BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Juli | 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: 30. Juni 2022

Inhaltsverzeichnis

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktienquote auf moderates Untergewicht reduziert, US-Staatsanleihen aufgebaut	4
02	Volkswirtschaft Anhaltender Inflationsdruck, Lieferengpässe und höhere Zinsen: Rezessionsgefahr!	9
03	Aktien Volatilität dürfte in Q3 eher zu- als abnehmen	14
04	Anleihen Rezessionssorgen sorgen für Renditegegenwind	20
05	Rohstoffe Zwischen Rezessionssorgen und Angebotsknappheit	25
06	Währungen Trotz angekündigter Zinswende: EZB hinkt anderen Zentralbanken hinterher. Das belastet den Euro	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 (31.05.22 - 28.06.22)	YTD (31.12.21 - 28.06.22)	28.06.21 28.06.22	28.06.20 28.06.21	28.06.19 28.06.20	28.06.18 28.06.19	28.06.17 28.06.18
Brent	3,2	77,7	108,3	67,4	-37,1	-10,6	67,4
USD/EUR-Wechselkurs	2,0	8,1	13,3	-5,9	1,4	1,7	-1,7
Gold	1,1	7,5	16,0	-5,5	27,3	14,8	-1,7
Euro-Übernachteinlage	0,0	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Aktien Emerging Markets	-2,2	-8,4	-13,4	32,8	-2,0	5,5	3,9
EUR Staatsanleihen	-2,2	-8,2	-8,7	0,1	0,9	3,7	0,0
Aktien Frontier Markets	-2,8	-13,5	-5,3	29,2	-9,7	6,3	0,4
Globale Wandelanleihen	-3,2	-14,9	-15,1	38,8	13,1	1,6	4,0
EUR Unternehmensanleihen	-4,2	-13,0	-13,4	3,3	-0,4	4,9	0,7
REITs	-4,7	-13,1	2,2	23,7	-11,5	13,1	-2,0
Aktien Industrienationen	-5,5	-12,7	-1,8	34,0	1,9	8,9	7,8
Industriemetalle	-12,0	0,4	17,5	41,2	-6,5	-9,6	15,0

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: 28.06.2017 – 28.06.2022
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.
- Unsicherheit greift auf Unternehmenssektor über. Trotz guter Fundamentaldaten droht nun eine Rezession.
- Kampf gegen den Preisauftrieb: Notenbanken müssen die Geldpolitik straffen, auch wenn sich die Konjunktur eintrübt.

Aktien

- Noch optimistische Gewinnerwartungen dürften im Einklang mit schlechteren Konjunkturdaten reduziert werden.
- Die Bewertungskennzahlen sind in der Breite gefallen. Unter der Oberfläche gibt es bereits günstige Aktienmarktsegmente.
- Volatilität dürfte in Q3 weiter zunehmen. Wir setzen auf eine Barbell-Strategie aus Quality Growth und Rohstoff-lastigen Aktien.

Anleihen

- Renditen sicherer Staatsanleihen zuletzt durch zunehmende Rezessionsängste belastet. Verflachung der Renditestrukturkurve.
- Risikoprämien bei Unternehmensanleihen halten am Aufwärtstrend fest. EM-Hochzinsanleihen zunehmend attraktiv.
- Wir gewichten Anleihen unter und bleiben bei Kreditrisiken weiterhin vorsichtig positioniert. Duration: kurz.

Alternative Investments / Rohstoffe

- Öl schwankt zwischen Rezessionssorgen, China-Lockdowns und Öl-Embargo. Das Angebot bleibt knapp und die Preise hoch.
- Gold wird dominiert von restriktiven Zentralbanken. Potenzial trotz hoher Inflation und Rezessionsgefahr begrenzt.
- Industriemetalle aufgrund von China-Lockdowns temporär schwächer. Langfristiger Aufwärtstrend davon unberührt.

