



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Dezember | 2022

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des -jeweiligen- Fonds zu entnehmen sind. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts »berenberg« unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum 25.11.2022

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Selektiv Chancen bei Anleihen ergriffen, Industriemetalle aufgestockt	4
02	Volkswirtschaft Gut vorbereitet in den Krisen-Winter? Die Risiken sind nun etwas besser ausbalanciert	9
03	Aktien Rallye dank Hoffnung auf den Fed-Pivot	14
04	Anleihen Unternehmensanleihen mittelfristig attraktiv	20
05	Rohstoffe Öl wegen Nachfragesorgen unter Druck, Gold profitiert von schwachem Dollar, Industriemetalle robust	25
06	Währungen Der Euro bleibt schwach, er profitiert gegenüber dem Dollar aber von der besseren Marktstimmung	28

01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

Rückblick

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 (26.10.22 - 23.11.22)	■ YTD (31.12.21 - 23.11.22)	23.11.21	23.11.20	23.11.19	23.11.18	23.11.17
Aktien Emerging Markets	-14,6	6,6	-17,0	10,5	10,8	14,1	-10,0
REITs	-18,3	4,2	-14,1	33,7	-14,2	18,4	1,2
Aktien Industrienationen	-6,9	3,6	-6,9	33,9	6,0	20,7	2,5
EUR Unternehmensanleihen	-12,9	2,8	-13,2	-0,6	2,6	6,4	-1,7
Industriemetalle		1,9	3,8	37,3	6,4	3,2	-7,5
Gold		1,3	5,8	2,5	17,0	23,0	-1,0
EUR Staatsanleihen	-9,4	1,0	-9,9	-1,1	1,7	4,6	-1,1
Euro-Übernachteinlage	-0,2	0,1	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Globale Wandelanleihen	-12,3	-0,9	-15,8	17,0	32,0	11,4	-0,7
Aktien Frontier Markets	-21,2	-1,7	-22,1	32,4	-6,1	13,9	-7,6
USD/EUR-Wechselkurs	-3,0	9,4	8,2	5,3	-6,9	2,9	4,5
Brent	-8,9	53,3	46,1	103,3	-39,3	18,3	3,8

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: 23.11.2017 – 23.11.2022

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

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



Volkswirtschaft

- Der Inflationsdruck bleibt hoch und Europa steckt in der Energiekrise. Verbraucher sind vor dem Winter verunsichert.
- Erste Zeichen für sinkenden Inflationsdruck nähren die Hoffnung, dass die Zentralbanken nicht mehr so stark straffen müssen.
- Die Risiken und Belastungsfaktoren führen in die Rezession, auch wenn die Arbeitsmärkte noch robust sind.



Aktien

- Jahresendrallye dank der Hoffnung auf den Fed-Pivot bei fallender Inflation bisher intakt. Risiko einer Bärenmarktrallye.
- Bewertungen sind gestiegen. Gewinnwachstumserwartungen für 2023 noch deutlich positiv trotz trüber Konjunkturaussichten.
- Die Tiefs dürfte hinter uns liegen, auch wenn der Weg nach oben bei weiterhin restriktiven Zentralbanken noch nicht frei ist.



Anleihen

- Renditerückgang sicherer Staatsanleihen. Stärkste Invertierung der deutschen Renditestrukturkurve seit 30 Jahren.
- Unternehmensanleihen mittelfristig zunehmend attraktiv. Schwellenländeranleihen mit gemischter Spreadentwicklung.
- Wir gewichten Anleihen wegen Staatsanleihen unter, sind bei Kreditrisiken aber zunehmend übergewichtet.



Alternative Investments / Rohstoffe

- Öl mit Aufwärtspotenzial bei Re-Opening Chinas, Ende der Freigabe strategischer US-Reserven und nur milder Rezession.
- Gold profitiert von schwachem Dollar. Pivot der Fed für Aufwärtstrend nötig. Relative Attraktivität gegenüber Anleihen reduziert.
- 16-Punkte-Plan in China beflügelt Industriemetalle. Lagerbestände sind gering, Liquidität sehr dünn. Superzyklus bleibt intakt.



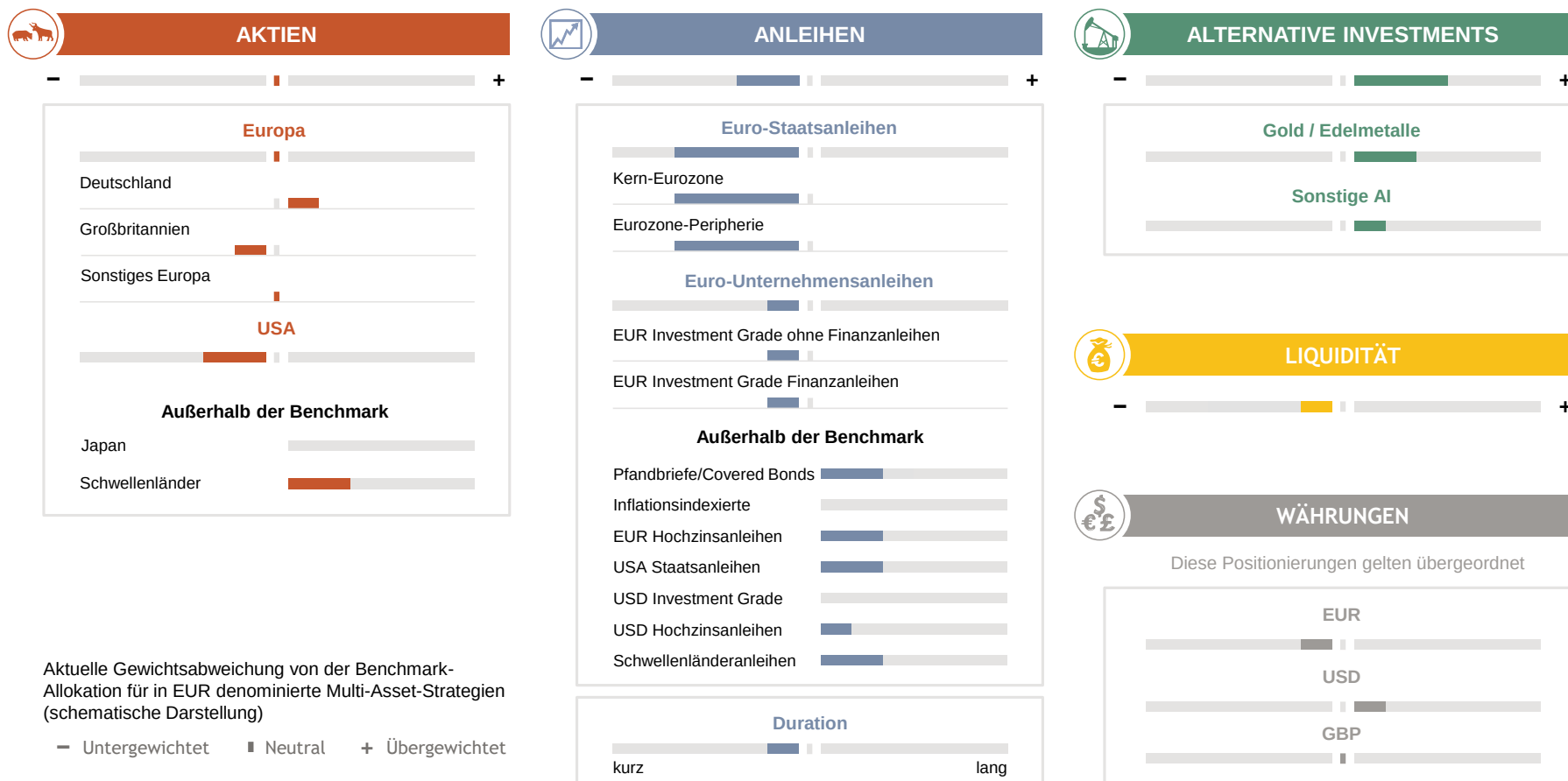
Währungen

- Der Euro verharrt auf niedrigem Niveau. Die Ungewissheit über die wirtschaftlichen Folgen der Energiekrise belasten.
- Der etwas höhere Risikoappetit hat den US-Dollar leicht geschwächt, sodass der Euro über die Parität steigen konnte.
- Ein echter Aufwärtstrend für den Euro ist erst für das kommende Jahr zu erwarten, wenn der Winter überstanden ist.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



