere Aktienquote auf ein moderates Übergewicht hochzufahren. Die starke Erholung im März hatten wir dann genutzt, um Gewinne mitzunehmen, u.a. reduzierten wir Lateinamerika etwas nach der starken YTD-Performance.
- Während der kurzen Rallye nach der Fed-Sitzung im Mai haben wir unsere Aktienquote antizyklisch weiter reduziert. Berücksichtigt man noch unsere Position im Tail-Hedge-Zertifikat sind wir nun Aktien moderat untergewichtet.
- Darüber hinaus haben wir nach dem massiven Zinsanstieg in den USA eine Position in US-Treasuries aufgebaut. Auch in Europa haben wir zuletzt in Staatsanleihen mit langer Duration investiert, um unser Anleiheuntergewicht mit Blick auf die schwelende Energiekrise und drohende Rezession zu reduzieren. Wir bleiben vorerst im Untergewicht bei Aktien. Unser Fokus auf Qualitätsaktien dürfte sich in diesem Umfeld wieder mehr bezahlt machen.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

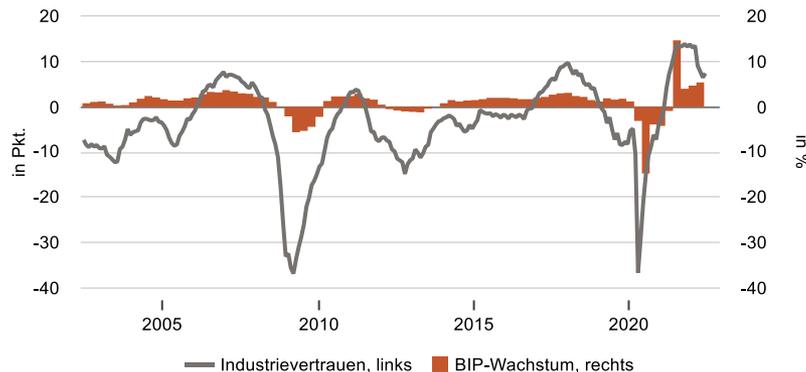


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Einkaufsmanagerindex gibt deutlich nach

- Der Einkaufsmanagerindex der Eurozone sank im Juli auf 49,4 (Juni: 52,0) und lag damit unter dem Schwellenwert von 50 Punkten, der wirtschaftliches Wachstum von Kontraktion abgrenzt. Den stärksten Rückgang verzeichnete Deutschland. Frankreich bleibt mit 50,6 Punkten noch knapp über der Expansionsmarke, allerdings fiel der Rückgang überraschend stark aus (im Juni lag der Wert noch bei 52,5, erwartet wurde ein Rückgang auf 51,8 Punkte).
- Die Daten spiegeln die schwierige gesamtwirtschaftliche Gemengelage wider. Die anhaltenden Lieferkettenprobleme, die Energiekrise und die hohen Inflationsraten fordern ihren Tribut.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



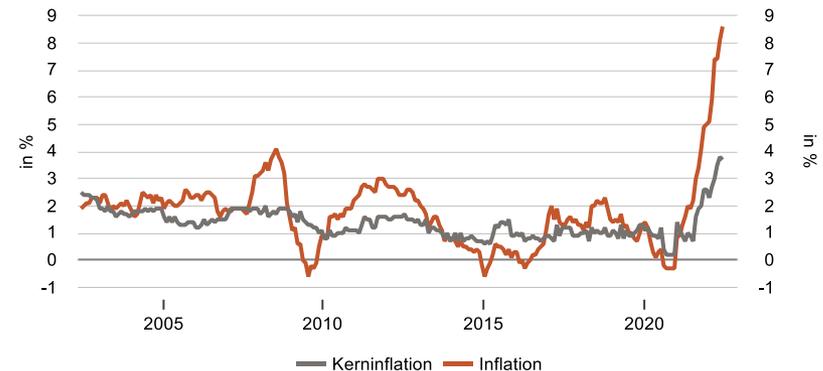
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2022

Politische Turbulenzen in Italien

- Mario Draghi hat dem Staatspräsidenten Sergio Mattarella seinen Rücktritt als italienischer Ministerpräsident angeboten. Mattarella hat diesen im zweiten Anlauf akzeptierte.
- Bei Neuwahlen könnte Giorgia Meloni an der Spitze einer (Mitte-)Rechtskoalition noch in diesem Jahr oder im Frühjahr 2023 das Amt der Ministerpräsidentin übernehmen. Sie stammt aus einer Partei (Fratelli d'Italia) mit neofaschistischen Wurzeln, hat wiederholt die EU für Italiens Probleme verantwortlich gemacht und sich für einen "Italy First"-Ansatz eingesetzt. Der Ausgang der gegenwärtigen politischen Situation gilt als unklar.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2022

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung



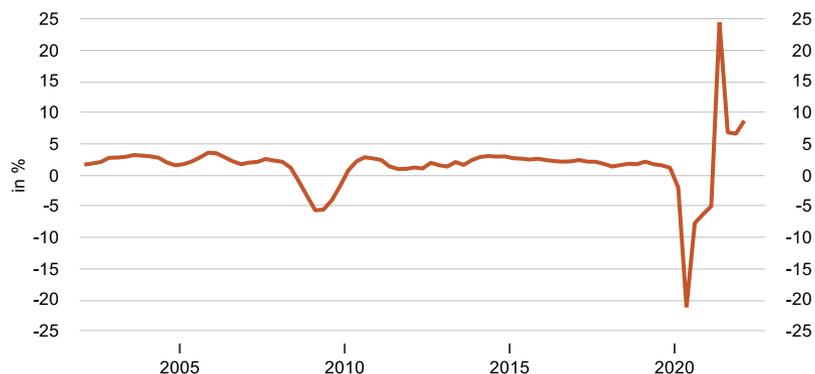
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Politische Unsicherheit bremst Investitionen

- Die politische Lage Großbritanniens belastet das wirtschaftliche Umfeld. Das spiegeln die Daten zur Entwicklung der Unternehmensinvestitionen seit 2007 deutlich wider. So wurde bspw. im Zuge der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 ein Rückgang der Investitionen um gut 25 % beobachtet. Die Wahlen im Mai 2010 führten zu einer marktfreundlichen Koalition unter gemeinsamer Führung von Konservativen und Liberaldemokraten. Nachdem die Unternehmensinvestitionen bis Anfang 2016 um 40 % über das Niveau von 2010 gestiegen waren, stürzten sie 2016 ab. Die politischen Unsicherheiten, die aus dem Brexit-Votum resultierten, verhinderten einen Anstieg der Investitionen zwischen H2/2016 und Q1/2020.