Währungen

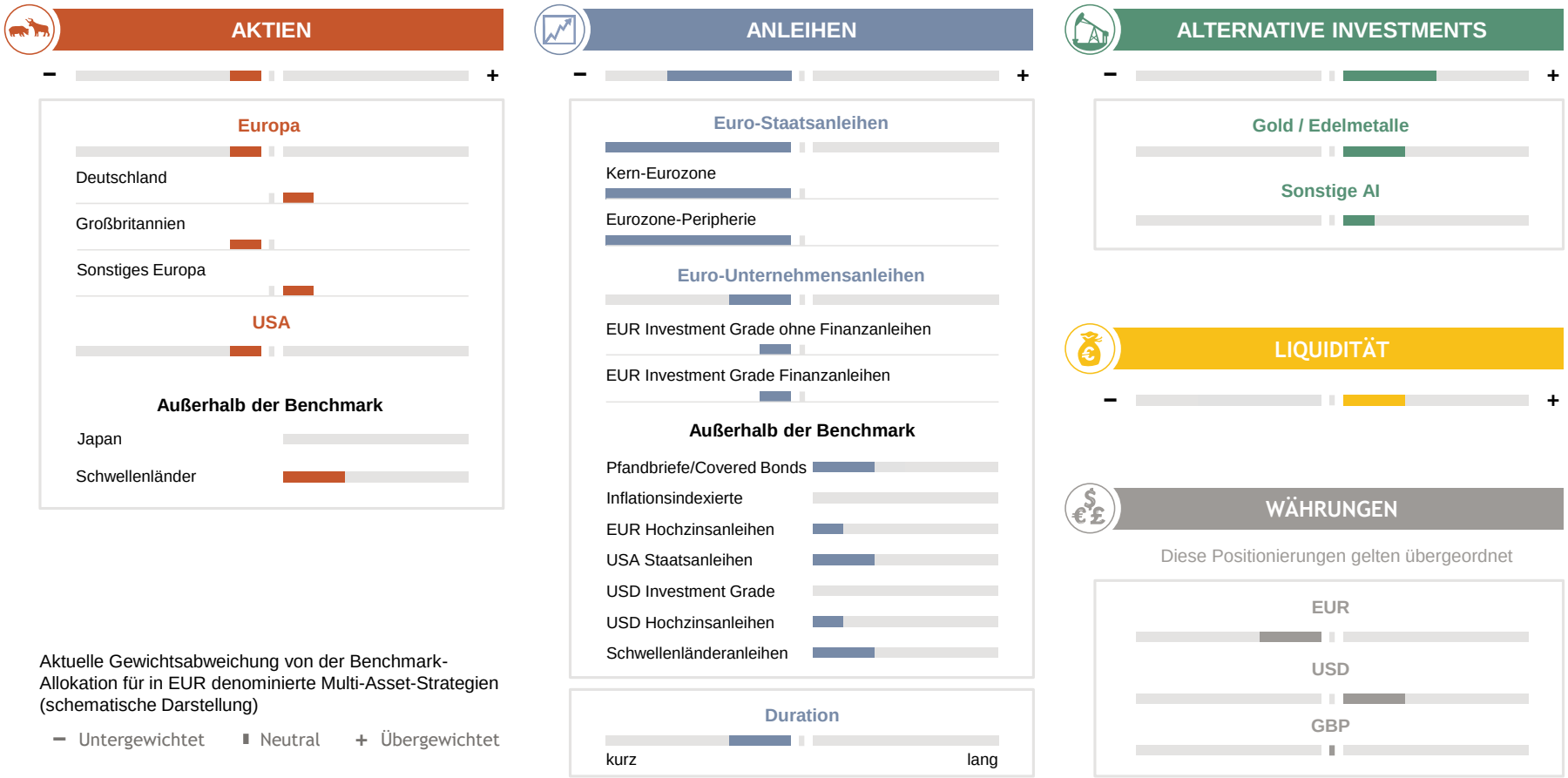
- Zögerliche EZB: Trotz der angekündigten Zinswende bleibt der Euro schwach. Andere Zentralbanken sind einfach schneller.
- Der Wechselkurs war erneut bis unter 1,04 US-Dollar je Euro gefallen. Eine substanzielle Erholung ist schwierig.
- Die größte Überraschung war die Zinserhöhung der SNB. Der Schweizer Franken wurde damit abermals gestärkt.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