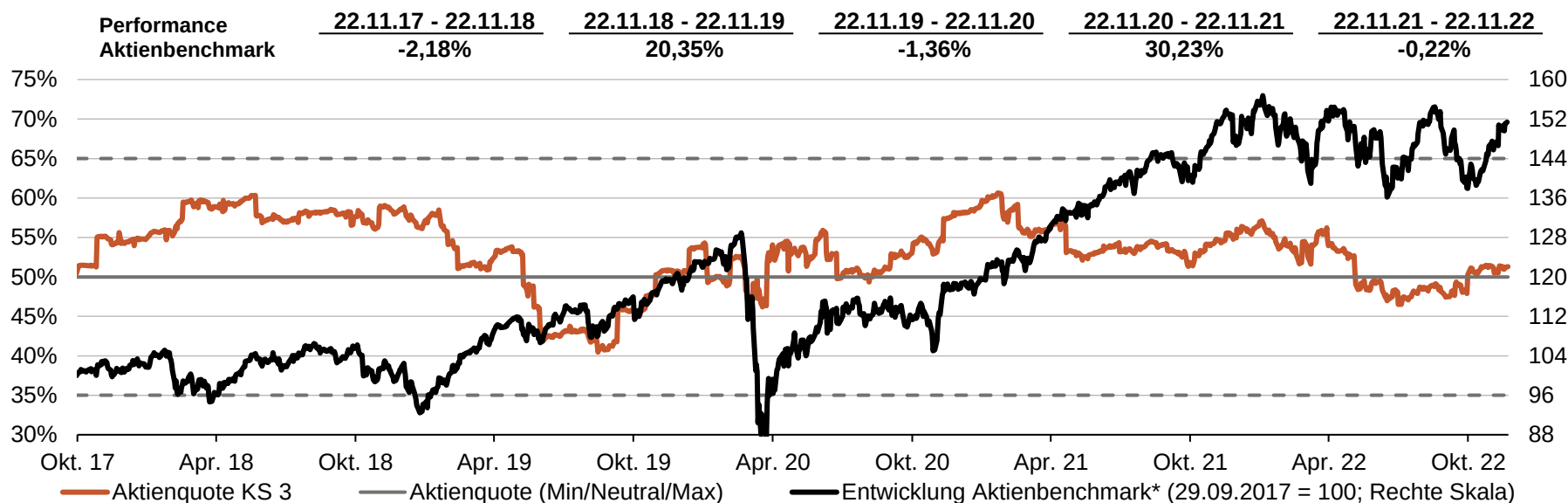
Quelle: Berenberg

Darstellung per 23.11.2022

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage

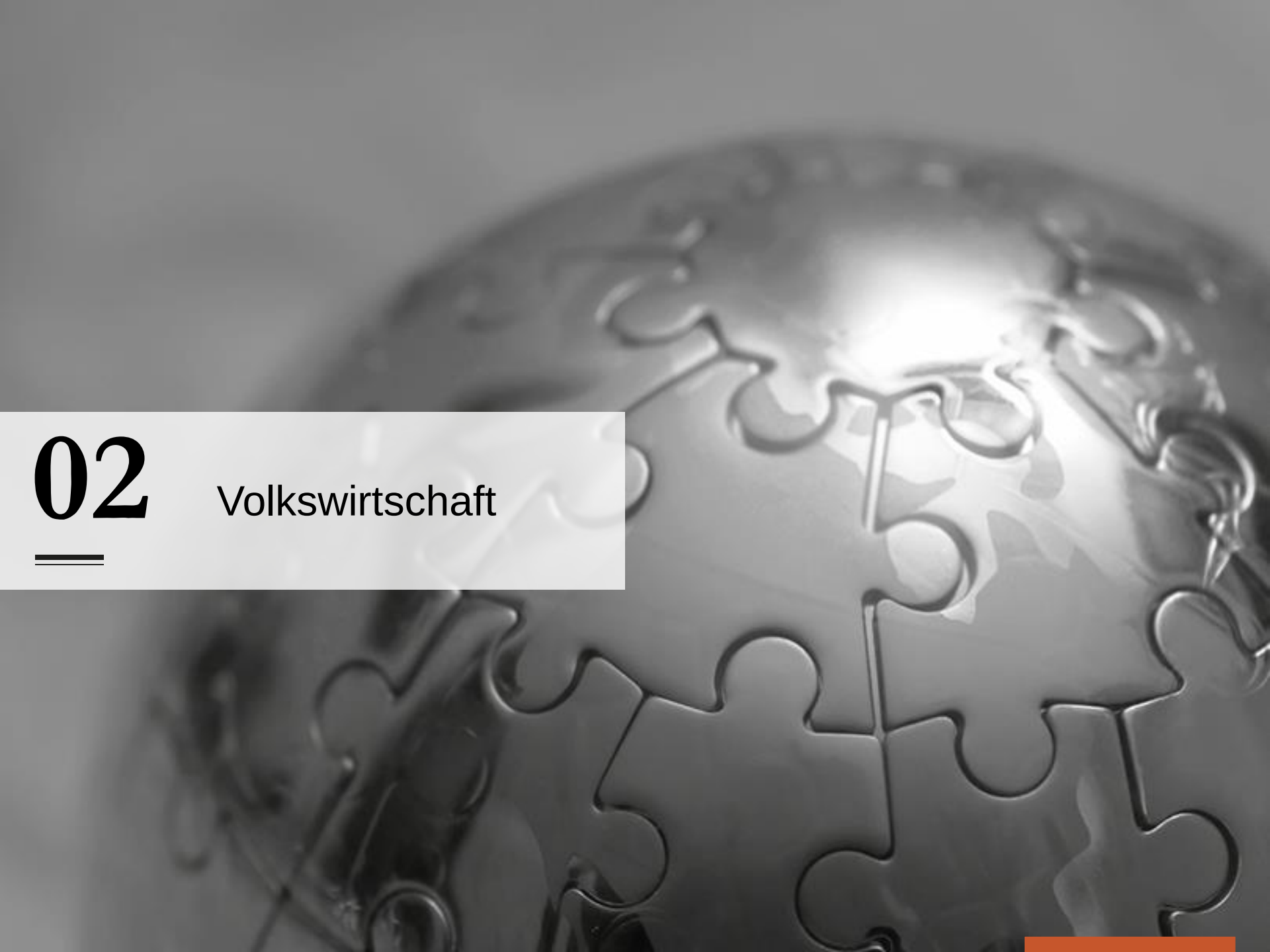


Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 22.11.2017 – 22.11.2022
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir hatten unsere Aktienquote im ersten Halbjahr 2022 in mehreren Schritten reduziert. Darüber hinaus hatten wir nach dem massiven Zinsanstieg mittels US-Treasuries und Euro-Staatsanleihen mit langer Duration unser Anleiheuntergewicht mit Blick auf die schwelende Energiekrise und drohende Rezession reduziert. Ende September hatten wir dann unsere Aktienquote wieder antizyklisch auf neutral aufgestockt, u.a. über europäische Small Caps. Die rekordverdächtige negative Anlegerstimmung und -positionierung sprachen für ein begrenztes Abwärtspotenzial und wir sahen die Chance auf eine Aktienerholung gegen Ende dieses oder Anfang des nächsten Jahres.
- Den Oktober und November haben wir vor allem für eine Erhöhung der Anleihequoten (Unternehmensanleihen) nach dem deutlichen Zinsanstieg genutzt. Zudem haben wir Gold leicht reduziert und Industriemetalle weiter aufgestockt. Diese sind strukturell durch die Energiewende unterstützt und könnten zusätzlich noch von einer Wiederöffnung Chinas profitieren. Innerhalb von US-Aktien haben wir nun unser Exposure teilweise währungsabgesichert und zudem Large Caps in Mid Caps gedreht, die günstiger bewertet sind.