- Im Zuge der ersten COVID-19-Welle im Frühjahr 2020 konnte ein Rückgang der Investitionen um etwa 20 % beobachtet werden. Nach einer teilweisen Erholung seit H2/2020 lagen die Investitionen im Q1/2022 immer noch nicht über dem Stand von Q4/2007.
- Ein möglicher politischer Neuanfang könnte positiv auf die Wirtschaft wirken, da die neue Regierung die geplante Erhöhung der Körperschaftssteuer von 19 % auf 25 % in 2023 zurücknehmen und darüber hinaus stückweise Anreize zur Förderung von Investitionen schaffen dürfte. Wichtiger ist aber zunächst, dass wieder Ruhe, Stabilität und Verlässlichkeit in die britische Politik einzieht. Bessere Beziehungen zur EU wären ein Anfang.

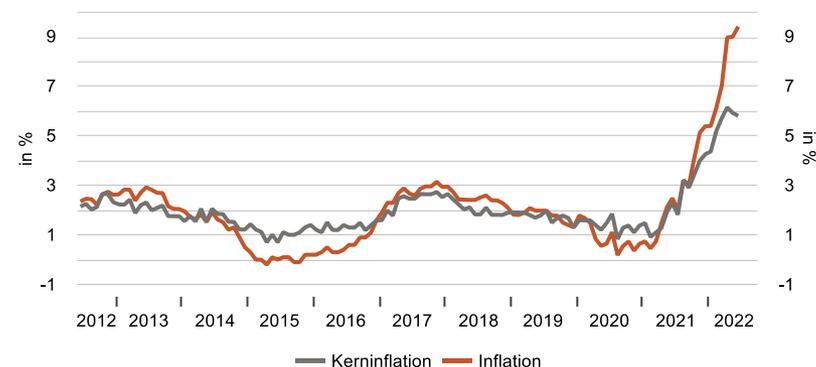
Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2002 – 03/2022

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2012 – 06/2022

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

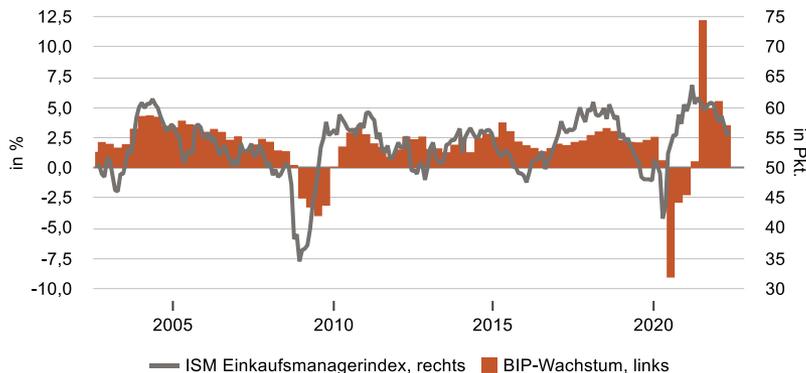


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Fed mit weiterer Zinserhöhung

- Die Fed hat auf ihrer Juli-Sitzung den Leitzins erneut angehoben. Wie von den meisten Beobachtern erwartet erhöhte die Fed den Zins um 75 Basispunkte auf 2,25–2,50 %.
- Die Entschlossenheit der Fed stärkt den US-Dollar. Die Dollar-Höhenflug dürfte vorerst weitergehen, denn die Fed wird die Geldpolitik weiter straffen. Wir rechnen mit weiteren Zinsschritten in diesem Jahr, sodass der Leitzins zum Jahresende bei 3,50-3,75 % liegen dürfte.
- Wenn sich die Wirtschaft im nächsten Jahr abgekühlt hat, dürfte die Fed den Kurs korrigieren und die Zinsen wieder moderat senken.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



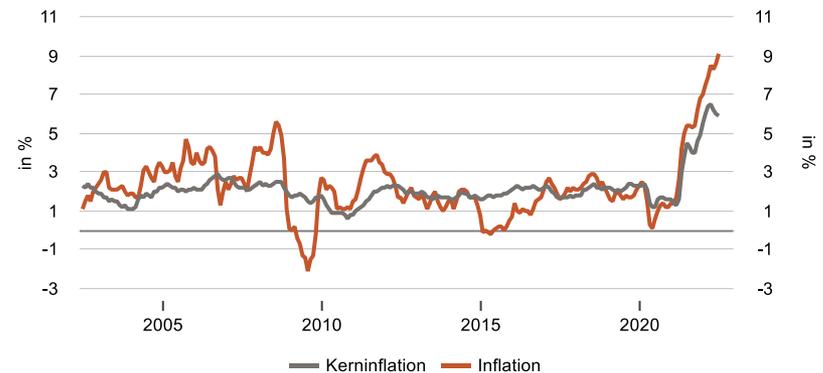
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2001 – 06/2022

Immobilienmarkt kühlt sich ab

- Höhere Zinsen und der Anstieg der Immobilienpreise haben das Tempo der Immobilienverkäufe und die Bautätigkeit in den USA zuletzt deutlich verlangsamt. Die Verkäufe bestehender Eigenheime fielen in den USA im Juni um 5,4 % auf 5,1 Millionen (annualisiert), was den fünften monatlichen Rückgang in Folge bedeutet. Damit befinden sie sich nun auf dem niedrigsten Stand seit Mai 2020 und sind seit dem Höhepunkt im November annualisiert um circa 1,2 Millionen gesunken.
- Auch die Neubautätigkeit hat sich deutlich verlangsamt: Die Baugenehmigungen und die Baubeginne sind um 0,6 % bzw. 2 % gegenüber Vormonat zurückgegangen.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2022

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

BIP-Wachstum (in %)

Inflation (in %)