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

– Untergewichtet ▮ Neutral + Übergewichtet

Quelle: Berenberg

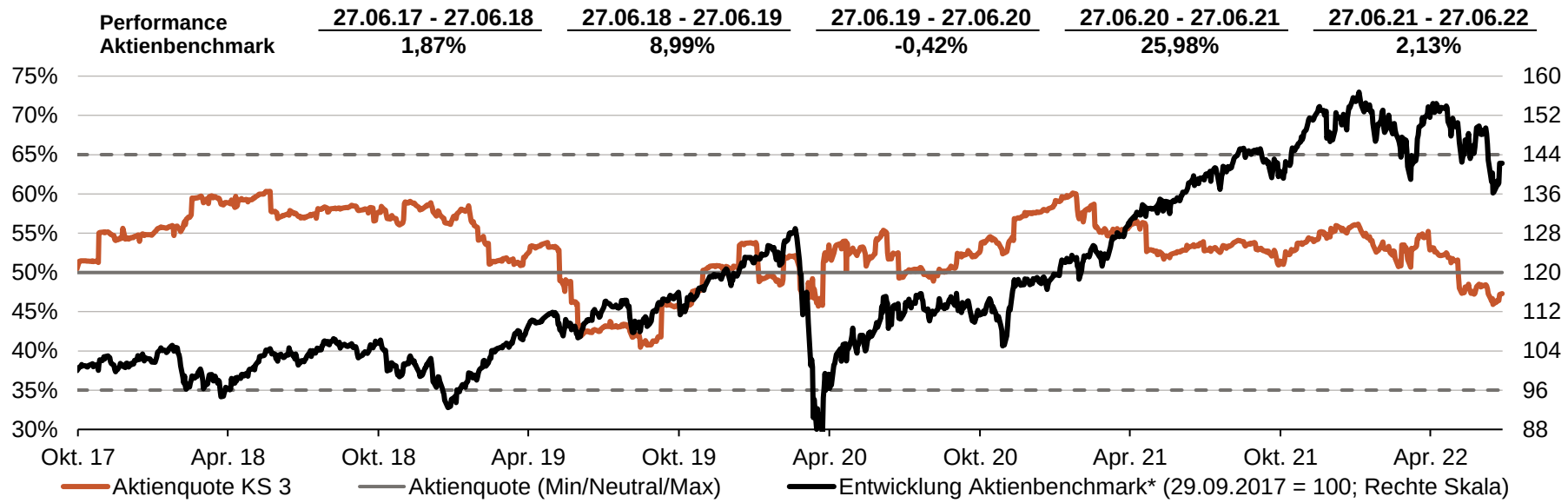
Darstellung per 28.06.2022

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

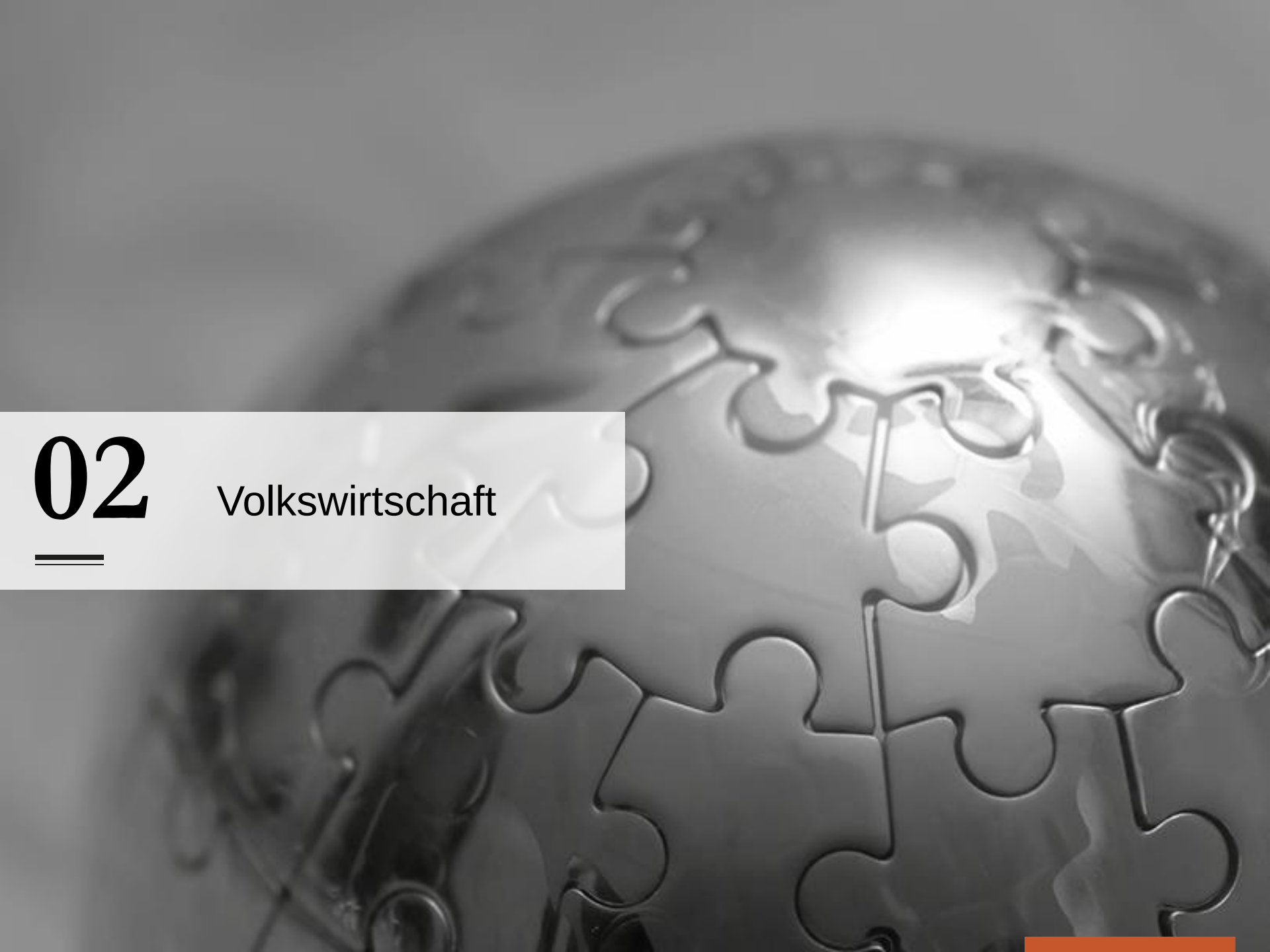
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 27.06.2017 – 27.06.2022
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. Innerhalb unserer Multi-Asset-Portfolios haben wir in rohstoffreiche Aktienregionen wie Großbritannien und Lateinamerika investiert. Diese balancieren unseren „Quality Growth“-Stil bei europäischen Aktien gut aus, was zu einer niedrigeren Portfolio-Volatilität führt. 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. Da unsere Ökonomen mittlerweile eine Rezession für Europa und die USA und wir negative Gewinnrevisionen über den Sommer erwarten, bleiben wir vorerst im Untergewicht bei Aktien.