02

Volkswirtschaft



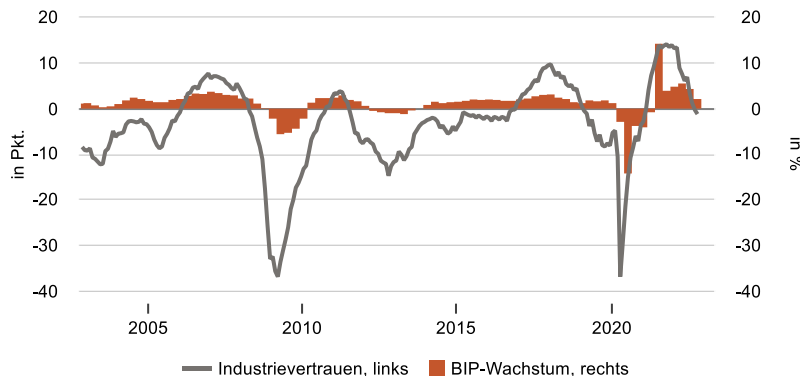
Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

Rezession im Winter

- Eurostat bestätigt mit den aktuellen BIP-Daten die frühere Schätzung: Die Wirtschaft der Eurozone ist im dritten Quartal um 0,2 % ggü. Vorquartal gewachsen. Wir gehen davon aus, dass die Eurozone im vierten Quartal 2022 und im ersten Quartal 2023 eine Rezession erleben wird – allerdings eine weniger starke als Deutschland.
- Gleichwohl sind die Ergebnisse der ZEW-Umfrage für die Eurozone etwas schlechter als für Deutschland. Der Indikator für die aktuelle Lage stieg im November auf –65,1 von –70,6 im Oktober und der Indikator für die Erwartungen verbesserte sich im November auf –38,7 von –59,7 im Oktober.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



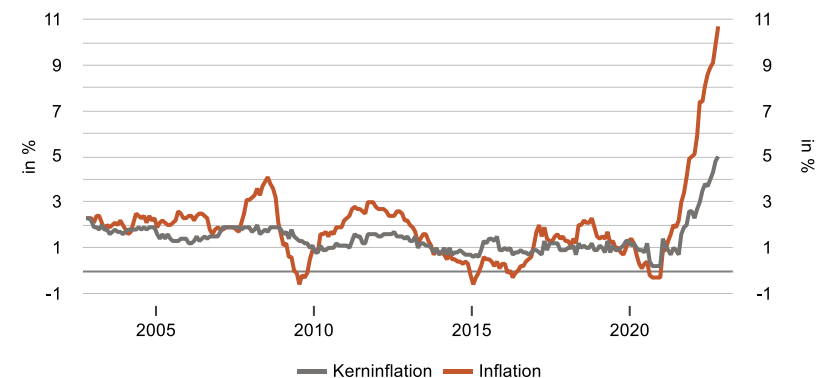
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2002 – 11/2022

Die Preise steigen weiter

- In der Eurozone klettert die Inflationsrate weiter in die Höhe. Nach 9,9 % im September lag die Teuerungsrate im Oktober bei 10,7 %. Die Kerninflation ist von 4,8 auf 5,0 % gestiegen.
- Die Bandbreite der Inflationsraten bleibt sehr hoch: Frankreich markiert mit einer Inflationsrate von 7,1 % das untere Ende, Estland mit 22,4 % das obere Ende. Frankreich steht vergleichsweise gut da, weil die Regierung mit Preisbremsen den Anstieg der Energiepreise stark abfedert. Staatliche Eingriffe in die Preisbildung erschweren die Inflationsprognose.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2002 – 10/2022

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

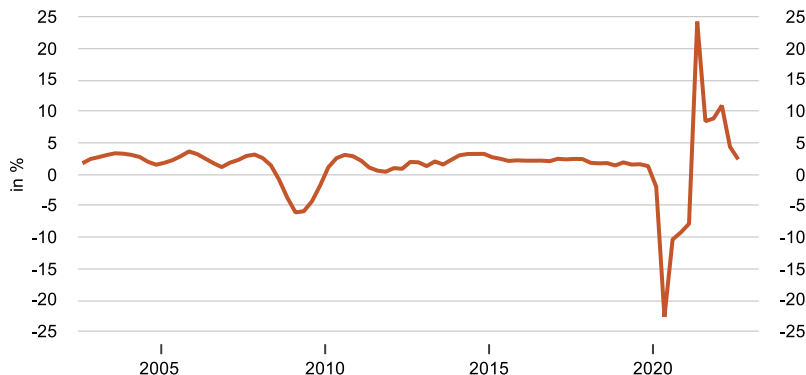


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Höhere Steuern angekündigt

- Der britische Finanzminister Jeremy Hunt hat angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Lage Steuererhöhungen angekündigt. Alle Bürger müssten sich auf höhere Steuern einstellen – vor allem Wohlhabende und Besserverdiener. Auf der Ausgabenseite sollen zudem Einsparungen vorgenommen werden. Damit wäre die komplette Abkehr von den „Trussonomics“ besiegelt. Die ehemalige Premierministerin Liz Truss hatte vor einigen Wochen die Märkte mit Steuersenkungsplänen in Aufruhr versetzt.
- Inzwischen wird immer klarer, dass die Zeiten vermeintlich kostenloser staatlicher Wohltaten zu Ende geht. Die alte ökonomische Binsenweisheit – „Es gibt nichts umsonst“ – war lange aus der Mode, feiert nun aber ihr Comeback.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



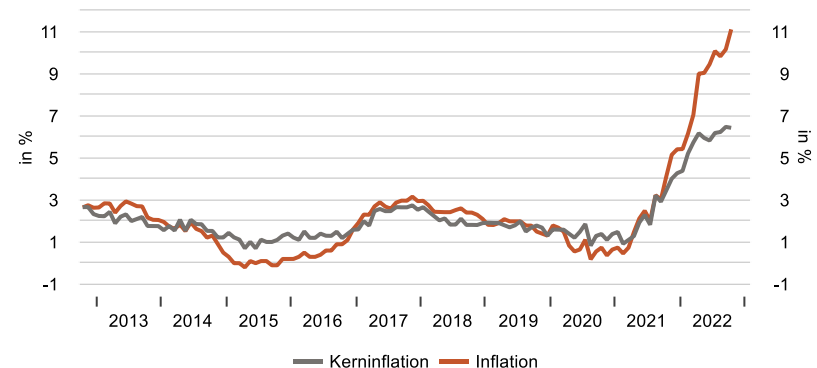
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2002 – 09/2022

Die Preise ziehen abermals an

- Die Verbraucherpreise stiegen im Oktober um 11,1 % ggü. Vorjahr und damit deutlich stärker als im September (10,1 %). Der Bloomberg-Konsens und auch wir hatten lediglich mit einem Anstieg auf 10,7 % gerechnet.
- Die Inflation hatte bereits ein 40-Jahres-Hoch erreicht. Insofern ist die überraschend starke Teuerung besorgniserregend. Der Anstieg ist jedoch größtenteils auf die Anhebung der Preisobergrenze für Haushaltsenergie im Oktober zurückzuführen. Die Kerninflation bewegt sich mit 6,5 % im Jahresvergleich seitwärts. Der Anstieg der Erzeugerpreise hält weiter an. Mit etwas Glück hat die Inflation im Oktober ihren Höhepunkt erreicht.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2012 – 10/2022

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

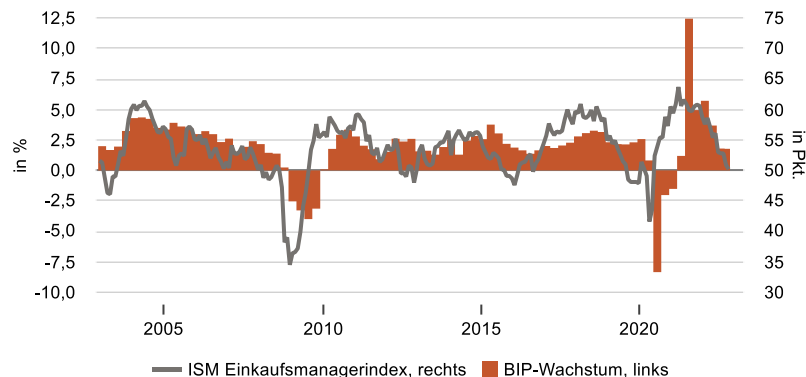


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Konjunktur: Gemischte Daten

- Die Industrieproduktion steht auf etwas wackeligeren Füßen. Im Oktober ging sie gegenüber dem Vormonat um 0,1 % zurück und der September-Wert wurde von +0,4 % auf nur noch +0,1 % runter revidiert. Dagegen zeichnen die Einzelhandelsumsätze ein positives Bild. Sie stiegen im Oktober um 1,3 % gegenüber dem Vormonat. Die gedrückte Verbraucherstimmung und die höheren Zinsen schlagen offenbar noch nicht durch. Es deutet sich ein relativ starkes Weihnachtsgeschäft an.
- Weitere Entspannung an der Preisfront: Der Erzeugerpreisindex (PPI) für die Endnachfrage stieg im Oktober um 0,2 % gegenüber dem Vormonat und verringerte damit den Anstieg im Jahresvergleich auf 8 %.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