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.07.2022

* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

** Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

03

Aktien



Marktentwicklung

Erholung könnte nur von kurzer Dauer sein

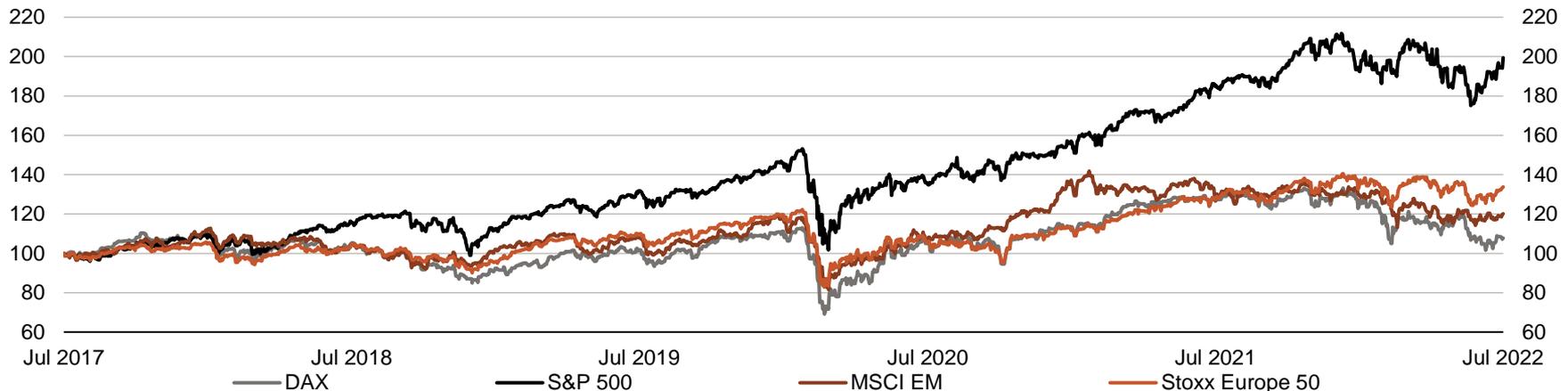


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Aktienmärkte erholen sich trotz schwierigem Ausblick

- Der Markt ist von Inflations- zu Rezessionssorgen übergegangen, obwohl die US-Inflationsrate im Juli mit 9,1% erneut höher als erwartet ausfiel. Das Hoch der US-Inflation könnte, u.a. aufgrund fallender Rohstoffpreise und Nachfrageschwäche, jedoch hinter uns liegen. Die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen sind auch schon deutlich gefallen. Die Zentralbankzinsen dürfen aber vorerst weiter steigen. Für 2023 werden jedoch bereits zwei bis drei Zinssenkungen seitens der Fed eingepreist. Der Markt rechnet somit angesichts schwächeren Wachstums und nachlassenden Inflationsorgen mit einer Umkehr der Fed-Geldpolitik. Die seit Mitte Juli tendenziell steigenden Aktienmärkten scheinen dies bereits vorwegzunehmen.
- Die Gefahr ist jedoch, dass es sich bei der zuletzt guten Marktentwicklung um eine Bärenmarktrallye handelt, da sich die Gewinn- und Konjunkturaussichten deutlich eingetrübt haben und der Konsument zu schwächeln beginnt. Wir bleiben vorerst mit einem moderaten Aktienuntergewicht positioniert, da die fundamentalen Risiken bei weiterhin restriktiven Zentralbanken noch dominieren. Zudem wurde das Tief der Märkte historisch oft zu Beginn oder in der Rezession und nicht davor erreicht.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 27.07.2017 – 27.07.2022

Unternehmensgewinne

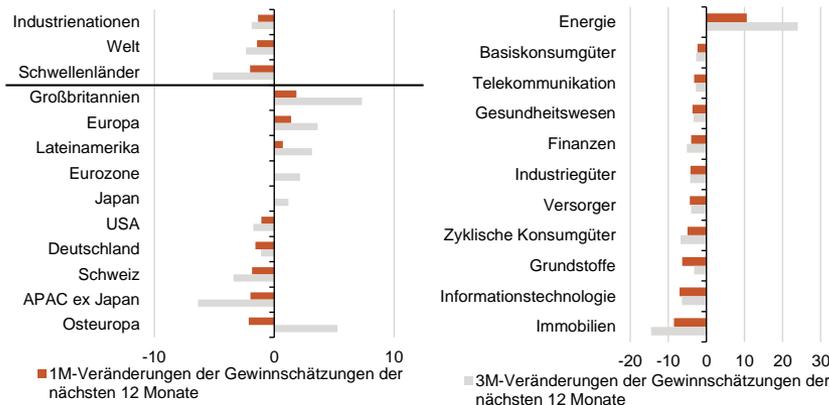
Gewinnschätzungen werden kassiert



Gewinnrevisionen deutlich negativ

- Wie von uns erwartet, haben die Analysten mit der fortschreitenden Q2-Berichtssaison die Gewinnschätzungen für die nächsten zwölf Monaten reduziert. Die Q2-Berichtssaison verläuft zwar bisher im Rahmen der Erwartungen, der Gewinnausblick vieler Unternehmen hat sich jedoch eingetrübt.
- Die deutlichsten negativsten Gewinnrevisionen sahen Schwellenländer wie Lateinamerika. Großbritannien kann hingegen noch positive Gewinnrevisionen verzeichnen.
- Auf Sektorebene stellt sich lediglich der Energiesektor gegen den Trend von negativen Gewinnrevisionen.

Negative Gewinnrevisionen nehmen zu

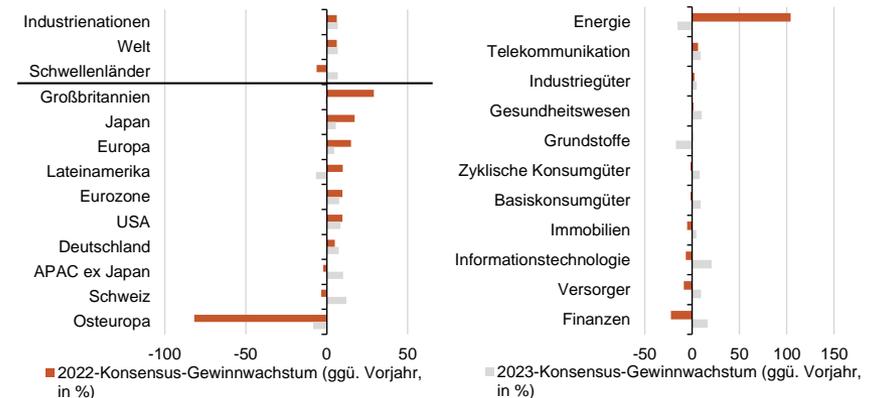


Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren Stand: 27.07.2022

Gewinnwachstum noch zu positiv

- Auch wenn die negativen Gewinnrevisionen zuletzt zugenommen haben, erachten wir ein Gewinnwachstum von rund 15% für Europa und rund 10% für die USA 2022 als zu hoch gegriffen. Der schwächelnde Konsument sowie die Kosteninflation dürfte sich im zweiten Halbjahr vermehrt bemerkbar machen.
- Die Sonderkonjunktur für den Energiesektor verliert laut den Analysten 2023 an Schwung. Während 2022 die Gewinne massiv steigen dürften, erwartet der Konsens für 2023 einen Gewinnrückgang. IT-Titel dürften 2023 hingegen das größte Gewinnwachstum sehen.