02 Volkswirtschaft

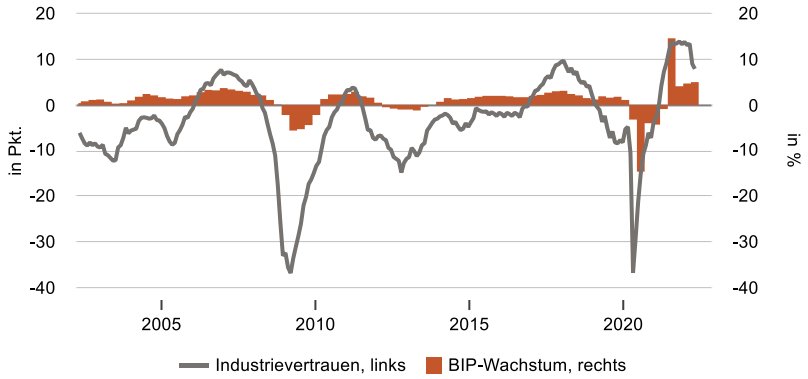
Eurozone
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Europa vor der Rezession

- Die Belastungen werden zu groß. Aufgrund anhaltend hoher Energiepreise, andauernder Lieferengpässe und der nun strafferen Geldpolitik – zunächst in den USA – ändert sich die Lage: Eine Rezession ist aus unserer Sicht nun nicht mehr nur ein Risiko, sondern unser Basisszenario.
- Die Sommer-Urlaubssaison dürfte dank der Corona-Nachholeffekte zunächst noch vor einer Rezession schützen. Ab dem vierten Quartal dürfte die Wirtschaftsleistung der Eurozone jedoch schrumpfen. Mit etwas Glück kann die Rezession Mitte 2023 enden. Für das Gesamtjahr 2023 erwarten wir einen BIP-Rückgang von 0,8 %.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen

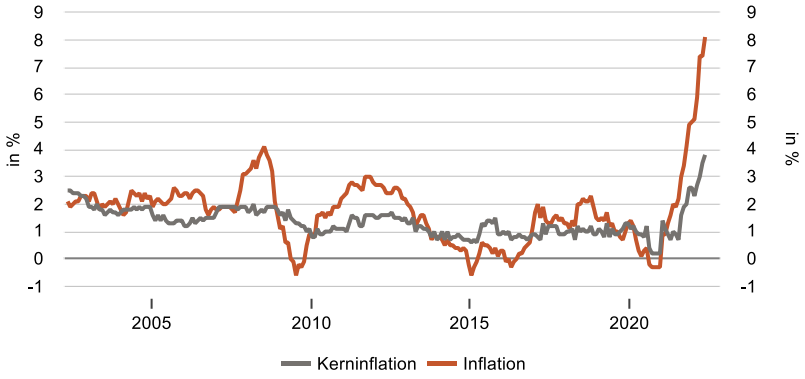


Quelle: Macrobond Zeitraum: 05/2002 – 05/2022

Schwächere Einkaufsmanagerindizes (PMIs)

- Der Produktions-PMI der Eurozone war im Juni rückläufig und fiel auf ein 16-Monats-Tief von 51,9 (54,8 im Mai). Gründe für die eingetrübten Aussichten sind insbesondere Kosten- und Preisdruck, steigende Zinsen sowie anhaltende Angebotssorgen.
- Die Teilindikatoren für die Geschäftserwartungen und die Auftragseingänge waren besonders schwach, sodass auch in den kommenden Monaten mit weiteren Verschlechterungen zu rechnen ist. Kurzfristig werden die Volkswirtschaften durch Versorgungsengpässe belastet. Deutschland und andere europäische Länder sind zudem besonders von der jüngsten Reduzierung der Gaslieferungen aus Russland betroffen.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond Zeitraum: 05/2002 – 05/2022

Großbritannien
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

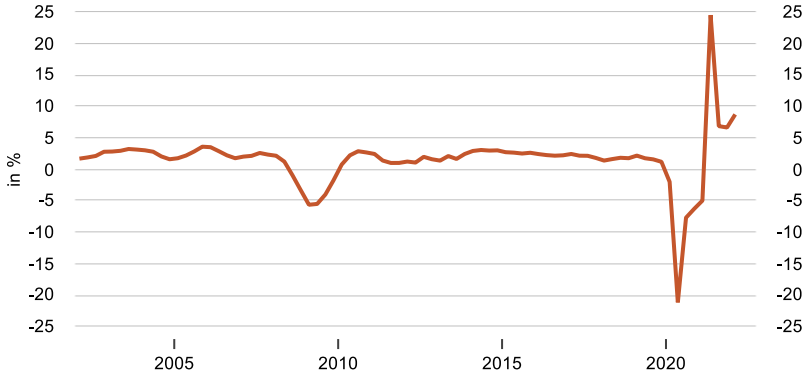
Auch der britischen Wirtschaft droht die Rezession

- Die Angebotsschocks, die hohe Inflation und die nun straffere Geldpolitik überlagern die positiven Fundamentaldaten. Somit drohen der britischen Wirtschaft vier Quartale mit negativen Wachstumsraten (Q2/2022–Q1/2023). Während 2022 für das Gesamtjahr dank eines guten ersten Quartals und statistischer Überhänge noch ein Plus von 2,8 % stehen dürfte, wird die Wirtschaft im Gesamtjahr 2023 um voraussichtlich 1,0 % schrumpfen.
- Die Inflationsrate dürfte in diesem Jahr 8,0 % und im kommenden Jahr 4,1 % betragen. Die Bank of England bleibt also gefordert.