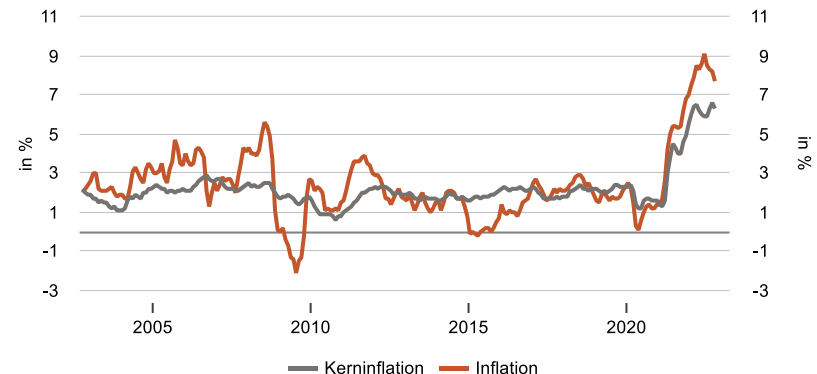
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2001 – 10/2022

Republikaner mit Mehrheit im Repräsentantenhaus

- Nachdem die Demokraten die Mehrheit im Senat halten konnten, steht nun fest, dass die Republikaner die Mehrheit im Repräsentantenhaus geholt haben. Damit konnten die Republikaner zumindest einen Teilerfolg feiern. Gemessen an den Prognosen bleibt das Ergebnis aber dennoch enttäuschend.
- Unterdessen hat Ex-Präsident Donald Trump wie erwartet bekanntgegeben, 2024 wieder für das Präsidentenamt kandidieren zu wollen. Nach den Zwischenwahlen, bei der insbesondere treue Trump-Gefolgsleute enttäuschende Ergebnisse einfuhren, muss sich allerdings erst zeigen, wie groß der Rückhalt für Donald Trump bei den Republikanern jetzt noch ist.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 10/2002 – 10/2022

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

BIP-Wachstum (in %)

	2022		2023		2024	
		Ø**		Ø**		Ø**
USA	1,9	1,8	-0,2	0,4	1,2	1,4
Eurozone	3,1	3,2	-0,8	-0,1	2,3	1,5
Deutschland	1,6	1,6	-1,1	-0,7	2,5	1,3
Frankreich	2,4	2,5	-0,3	0,3	2,3	1,3
Italien	3,6	3,7	-0,9	-0,1	1,5	1,0
Spanien	4,5	4,5	-0,2	0,9	2,4	1,9
Großbritannien	4,2	4,2	-1,3	-0,8	2,0	1,0
Japan	1,5	1,5	0,6	1,3	1,2	1,1
China	3,3	3,3	4,4	4,8	3,9	4,9
Welt*	2,9	-	1,2	-	2,6	-

Inflation (in %)

	2022		2023		2024	
		Ø**		Ø**		Ø**
USA	8,1	8,1	4,2	4,3	2,6	2,5
Eurozone	8,6	8,5	6,8	5,9	2,1	2,1
Deutschland	8,8	8,6	7,1	6,5	2,1	2,5
Frankreich	5,9	5,9	5,2	4,9	1,9	2,2
Italien	8,7	8,2	7,3	6,0	2,0	1,9
Spanien	8,5	8,8	3,2	4,7	2,0	2,1
Großbritannien	9,0	9,0	5,4	6,8	1,6	2,5
Japan	2,5	2,3	2,2	1,6	0,9	1,0
China	2,2	2,2	2,5	2,3	2,3	2,1
Welt*	-	7,5	-	5,1	-	3,4

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.11.2022

* 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

Hoffnung auf eine Kehrtwende in der Zentralbankpolitik

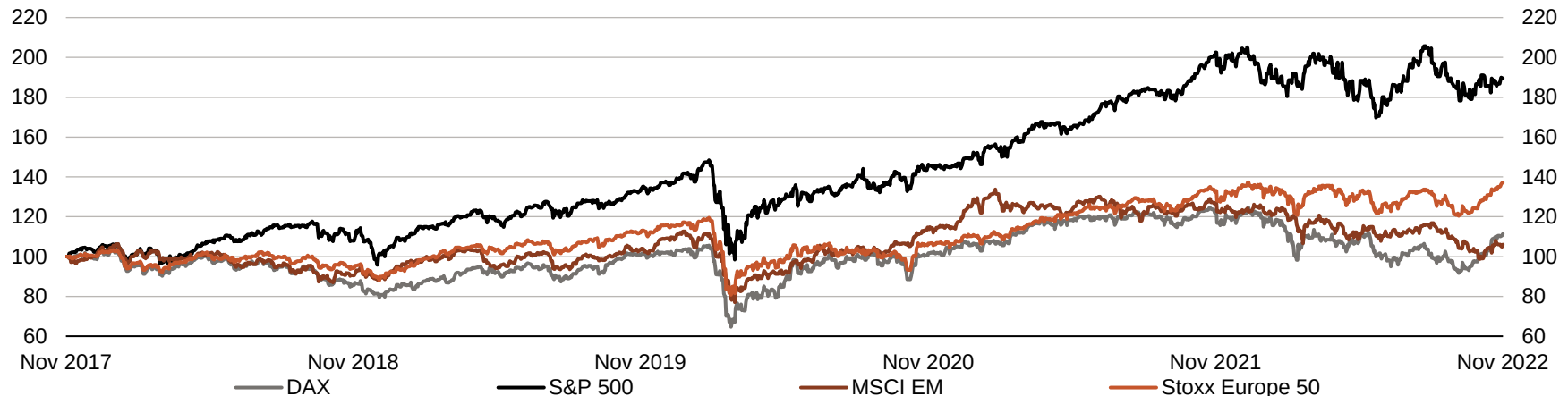


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Märkte durch Hoffnung getrieben

- Die erstmalig niedriger als erwartete US-Inflation löste eine Aktienrallye aus. Treiber der Rallye waren fallende Zinsen, ein schwächerer US-Dollar und die niedrige Aktienpositionierung vieler Anleger. Von einem Short-Covering haben besonders Tech-Aktien profitiert, die teilweise um mehr als 20% zulegten. China-Hoffnungen und der Aufbau von Aktien durch Trendfolgestrategien infolge des besseren Momentums und fallender Volatilität verstärkten den Kursanstieg.
- Ob die Jahresendrallye weitergeht, hängt vor allem von der nächsten Inflationszahl und der Reaktion der Fed darauf Mitte Dezember ab. Sollte die Volatilität bis dahin weiter fallen, dürften weitere systematische Strategien in den Markt gedrängt werden. Auf der anderen Seite sorgt aber die starke Outperformance von Aktien gegenüber Anleihen seit Quartalsbeginn für Rebalancierungsdruck zum Jahresende hin. Folglich dürfte das weitere Aufwärtspotenzial kurzfristig begrenzt sein. Entscheidend für die mittelfristige Richtung der Märkte dürfte aber die Entwicklung der Unternehmensgewinne sein.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 24.11.2017 – 24.11.2022