Gewinnerwartungen dürften weiter fallen



Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren Stand: 27.07.2022

Bewertung & Sentiment

US-Aktien gefragter als die europäischen Pendants

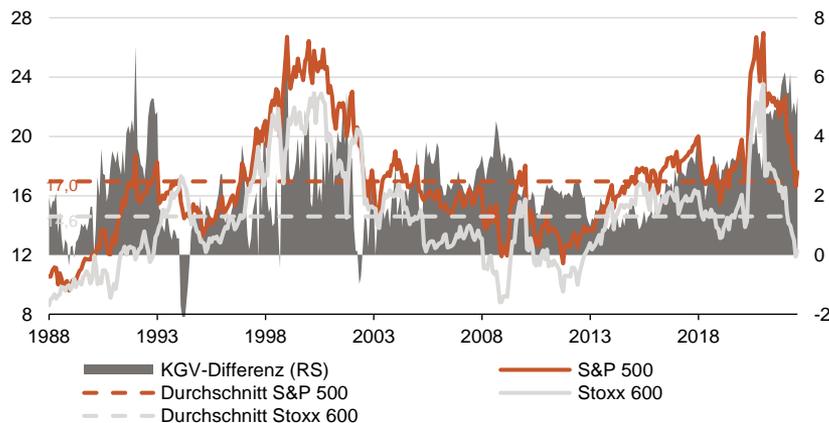


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

US-Aktien weiterhin teurer als europäische Aktien

- Mit den zuletzt fallenden Anleiherenditen bei zunehmenden Rezessions Sorgen hat der Druck auf die Bewertungskennzahlen abgenommen. Der S&P 500 ist beispielsweise historisch nicht mehr günstig sondern eher fair bewertet. Der Stoxx 600 ist hingegen weiterhin günstig bewertet.
- Relativ weist der technologielastigere S&P 500 einen historisch erhöhten Bewertungsaufschlag gegenüber dem zyklischeren Stoxx 600 auf. Sollten sich die Konjunktursorgen abmildern, stehen die Chancen gut, dass dieser Aufschlag wieder sinkt.

Nur noch Europa historisch günstig



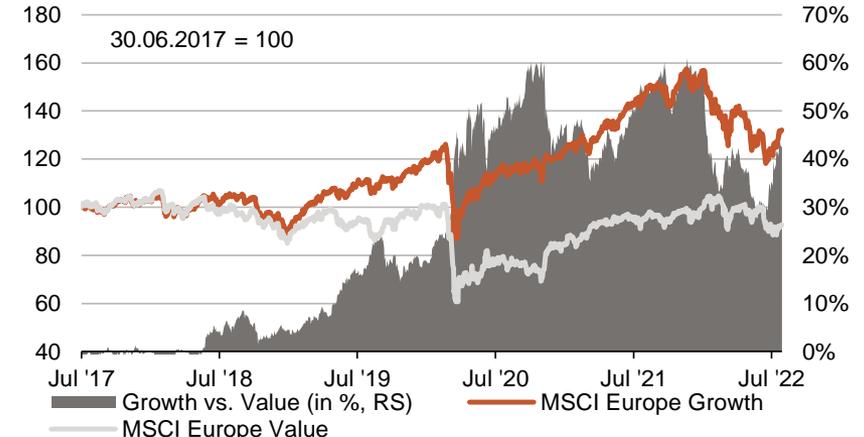
Quelle: FactSet, Bloomberg

Zeitraum: 01.01.1988 – 27.07.2022

Wachstumstitel bei Rezessions Sorgen gefragt

- Die relative Stärke von Value-Titeln gegenüber Growth-Titeln seit Jahresanfang kam mit den steigenden Rezessions Sorgen und somit fallenden Real- und Nominalzinsen zu einem abrupten Ende.
- Der Markt preist somit bereits wieder eine lockere Geldpolitik und eine Phase von niedrigem Wirtschaftswachstums ein, in welcher die von uns präferierten qualitativen Wachstumsaktien die Nase vorne haben dürften.