Inflation steigt weiter

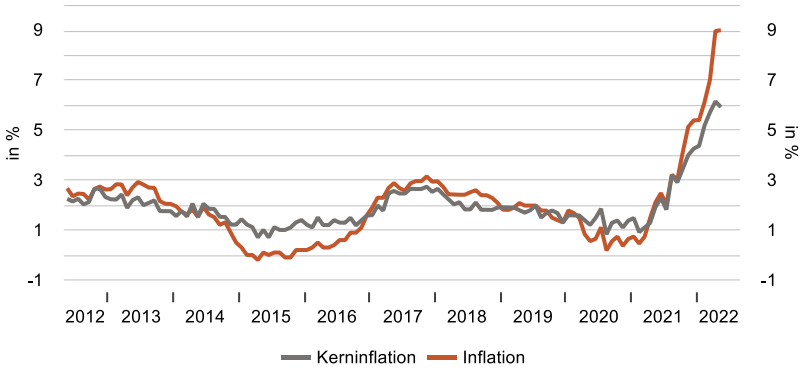
- Die Inflation in Großbritannien verzeichnete im Mai einen leichten Anstieg auf 9,1 % gegenüber 9,0 % im April. Im Vergleich zum Vormonat stiegen die Preise um 0,7 %.
- Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) ging von 6,2 % leicht auf 5,9 % zurück, was hauptsächlich auf frühere Volatilität und Basiseffekte zurückzuführen ist.
- Unverändert gegenüber April stiegen 80 % der im VPI-Warenkorb enthaltenen Preise im Mai um ca. 3 %. Auf Monatsbasis stiegen die Preise um 0,7 %.
- Die Inflationsrate (Vorjahresvergleich) wird sich in den kommenden Monaten wahrscheinlich seitwärts bewegen.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond Zeitraum: 03/2002 – 03/2022

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond Zeitraum: 05/2012 – 05/2022

USA
Konjunktur- und Preisentwicklung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

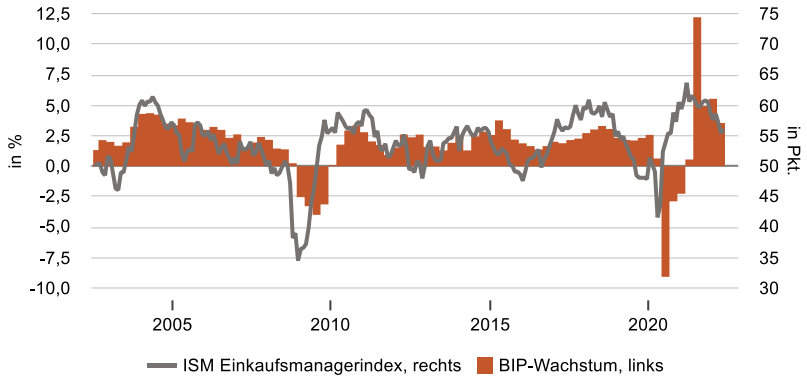
Moderate Rezession, Anstieg der Arbeitslosigkeit

- Die hohe Inflation und die höheren Zinsen fordern ihren Tribut. Wir erwarten nun, dass die US-Wirtschaft Ende 2022 stagnieren und in den ersten drei Quartalen 2023 schrumpfen wird. Die Wirtschaftsleistung dürfte im Gesamtjahr 2022 noch um 1,9 % gegenüber dem Vorjahr wachsen, im Jahr 2023 dann aber um 0,4 % schrumpfen.
- Da die Fundamentaldaten im Vergleich zu früheren Rezessionen besser sind, dürfte der Abschwung moderat ausfallen. Ende 2023 könnte das Wachstum zurückkehren. Die Arbeitslosenquote dürfte bis dahin auf 5 % steigen.

Inflationsdruck bleibt hoch

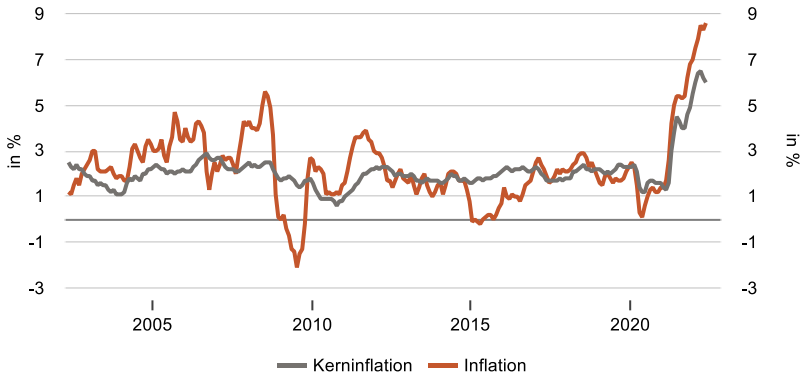
- Der Gesamtindex der US-Erzeugerpreise (PPI) ist im Mai um 0,8 % auf 10,8 % im Jahresvergleich gestiegen. Die Kernrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) stieg im Mai um 0,5 % auf 6,8 % im Jahresvergleich.
- Der Preisauftrieb für Vorleistungsgüter beschleunigte sich im Mai um 1,7 % und verzeichneten damit den stärksten Zuwachs seit Juni 2021. Die Preise für Materialien für das Verarbeitende Gewerbe stiegen um 2,1 %.
- Für 2022 erwarten wir nun eine Inflationsrate von 7,8 %. Im kommenden Jahr dürfte der Aufwärtsdruck nachlassen, sodass die Inflation auf 3,4 % sinken könnte.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Quelle: Macrobond Zeitraum: 05/2001 – 05/2022