Unternehmensgewinne

Der Druck hält an



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

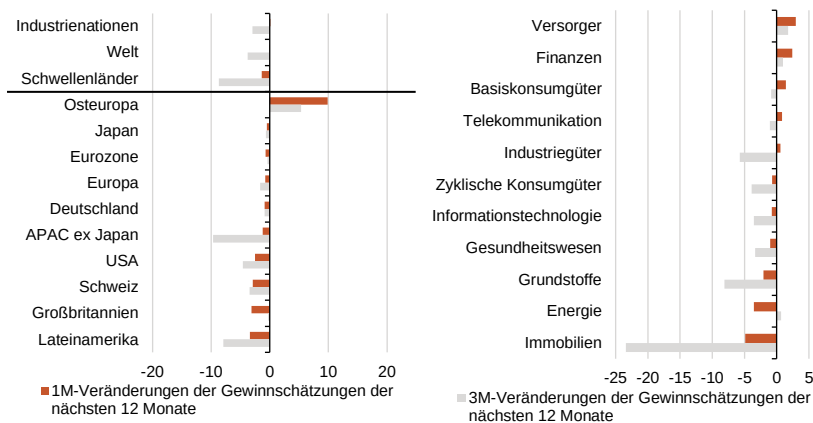
Trübe Wirtschaftsaussichten sickern durch

- Die Gewinnrevisionen bleiben negativ. Die Analysten berücksichtigen zunehmend die trüben wirtschaftlichen Aussichten in ihren Gewinnprognosen der Unternehmen. Die negativsten Revisionen sahen in den letzten vier Wochen Aktien aus der Schweiz, den USA und Lateinamerika. Positiver sind die Analysten für Unternehmen aus Osteuropa, dank fallender Währungen und zunehmender Hoffnungen auf ein zeitnahes Kriegsende.
- Bei den europäischen Sektoren sind die Analysten leicht positiver für Finanzunternehmen und Versorger geworden.

Gewinnwachstum 2023 nicht in allen Regionen erwartet

- Das Gewinnwachstum bei globalen Aktien dürfte 2022 leicht positiv ausfallen. Für 2023 erwartet der Konsens ebenfalls steigende Gewinne, am meisten für US- und Schweizer Aktien. Auch für Asien wird ein deutlich positives Gewinnwachstum erwartet.
- Sektoral dürften in Europa die Unternehmensgewinne 2023 besonders bei IT-, Finanzunternehmen und Versorger steigen.

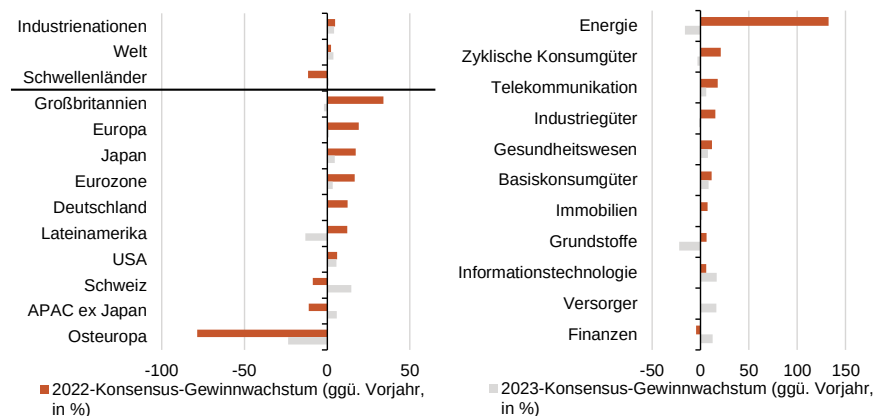
Finanzen und Versorger stellen sich gegen den Trend



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 24.11.2022

Schweiz, USA und Asien mit Gewinnwachstum 2023



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 24.11.2022

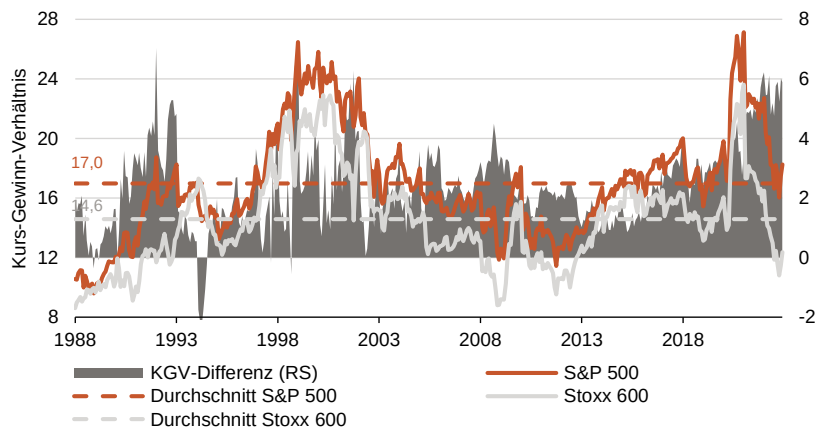
Bewertung & Positionierung

Anleger bleiben pessimistisch

Aktien sind wieder leicht teurer geworden

- Die Bewertungskennzahlen haben in den letzten Wochen dank den deutlich steigenden Märkten zugelegt. Das KGV des S&P 500 steht wieder über dem historischen Durchschnitt von 17.
- Der Stoxx 600 hat sich ebenfalls vom Jahrestief erholt und handelt mit einem KGV von mehr als 12. Die Bewertung liegt jedoch weiterhin deutlich unterhalb des historischen Durchschnitts von 14,6.
- Die Bewertungsdifferenz zwischen US- und europäischen Aktien hat sich hingegen stabil um die 6 Punkte gehalten. US-Aktien sind somit weiterhin deutlich teurer als europäische Titel – auch im historischen Vergleich.

Bewertung steigen wieder



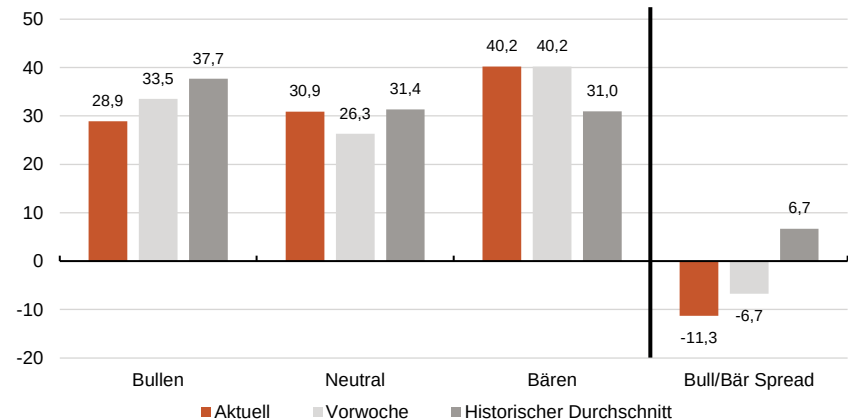
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 24.11.2022

US-Anleger noch nicht von Rallye überzeugt

- Bei den US-Privatanlegern dominieren trotz Erholungsrallye weiterhin die Bären. Die Stimmung der Anleger ist somit weiterhin eingetrübt. Somit dürfte auch die Positionierung nicht sehr offensiv sein, was weiteres Potenzial für eine Erholung bietet, sollten die Zentralbanken ihren restriktiven Kurs überdenken.
- Neben den US-Privatanlegern sind auch viele institutionelle Investoren und vor allem systematische Anlagestrategien mit Volatilitätssteuerung noch weit von einer offensiven Positionierung entfernt.