Wachstumstitel erholen sich



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

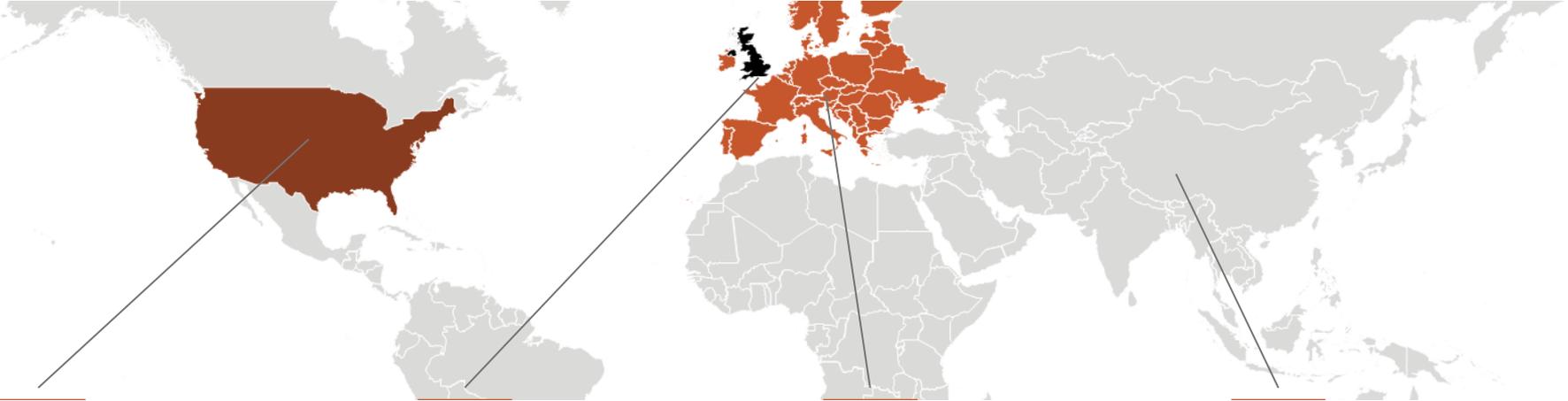
Zeitraum: 01.07.2017 – 27.07.2022

Aktien Allokation

China bietet Erholungspotenzial



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Die Gewinnerwartungen der US-Unternehmen sind angesichts der hohen Inflation, der restriktiven Politik der Fed und der damit drohenden Rezession noch deutlich zu hoch. Diese Risiken werden in der höheren Bewertung von US-Titeln nicht adäquat berücksichtigt.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir US- und europäische Aktien gleichermaßen untergewichtet.

Großbritannien

Untergewichten

- Britische Aktien sind im Vergleich zu vielen anderen Regionen günstig. Auf Indexebene haben UK-Aktien ein eher defensives sowie rohstoffreiches Profil, was sich in einem Umfeld von hoher Inflation und geopolitischen Risiken auszahlen sollte.
- Wir haben die Untergewichtung reduziert.

Europa ex. UK

Neutral

- Der schwächere Euro, die beschlossenen Fiskalpakete und die vergleichsweise günstige Bewertung dürften europäische Aktien unterstützen.
- Russlands Ukraine-Krieg und der damit einhergehende Inflationsanstieg dürften aber insbesondere europäische Unternehmen belasten. Wir sind Europa ex UK neutral gewichtet.

Schwellenländer

Übergewichten

- Wir haben lateinamerikanische Aktien in Q1 aufgenommen, da sie von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren dürften und eine Value-lastige Portfolioergänzung darstellen.
- Die Chancen einer Markterholung in China sind aufgrund der zunehmenden Stimulusprogramme und situationsgerechteren Covid-Politik gestiegen.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	27.07.2022	31.12.2022	30.06.2023	in 12 Monaten
S&P 500	4.024	3.900	4.100	4.749
DAX	13.166	14.500	15.800	18.150
Euro Stoxx 50	3.608	3.800	4.000	4.650
MSCI Großbritannien	2.121	2.200	2.350	2.494
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-3,1	1,9	18,0
DAX	-	10,1	20,0	37,9
Euro Stoxx 50	-	5,3	10,9	28,9
MSCI Großbritannien	-	3,7	10,8	17,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.07.2022

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04

Anleihen



U.S. Treasuries

- 3-Month
- 6-Month
- 12-Month
- 2-Year
- 3-Year
- 5-Year
- 7-Year
- 10 Year

Coupon	Maturity Date
0.000	02/18/2010
0.000	05/20/2010
0.000	11/18/2010
1.000	10/31/2011
1.375	11/15/2012
2.375	10/31/2014
3.125	10/31/2016
3.375	11/15/2019
4.375	11/15/2039

Current Price Yield

Current Price	Yield	Time
0 / .01		11/20
0.13 / .13		11/20
0.26 / .26		11/20
11-16+ / .72		11/20
00-12 / 1.25		11/20
9 1/2 / 2.18		11/20
1/2 / 2.90		11/20
1- / 3.37		11/20
10	29	11/20

Staatsanleihen

Anhaltendes Tauziehen zwischen Rezession und Inflation



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

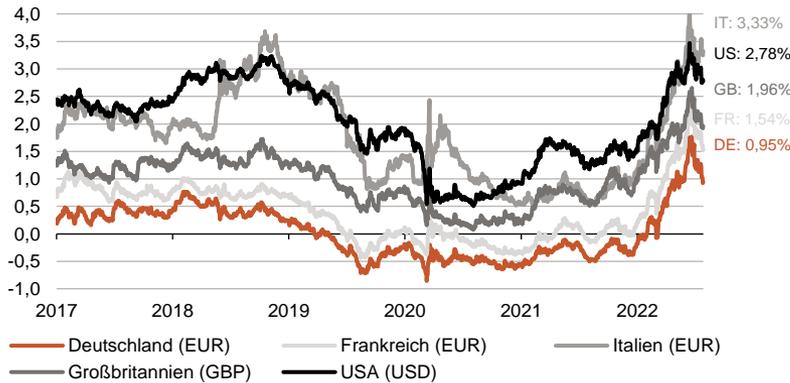
EZB entscheidet erste Zinserhöhung seit 2011

- Sichere Staatsanleihen blieben seit Anfang Juli im Spannungsfeld zwischen restriktiver Zinspolitik und zunehmenden Rezessionsorgen gefangen. Im Gegensatz zu den USA oder Großbritannien, wirkt sich die Entscheidung der EZB zur Zinserhöhung um 50 Bps – die erste Zinserhöhung seit 11 Jahren und die Größte seit 2000 – jedoch auf 27 diverse Mitgliedsstaaten und deren Volkswirtschaften aus. Die Situation ist noch prekärer geworden, nachdem der italienische Ministerpräsident Draghi seinen Rücktritt angekündigt hat, was die Rendite der 10-jährigen italienischen Staatsanleihe auf über 3,3% ansteigen ließ, verglichen mit der Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe von knapp unter 1%.

Inversion der US-Renditestrukturkurve

- In den USA führte ein deutlich über den Erwartungen eintreffender US-Inflationsbericht für Juni über einen Preisanstieg im Vergleich zum Vorjahr um 9,1% – der größte Anstieg seit 1981 – zu einer erneuten Erhöhung der Zinsen durch die Fed von 75 Basispunkten.
- Infolgedessen kam es zu einer starken Verflachung der US-Renditestrukturkurve. Die 2-jährigen US-Renditen gaben deutlich nach und führten zu einer Umkehrung der 10J-2J-Kurve um über -21 Basispunkte. Die Kurve war zuletzt Ende April diesen Jahres invertiert.