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond Zeitraum: 05/2002 – 05/2022

Prognosen
Wichtigste Einschätzungen im Überblick

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.06.2022
* 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

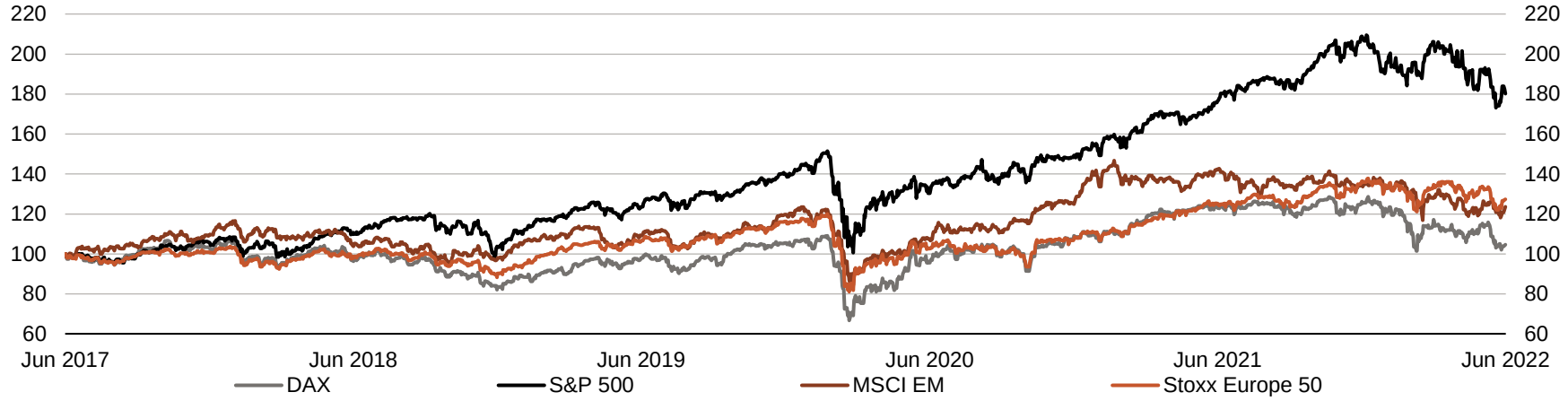
Volatilität dürfte in Q3 eher zu- als abnehmen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unsicherheit bleibt hoch

- Nachdem Anfang Juni die Volatilität wieder etwas abgenommen hat, rechnen wir mit einem erneuten Anstieg in Q3, wenn die Fed dem Markt weiter Liquidität entzieht und nicht mehr auf Autopilot unterwegs ist, sondern datenabhängig die Geldpolitik bestimmen wird. Insbesondere die Q2-Berichtssaison wird bei Anlegern hinsichtlich der Gewinnmargen und dem Ausblick im Fokus stehen. Zudem stehen im November noch die Zwischenwahlen in den USA an.
- Sollte die Volatilität jedoch wider Erwarten deutlich abnehmen und Aktien sich stärker erholen, dürften wieder mehr systematische Strategien in Aktien gedrängt werden. Das dürfte dann die Fallhöhe und damit auch die Volatilität im Falle adverser Neuigkeiten erhöhen. Angesichts all der Unsicherheit stellen wir uns weiterhin sehr breit bzgl. der Aktienregionen auf. Wir sind neben den USA und Europa in China sowie Lateinamerika investiert. China bietet für uns ein enormes Aufholpotenzial, sollte es zu einer Wiedereröffnung der Wirtschaft sowie einem Ende der Zero-Covid-Politik kommen. Lateinamerika dürfte zudem vom anhaltenden Rohstoffboom und den günstigen Bewertungen profitieren.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 28.06.2017 – 28.06.2022

Unternehmensgewinne
Gewinnerwartungen zu optimistisch

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

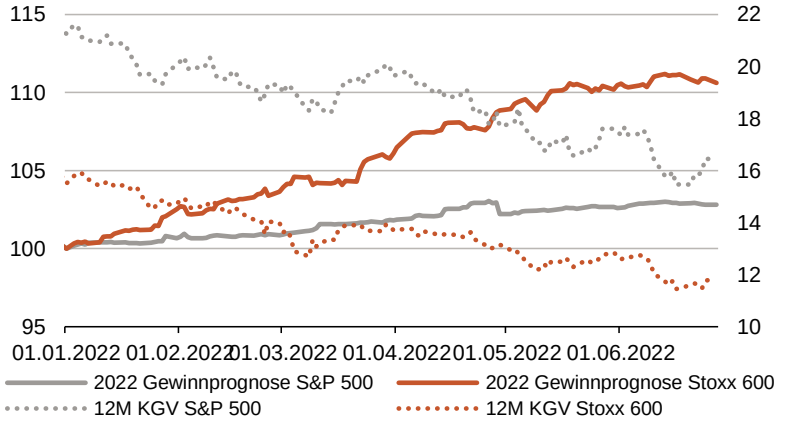
Gewinnmargen dürften unter Druck geraten