Bei den US-Privatanlegern dominieren die Pessimisten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

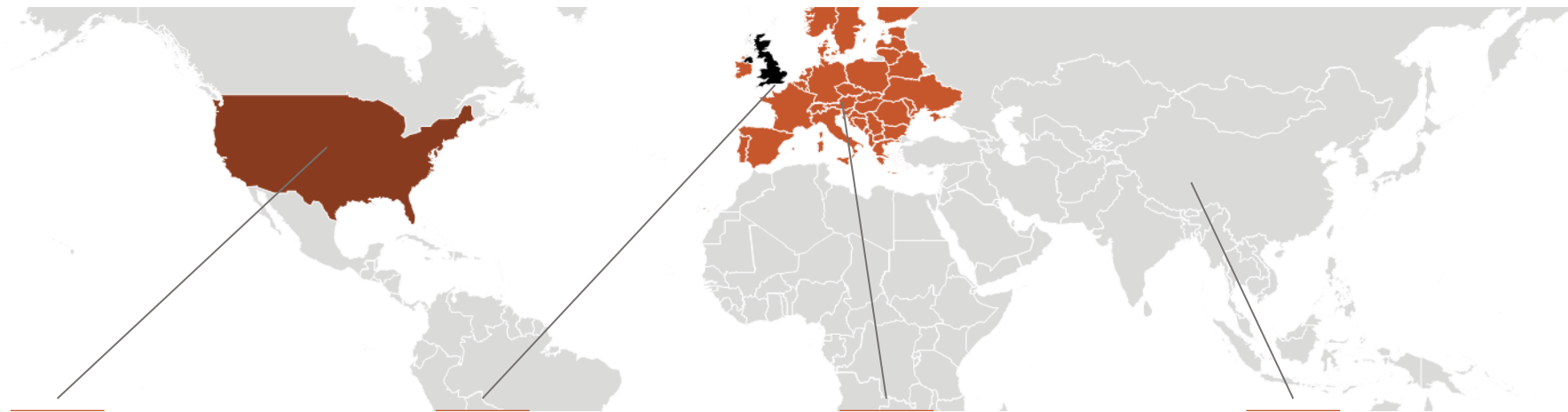
Zeitraum: 23.07.1987 – 24.11.2022

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK


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 zu hoch. Diese Risiken werden in der höheren Bewertung von US-Titeln nicht adäquat berücksichtigt.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir US-Aktien untergewichtet und bei europäischen Aktien nahe neutral.

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 im Laufe des Jahres reduziert.

Europa ex. UK

Übergewicht

- Russlands Ukraine-Krieg und der damit einhergehende Inflationsanstieg dürften europäische Unternehmen weiter belasten.
- Allerdings sind europäische Aktien mittlerweile gegenüber der eigenen Historie und gegenüber den USA sehr günstig bewertet und bieten bei sehr pessimistischer Stimmung Aufholpotenzial. Wir sind Europa ex UK leicht übergewichtet.

Schwellenländer

Übergewichten

- Wir haben lateinamerikanische Aktien in Q1 aufgenommen, da sie von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren dürften und eine Value-lastige Portfolioergänzung darstellen.
- Die Stimmung, Positionierung und die Bewertung bei chinesischen Aktien ist sehr gedrückt. Die expansiven Maßnahmen und eine mögliche Öffnung nach O-Covid könnten die chinesischen Märkte 2023 beflügeln. Risiken bestehen jedoch vorerst weiterhin.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	23.11.2022	30.06.2023	31.12.2023	in 12 Monaten
S&P 500	4.027	4.250	4.500	4.502
DAX	14.428	15.000	15.800	17.490
Euro Stoxx 50	3.946	4.000	4.200	4.602
MSCI Großbritannien	2.147	2.350	2.400	2.531
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	5,5	11,7	11,8
DAX	-	4,0	9,5	21,2
Euro Stoxx 50	-	1,4	6,4	16,6
MSCI Großbritannien	-	9,5	11,8	17,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.11.2022

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04

Anleihen



Staatsanleihen

Renditen sicherer Staatsanleihen jüngst wieder gefallen

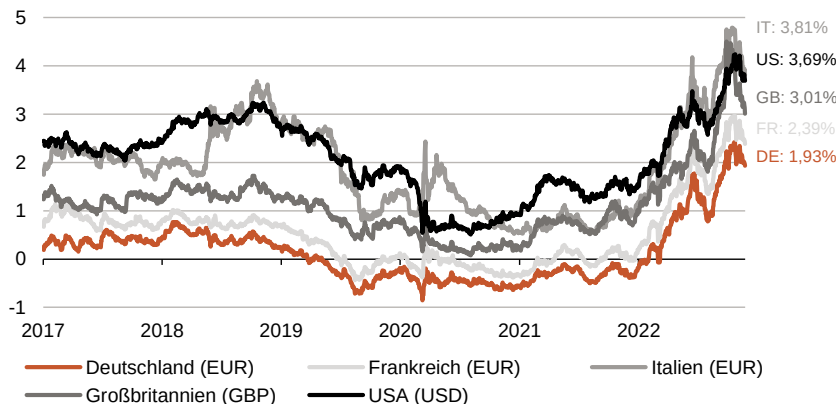


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Renditerückgang bei sicheren Staatsanleihen

- Die Renditen sicherer Staatsanleihen kamen nach der niedriger als erwarteten US-Inflation für Oktober merklich zurück. Der Markt hofft auf eine baldige Wende der restriktiven Zinspolitik der globalen Zentralbanken. So preist er derzeit für Dezember für die Fed, EZB und BOE eine Zinsanhebung von rund 50 Basispunkten. Hoffnung auf eine Wende brachte auch das Protokoll der Fed-November-Sitzung. Hier hielt eine "beträchtliche Mehrheit" der Mitglieder eine Verlangsamung der Erhöhungen als "bald angemessen,„. Kurzfristig dürfte aber auch Unterstützung seitens der Momentum-Strategien und des Rebalancierungsdrucks zum Jahresende erfolgen.

Renditeverlust bei sicheren Staatsanleihen



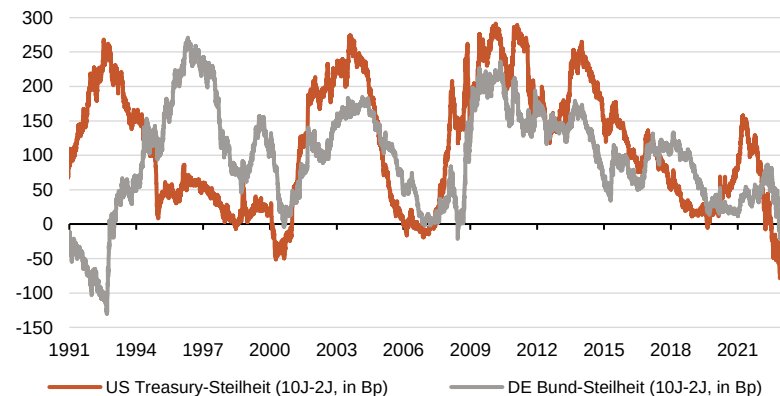
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 24.11.2022

Deutsche Renditekurve mit stärkster Invertierung seit 1992

- Während die US-Renditestrukturkurve bereits seit Frühjahr dieses Jahres invertiert ist, folgt nun auch die deutsche Renditestrukturkurve. Die deutsche Renditestrukturkurve ist, nachdem sie diesen November zum ersten Mal seit der Finanzkrise 2008 in den negativen Bereich gerutscht war, derzeit so stark invertiert wie seit 30 Jahren nicht mehr.
- Bei einer invertierten Kurve übersteigen die kurzfristigen Zinssätze die langfristigen. Der Markt preist damit aufgrund einer stärkeren Konjunkturertrübung mittelfristig Zinssenkungen und glaubt daran, dass die Inflation in der mittleren Frist unter Kontrolle gebracht wird.

US- und deutsche Renditestrukturkurve weiter invers



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1991 – 24.11.2022

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Unternehmensanleihen mittelfristig attraktiv

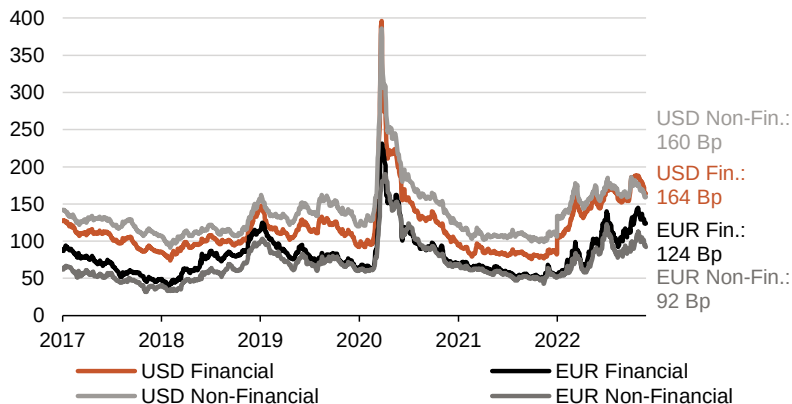
Renditerückgänge bei Unternehmensanleihen

- Unternehmensanleihen sahen über die letzten vier Wochen merkliche Einengungen der Risikoaufschläge. Viele Anleger setzen verstärkt auf das Segment, auch als Alternative zu Aktien. USD-Finanzanleihen verzeichneten so beispielsweise eine Spreadengung von 24 Basispunkten. Auch die Risikoaufschläge von europäischen IG-Unternehmensanleihen fielen auf die Niveaus von Mitte Oktober dieses Jahres zurück.
- Bei soliden Bilanzen und Liquiditätsreserven bleiben wir weiterhin mittelfristig konstruktiv für Unternehmens- und Schwellenländeranleihen.