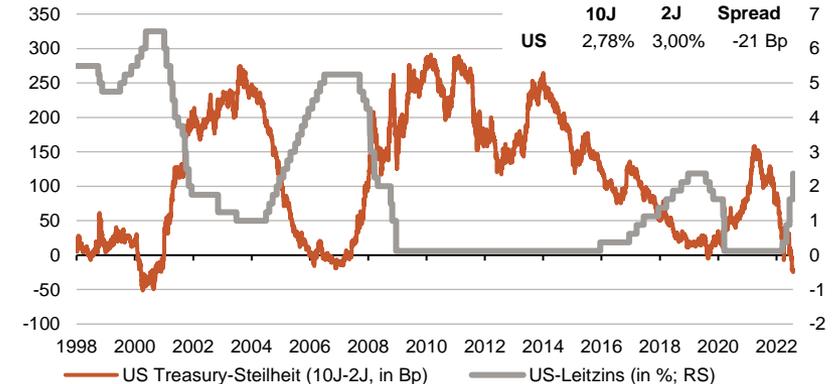
Divergenz bei Renditeentwicklungen im Euroraum



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 - 27.07.2022

Erneute Inversion der US-Renditestrukturkurve



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1998 – 27.07.2022

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Trends bei Risikoaufschlägen mit deutlichen Divergenzen



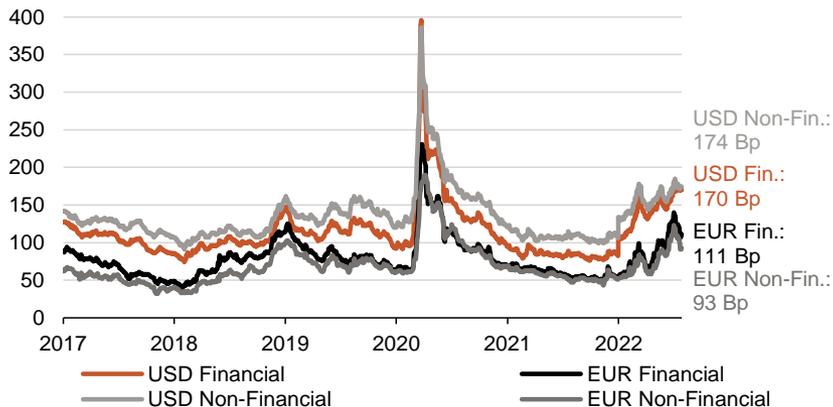
Deutliche Spreadeinengungen in der Eurozone

- EUR-Investment-Grade-Anleihen sahen über die letzten vier Wochen deutliche Spreadeinengungen: 17 Basispunkte bei Finanzanleihen und 22 Basispunkte bei anderen Unternehmensanleihen. Die Spreads bei Finanzanleihen erreichten somit wieder das Niveau von Mitte Juni.
- Amerikanische Unternehmensanleihen hingegen blieben zuletzt durch das Risk-Off-Umfeld belastet und litten unter leichten Spreadausweitungen. Bei USD-Investment-Grade-Anleihen sind beispielsweise die Risikoaufschläge im Vergleich zu vor vier Wochen bei Finanzanleihen um 4 und bei anderen Unternehmensanleihen um 1 Basispunkt gestiegen.

Schwellenländer: Ausweitungen der Risikoaufschläge

- Auch beim Hochzinsanleihemarkt gab es über die letzten vier Wochen keine einheitliche Entwicklung. Die Risikoaufschläge von USD-Hochzinsanleihen verloren knapp 43 Basispunkte, und auch EUR-Hochzinsanleihen wiesen eine Einengung von 16 Basispunkten auf.
- Im Gegensatz dazu weiteten sich die Spreads von Schwellenländer-Anleihen aus. EM-Hochzinsanleihe-Spreads legten 29 Basispunkte zu und erreichten den höchsten Wert seit Anfang 2020. Die Risikoaufschläge von EM-High-Grade-Anleihen sahen eine Ausweitung von 22 Basispunkten.

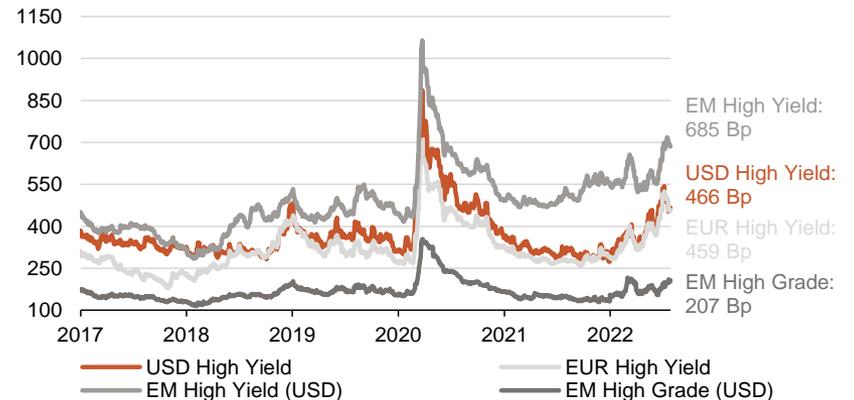
EUR-Risikoaufschläge unter Druck



Quelle: Factset

Zeitraum: 01.01.2017 - 27.07.2022

Spreads bei EM-Anleihen weiteten sich leicht aus



Quelle: Factset

Zeitraum: 01.01.2017 - 27.07.2022

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Im Falle hoher Bonitäten bleiben sichere Staatsanleihen in Risk-Off-Phasen grundsätzlich gefragt. Mit den gestiegenen Renditen und angesichts einer drohenden Rezession ist das Segment trotz der weiter hohen Inflation wieder etwas attraktiver.
- Nach den jüngsten Renditerückgängen rechnen wir mittelfristig aber wieder mit steigenden Renditen. Aus diesem Grund sollte die Duration weiter leicht kurz gehalten werden.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Unternehmensanleihen haben durch die Spread-Ausweitung bereits begonnen an relativer Attraktivität gegenüber Staatsanleihen zu gewinnen.
- Innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen bevorzugen wir Titel mit kurzer Laufzeit.



Weitere Segmente



Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Für Schwellenländerpapiere sprechen attraktive Renditeniveaus und Angebotsknappheit. Allgemein bergen hohe Inflation und steigende Zinsen, vor allem in den USA, jedoch erhöhte Risiken für Schwellenländerinvestments, insbesondere bei Hartwährungsanleihen.
- Die asiatische Region sehen wir im Vorteil gegenüber anderen, insbesondere die Lokalwährungskomponente erscheint uns hier wie auch in Lateinamerika opportun.