- Seit Jahresanfang sind die 2022er-Gewinnschätzungen für Europa als auch für die USA gestiegen. Dabei haben schon während der Q1-Berichtssaison viele Unternehmen ihre Gewinnprognosen kassiert. Einzelhandelsketten haben auf höhere Lagerbestände und sinkende Gewinnmargen hingewiesen, andere Unternehmen wie Amazon haben ausgeschriebene Stellen reduziert. Das perfekte Umfeld für die Gewinnmargen ist auf jeden Fall vorbei. Höhere Rohstoff- und Lohnkosten belasten ebenso wie die gestiegene Planungsunsicherheit aufgrund von Lieferengpässen und geopolitischen Risiken.

Analysten mit zunehmend negativen Gewinnrevisionen

- Momentan geht der Markt von einem 2022er-Gewinnwachstum von knapp 13% für Europa und 10% für die USA gegenüber dem Vorjahr aus. Realistische Schätzungen dürften mindestens 5% niedriger liegen. Die bald losgehende Q2-Berichtssaison dürfte mehr Klarheit bringen.
- Die Analysten beginnen auch bereits das schlechtere Wirtschaftsumfeld in den Gewinnschätzungen zu berücksichtigen. In den letzten Wochen haben die negativen Gewinnrevisionen überwogen. Dieser Trend dürfte vorerst auch anhalten.

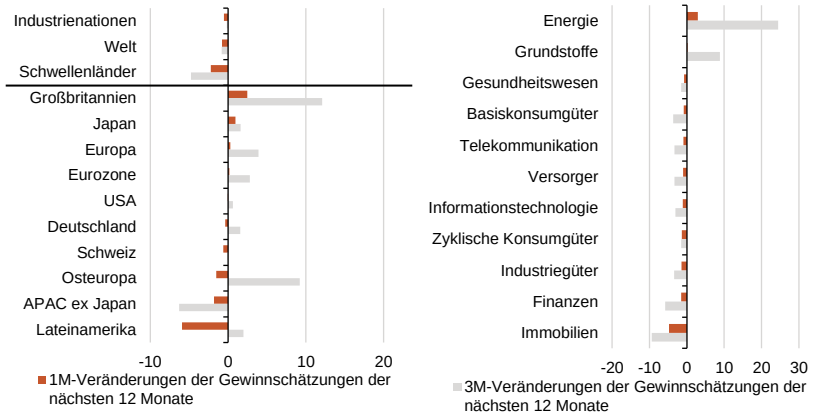
Gewinnprognosen zu optimistisch?



Quelle: Factset; KGV-Bewertung auf Basis der Gewinnschätzungen; 2022er-Gewinne (01.01.2022 = 100)

Zeitraum: 01.01.2022–17.06.2022

Negative Gewinnrevisionen nehmen zu



Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren

Stand: 28.06.2022

Bewertung & Sentiment

Rezession nun teilweise eingepreist

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

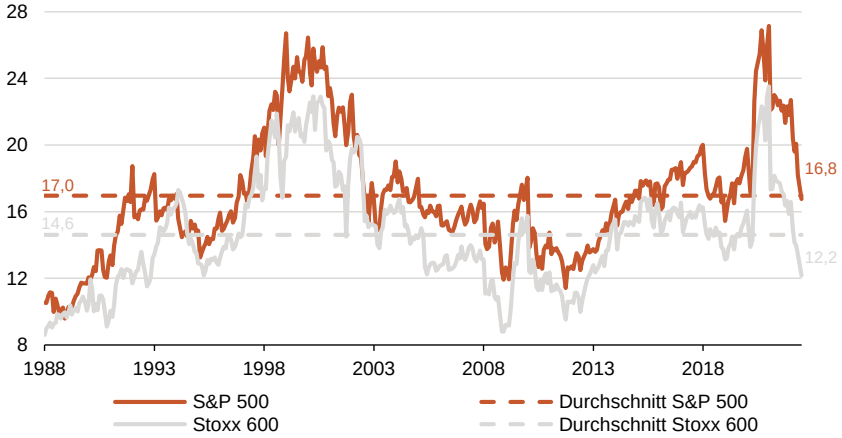
Bewertungsanpassung bereits merklich fortgeschritten

- Der deutliche und schnelle Anstieg der Realzinsen gepaart mit der quantitativen Drosselung der Zentralbanken hat zu einer Bewertungsanpassung, vor allem für teure US-Aktien, geführt. Das KGV für den S&P 500 ist seit Jahresanfang von 22,7 auf 16,8 gefallen. Damit sind US-Aktien nun nicht mehr teuer im Vergleich zur eigenen Historie bepreist. Europäische Aktien sind in dem Kontext sogar günstig auf Indexebene bewertet. Sie preisen schon eine deutliche Wirtschaftsverlangsamung ein, jedoch noch keine ausgeprägte Rezession.