Hochzinsanleihen mit eindeutigen Spreadengungen

- Der Hochzinsanleihemarkt erfuhr über die letzten vier Wochen ebenfalls eine deutliche Einengung der Risikoprämien. Den deutlichsten Verfall erlebten die Risikoaufschläge von EUR-Hochzinsanleihen mit einem Verfall von knapp 70 Basispunkten. Die Sorgen vor einer Rezession, insbesondere in Europa, begrenzen jedoch die Möglichkeit einer weiteren, stärkeren Spreadengung.
- Schwellenländer-Anleihen zeigten kein eindeutiges Bild. EM-High-Grade-Spreads bewegten sich kaum, während die Risikoprämien bei Schwellenländer-Hochzinsanleihen um rund 56 Basispunkte auf das Niveau von Ende August fielen.

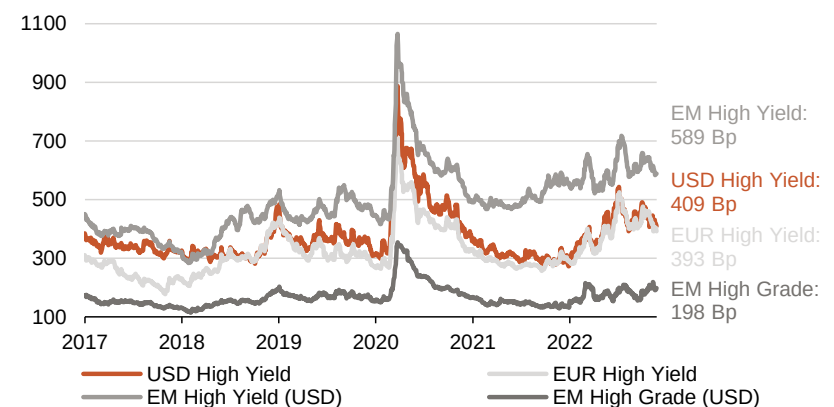
EUR- und US-Risikoaufschläge merklich gesunken



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 24.11.2022

Rückgang der Risikoprämien bei Hochzinsanleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 24.11.2022

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



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.
- Bei erhöhten Zinsniveaus schließen wir weitere Zukäufe in langlaufende Anleihen wie europäischen Staatsanleihen zur Durationserhöhung nicht aus.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Unternehmensanleihen haben durch die diesjährige Spread-Ausweitung an relativer Attraktivität gegenüber Staatsanleihen sowie Aktien gewonnen.
- Innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen bevorzugen wir Titel mit kurzer Laufzeit. Die Erhöhung des Durations- und EUR-Credit-Exposure wird zudem zunehmend interessant.



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 attraktiv.



Hochzinsanleihen Übergewichten

- Wir haben den hohen Zins und das erhöhte Spread-Level genutzt und opportunistisch eine Position bei Finanznachranganleihen aufgebaut.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte

	23.11.2022	30.06.2023		31.12.2023	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	3,75-4,00	4,75-5,00	5,00	4,25-4,50	4,65
10J US-Rendite	3,70	3,70	3,89	3,40	3,52
Eurozone					
Leitzins	2,00	2,75	2,95	2,75	2,90
10J Bund-Rendite	1,93	2,50	2,23	2,70	1,96
Großbritannien					
Leitzins	3,00	3,50	4,15	3,00	4,00
10J Gilts-Rendite	3,01	3,50	3,52	3,40	3,28

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.11.2022

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Ölmarkt trotz aller Sorgen knapp

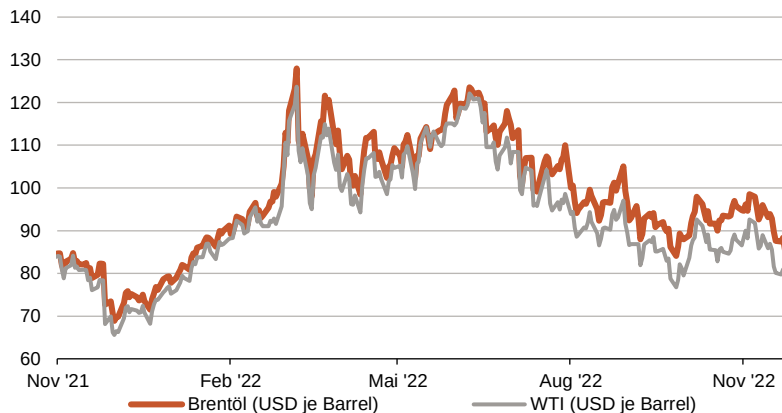


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Kurzfristige Nachfragesorgen ändern nichts an struktureller Angebotsknappheit

- Rohöl (Brent) kam im November erheblich unter Druck und fiel von in der Spitze fast 100 auf unter 85 US-Dollar je Barrel. Gegenwind kam dabei von mehreren Seiten. Zum einen verzeichnete China einen deutlichen Anstieg der Infektionszahlen, sodass Hoffnungen auf ein Re-Opening schnell wieder verpufften. Zum anderen machten sich Nachfragesorgen aufgrund der schwelenden Rezession im Westen breit. Und zu guter Letzt verdichteten sich die Zeichen, dass der ab Dezember geltende Ölpreisdeckel der G7 mit 65-70 USD je Barrel deutlich höher als erwartet ausfallen dürfte. Damit würden ein Großteil der russischen Exporte dem globalen Markt erhalten bleiben.
- Trotz all dieser Lasten dürfte Öl in den nächsten Monaten knapp bleiben. Denn auch wenn die Infektionslage in China Öffnungen derzeit erschwert, so zeichnet sich doch ein Abrücken der 0-Covid-Politik ab. Währenddessen ist die Nachfrage im Westen immer noch robust und dürfte nur bei einer schweren Rezession merklich einbrechen. Und schließlich war die Wirkung des Ölpreisdeckels von Beginn an fraglich, da die wichtigsten Abnehmerländer China und Indien sich nicht beteiligen. Mit dem Öl-Embargo der EU dürfte hingegen ein Teil des russischen Angebots verloren gehen, denn die freien Barrel dürften nicht vollständig umverteilt werden können. Außerdem bleibt ab Januar auch die Angebotsunterstützung seitens der strategischen Reserve der USA aus. Wir erwarten einen weiter knappen Markt und wieder steigende Preise.

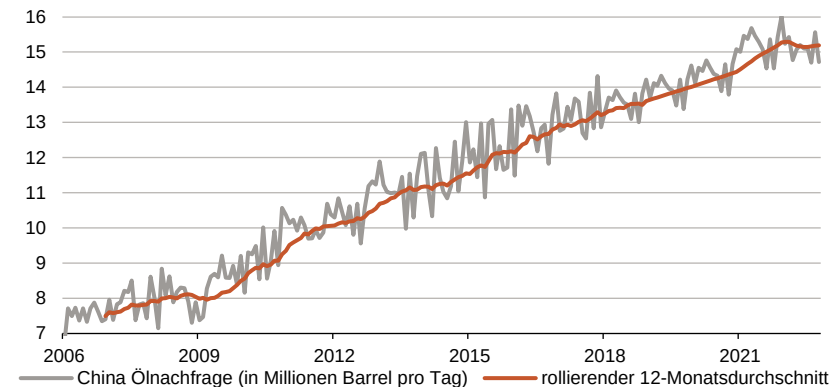
Ölpreis jüngst aufgrund von Nachfragesorgen unter Druck