Hochzinsanleihen Neutral

- An der Beimischungen von Hochzinsanleihen halten wir vorerst fest, werden aber vorsichtiger, da die historisch nicht sehr hohen Risikoaufschläge bei steigenden Wirtschaftsrisiken das Risiko-Rendite-Verhältnis unattraktiver werden lässt.
- Bei europäischen Hochzinsanleihen positionieren wir uns abseits der üblichen Papiere.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	27.07.2022	31.12.2022		30.06.2023	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	2,25-2,50	3,50-3,75	3,55	3,50-3,75	3,60
10J US-Rendite	2,79	3,20	3,29	3,40	3,23
Eurozone					
Leitzins	0,50	1,50	1,40	1,50	1,70
10J Bund-Rendite	0,94	1,50	1,61	1,70	1,59
Großbritannien					
Leitzins	1,25	2,50	2,15	2,50	2,20
10J Gilts-Rendite	1,96	2,40	2,38	2,60	2,23

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.07.2022

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



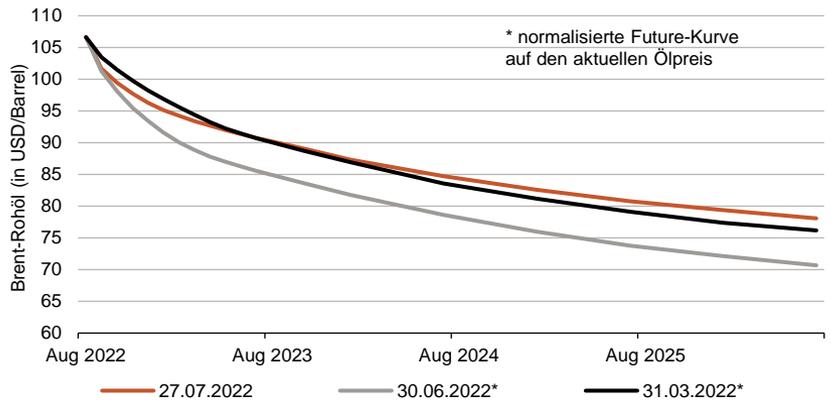


Rohöl bleibt knapp und gut unterstützt

Nachfrageschwäche trifft auf Angebotsknappheit

- Die Achterbahnfahrt an den Energiemärkten geht weiter. Im letzten Monat haben die Rezessionsorgen das Tauziehen gegen die fundamentale Angebotsknappheit gewonnen und Rohöl (Brent) fiel von in der Spitze 115 auf im Tief 95 USD je Barrel. Zuletzt hat sich Brent um die Marke von 105 USD je Barrel eingependelt. Angesichts der ölspezifischen Nachrichten über die letzten Wochen ist diese schlechte Entwicklung etwas erstaunlich. So bestätigen sowohl die IEA als auch die OPEC+, dass Öl auch im kommenden Jahr knapp bleiben dürfte. Die Hoffnungen, dass Joe Biden auf seinem Trip in den Nahen Osten, Saudi Arabien mehr Angebot entlocken könnte, wurden indessen enttäuscht.
- Historisch betrachtet trifft eine globale Rezession den Ölmarkt hart. Erstere dürfte aber wegen der asynchronen Entwicklung Chinas, dem zweitgrößten Öl-Verbraucher der Welt, unwahrscheinlich sein, sodass starke Abverkäufe wie in vergangenen Rezessionen ausbleiben dürften. Hinzu kommt, dass die potenziell rückläufige Nachfrage des Westens auf ein immer noch sehr knappes Angebot trifft, wie die Future-Kurve, niedrige Lagerbestände und die weiter gravierende Verfehlung der Produktionsziele der OPEC+ zeigen. Außerdem haben die USA angekündigt im Herbst ihre strategischen Reserven, die mittlerweile nach großangelegten Freigaben der letzten Monate auf dem niedrigsten Stand seit Ende der 80er Jahre sind, wieder auffüllen zu wollen. Der Ölpreis bleibt bis auf Weiteres also gut unterstützt.

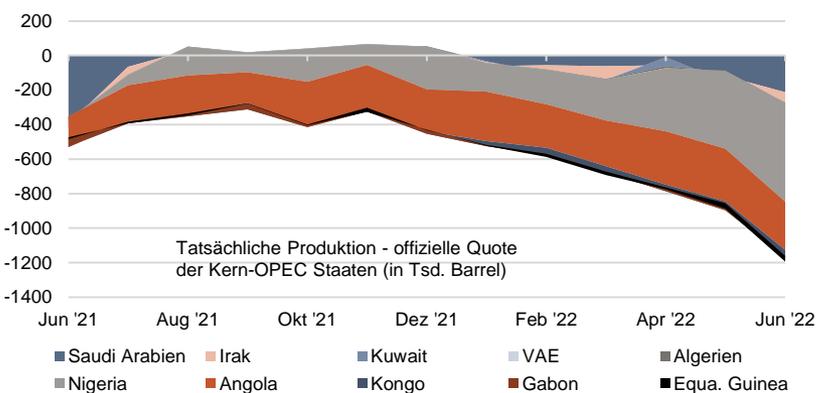
Future-Kurve in steiler Backwardation



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.03.2022 – 27.07.2022

OPEC-Produktion bleibt weiter hinter Zielen zurück



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 30.06.2021 – 30.06.2022

Edel- und Industriemetalle

Gold und Industriemetalle wieder mit mehr Potenzial

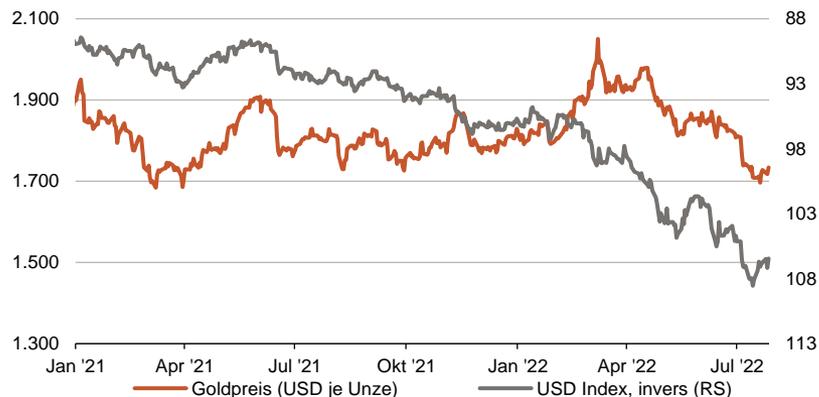


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold mit positivem Überraschungspotenzial

- Obwohl die Realzinsen, der größte Gegenwind seit Jahresanfang, im Juli stagnierten, musste Gold dennoch deutliche Verluste verbuchen. Schuld war diesmal vor allem die massive Dollaraufwertung.
- Auch wenn historisch betrachtet die Realzinsen erst wieder fallen, wenn die Fed beginnt die Zinsen zu senken, dürfte doch durch die immer wahrscheinlicher werdende Rezession die Belastung durch Realzinsen abnehmen.
- Umgekehrt bietet Gold, nachdem geopolitische und inflationsbedingte Risikoprämien weitgehend ausgepreist wurden, wieder positives Überraschungspotenzial – zumal Anleger ihre Positionen mittlerweile deutlich reduziert haben.