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.11.2021 – 23.11.2022

Stagnierende Nachfrage in China ist die Ausnahme



Quelle: Bloomberg, DOE

Zeitraum: 01.01.2006 – 31.10.2022

Edel- und Industriemetalle

Gold weniger attraktiv, Industriemetalle robust

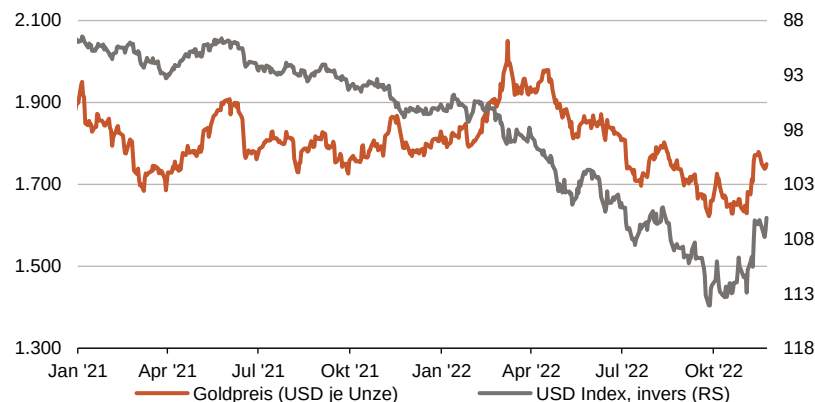


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Relative Attraktivität von Gold hat abgenommen

- Gold verzeichnete im November mit über 7% den besten Monat seit Mai 2021. Haupttreiber für die Performance war die starke Abwertung des Dollars. Zusätzliche Dynamik bekam die Bewegung durch Short-Covering seitens spekulativer Anleger. Aber auch die leicht gefallen Realzinsen boten Rückenwind, sodass Gold in Euro immerhin noch 2% aufwertete.
- Für eine nachhaltige Aufwärtsbewegung braucht Gold allerdings den Pivot der Fed. Damit dürfte es bis auf Weiteres zu Aktien und Renten positiv korreliert bleiben. Da Gold allerdings keine laufenden Erträge erwirtschaftet, hat die relative Attraktivität vor allem gegenüber Anleihen abgenommen.

Schwacher Dollar beflügelt Gold



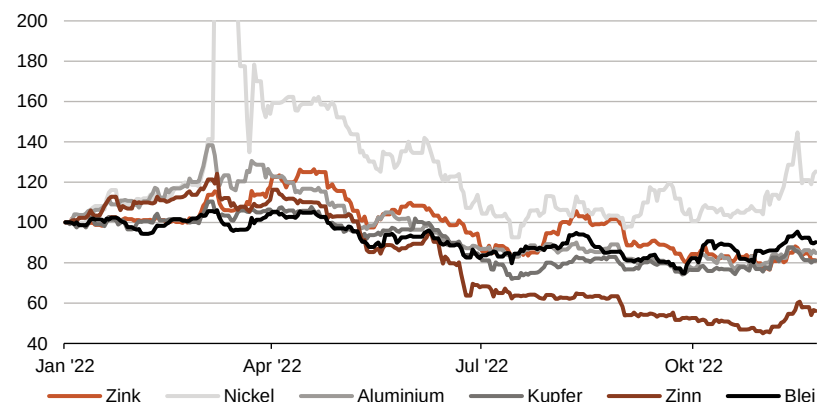
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2021 – 23.11.2022

Industriemetalle bleiben robust

- Industriemetalle legten im November ebenfalls kräftig zu. Sie profitierten vor allem von dem 16-Punkte-Plan der chinesischen Regierung zur Stützung des Immobiliensektors.
- Zeitweise kam es bei Nickel abermals zu einem Squeeze, nachdem Gerüchte über eine Explosion einer Mine in Indonesien die Runde machten. Die Liquidität an den Metallmärkten bleibt weiter äußerst dünn.
- Auch wenn kurzfristig der trübe Konjunkturausblick die Nachfrage belastet, bleiben Metalle knapp, wie die weiter sehr geringen Lagerbestände signalisieren. Der langfristige Aufwärtstrend bleibt dank der Unverzichtbarkeit von Industriemetallen in erneuerbaren Energien intakt.

Industriemetalle profitieren von Nachrichten aus China



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2022 – 23.11.2022



06

Währungen

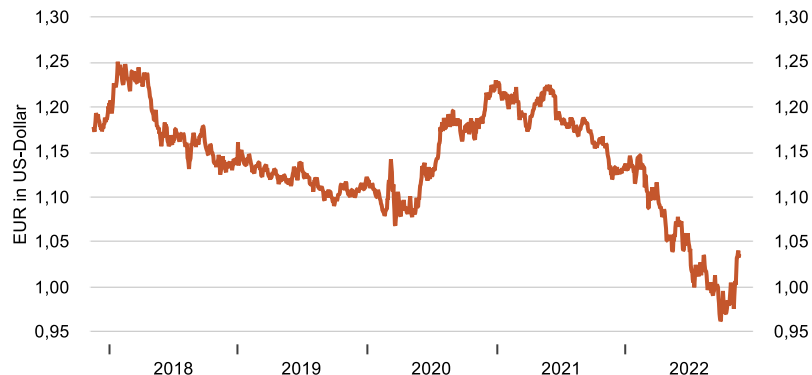
Marktentwicklung

Geld & Währung

Euro hält sich oberhalb der Parität

- Der Euro kann sich vorerst oberhalb der Parität behaupten. Allerdings ist er von seinem Zwischen-Hoch bei knapp 1,05 US-Dollar je Euro wieder auf 1,04 zurückgefallen. Insgesamt profitiert der Euro von der etwas besseren Nachrichtenlage und der verbesserten Marktstimmung, die den US-Dollar schwächt.
- Nach dem kurzen „Trussonomics“-Intermezzo und der absehbaren Rückkehr zu mehr fiskalischer Disziplin sucht das Britische Pfund nach Orientierung und schwankt um die Marke von 0,87 Pfund je Euro. Wir sehen den Wechselkurs in den nächsten Monaten bei 0,85 Pfund je Euro.

Wechselkurs EUR/USD



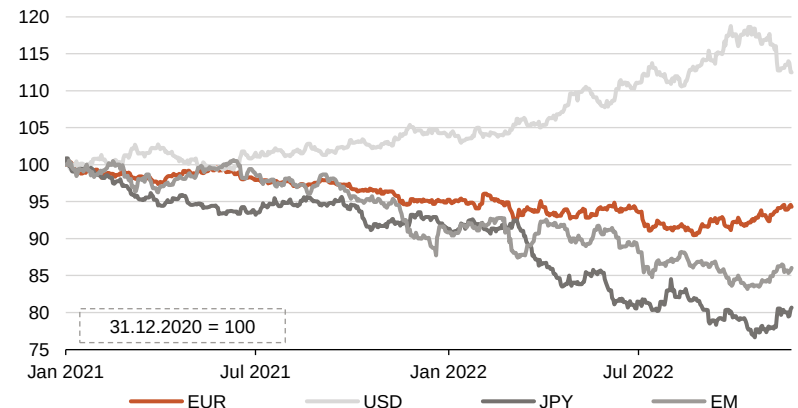
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2017 – 11/2022

US-Dollar wertet in der Breite ab

- Der Dollar hat infolge der niedriger als erwarteten US-Inflation auf handelsgewichteter Basis den drittstärksten wöchentlichen Rückgang in den letzten 40 Jahren verzeichnet.
- Anleger rechnen nun mit weniger Zinserhöhungen in den kommenden Monaten, wodurch die relative Attraktivität des US-Dollars abgenommen hat.
- Entsprechend hat nicht nur der Euro gegenüber dem Dollar hinzugewonnen, sondern auch der japanische Yen und Schwellenländerwährungen entwickelten sich erfreulich.

Entwicklung handelsgewichteter Indizes



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01/2021 – 11/2022

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

	23.11.2022	30.06.2023		31.12.2023	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,04	1,05	1,01	1,10	1,05
EUR/GBP	0,86	0,85	0,88	0,85	0,89
EUR/CHF	0,98	1,00	0,98	1,02	1,01
EUR/JPY	145	147	142	151	142
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,0	2,9	-5,5	-1,0
GBP	-	1,5	-2,0	1,5	-3,1
CHF	-	-2,0	0,0	-3,9	-3,0
JPY	-	-1,3	2,2	-3,9	2,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.11.2022

*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, CFA
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Philina Kuhzarani
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Jörn Quitzau
Senior Economist

Kontakt

www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de