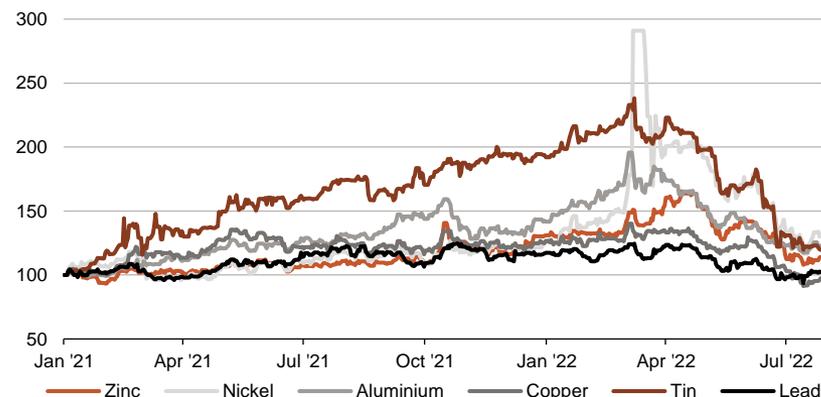
Gold belastet durch starken US-Dollar



Industriemetalle stabilisieren sich

- Industriemetalle haben im Juli begonnen einen Boden auszubilden, nachdem sie in den Vormonaten schwer durch Rezessionsorgen im Westen und den Corona-Ausbruch in China belastet wurden.
- Nicht nur die Nachfrage leidet unter der Inflation, sondern auch das Angebot kämpft mit den stark gestiegenen Inputkosten, sodass in Kombination mit den gefallen Metallpreisen einige Betreiber begonnen haben ihre Produktion herunterzufahren.
- Mittlerweile ist der Abverkauf vergleichbar mit vergangenen Rezessionen. Zusammen mit dem vorgezogenen Stimulus in China und der sehr pessimistischen Anlegerpositionierung bieten Industriemetalle Aufwärtspotenzial.

Industriemetalle bilden Boden





06

Währungen



Marktentwicklung

Geld & Währung

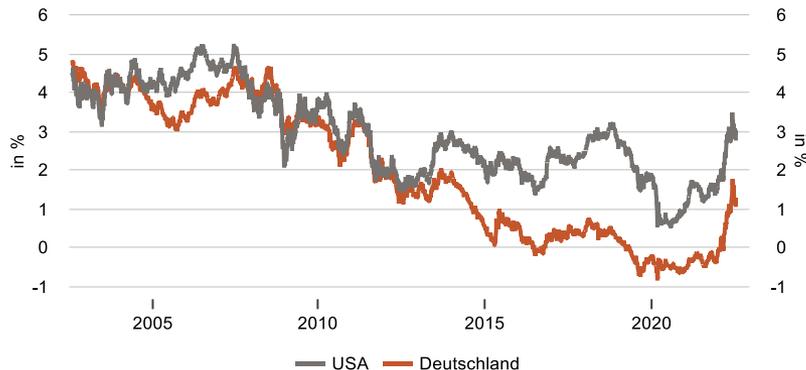


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

EZB-Zinserhöhung hilft dem Eurokurs kaum

- Während der EZB-Sitzung erlebte der Euro-Dollar-Kurs eine kleine Achterbahnfahrt und schwankte zwischen 1,0280 und 1,0150. Der erraschend große Zinsschritt brachte dem Euro aber keinen nachhaltigen Rückenwind. Der Wechselkurs notiert aktuell bei 1,02 US-Dollar je Euro und damit immer noch auf niedrigem Niveau.
- Gegenüber dem Schweizer Franken ging es sogar weiter bergab. Der Wechselkurs ist auf nur noch rund 0,98 Franken je Euro gesunken. Aus Sicht der Märkte hinkt die EZB den anderen Zentralbanken weiter hinterher. Zudem waren die Details des „Transmission Protection Instrument“ wohl eher enttäuschend.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2002 – 07/2022

Zinsauftrieb pausiert

- Der Anstieg der Marktzinsen bleibt vorerst unterbrochen. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen notieren sowohl in den USA als auch in Europa mehr als einen halben Prozentpunkt unter ihrem vorläufigen Hoch Mitte Juni. Wir erwarten, dass die Zinsen bis zum Jahresende von ihrem jetzigen Niveau wieder ein Stück steigen werden.
- Auch die Leitzinsen werden in allen großen westlichen Ländern weiter steigen. Die größte Entschlossenheit beim Kampf gegen die Inflation sehen wir bei der amerikanischen Notenbank.

Wechselkurs EUR/US-Dollar



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2017 – 07/2022

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wechselkursprognosen	27.07.2022	31.12.2022		30.06.2023	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,02	1,00	1,06	1,05	1,10
EUR/GBP	0,84	0,86	0,86	0,85	0,86
EUR/CHF	0,98	1,00	1,01	1,02	1,03
EUR/JPY	139	135	140	142	141
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	2,0	-3,8	-2,9	-7,3
GBP	-	-2,4	-2,4	-1,3	-2,4
CHF	-	-2,1	-3,1	-4,0	-5,0
JPY	-	3,2	-0,1	-1,9	-1,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 27.07.2022

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



Impressum



Impressum



Berenberg

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900

Herausgeber

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA

Chefstrategie Wealth and Asset Management

Autoren

Ulrich Urbahn, CFA

Leiter Multi Asset Strategy & Research

Karsten Schneider, CFA

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Ludwig Kemper

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Philina Kuhzarani

Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Jörn Quitzau

Senior Economist

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de