Defensive Sektoren anfällig für Bewertungskorrektur

- In Europa sind vor allem zyklische Aktienmarktsegmente relativ günstig bewertet, während defensive Sektoren wie Versorger ambitionierter bewertet und somit anfällig für weitere Bewertungskorrekturen sind. Viele Anleger haben sich in diesem Jahr in „sicheren“ Geschäftsmodellen versteckt.
- Die günstige Bewertung bei einigen zyklischen Sektoren könnte jedoch trügerisch sein, da bei einer ausgeprägten Rezession die Gewinne unter Druck geraten und somit das Bewertungslevel bei gleichbleibenden Aktienkursen steigen dürften.

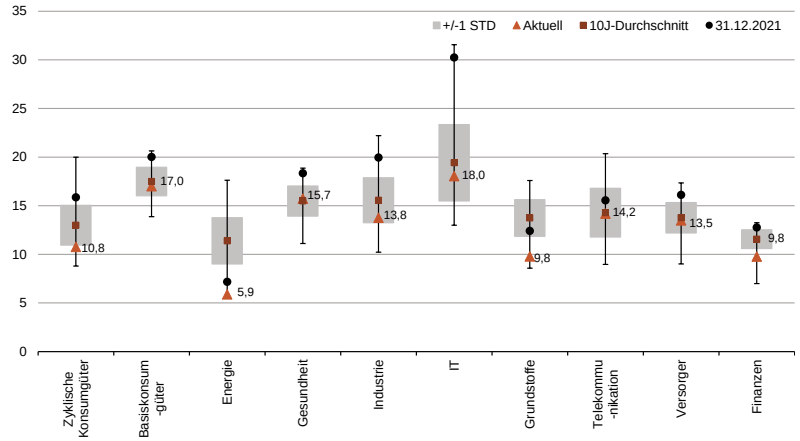
Aktien nun eher fair als teuer bewertet



Quelle: FactSet, Bloomberg

Zeitraum: 01.01.1988 - 28.06.2022

Defensive Sektoren anfällig für Bewertungskorrektur



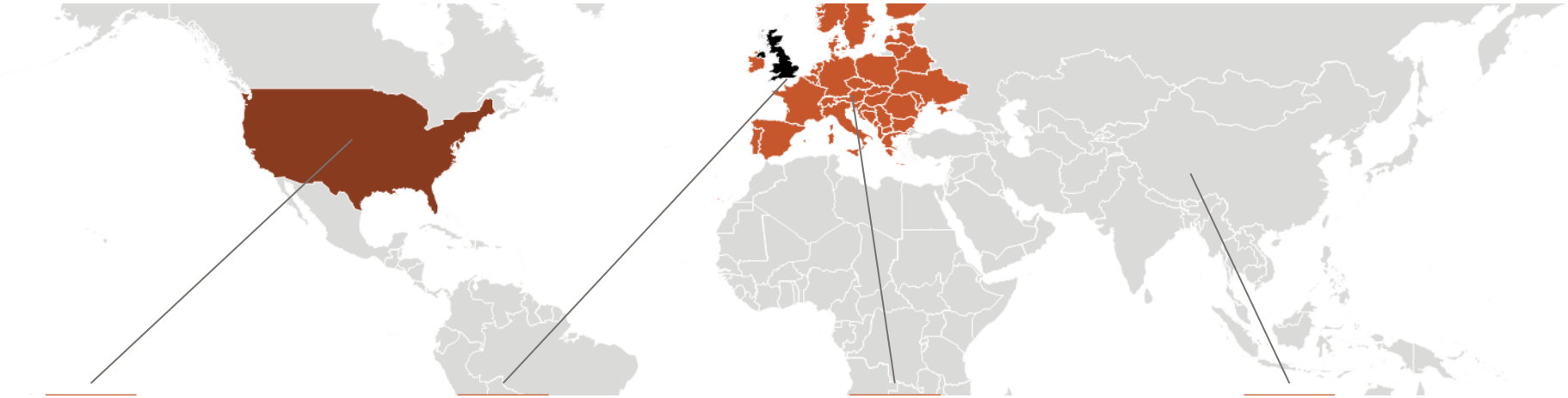
Quelle: Bloomberg, MSCI Europe

Stand: 28.06.2022

Aktien Allokation

China bietet Erholungspotenzial

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Die restriktive Politik der Fed und damit verbunden steigende Anleiherenditen dürften auf hochbewerteten US-Aktien lasten.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir US-Aktien 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 steigenden Zinsen und geopolitischen Risiken auszahlen sollte.
- Wir haben die Untergewichtung in Q1 durch den Kauf eines FTSE100-ETFs 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 auch in den letzten Monaten die stärksten Gewinnrevisionen verzeichnet haben.
- Die Chancen einer Markt-erholung in China sind aufgrund der zunehmenden Stimulus-programme und zuletzt etwas lockereren Covid-Politik gestiegen.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Indexprognosen	Aktuell 28.06.2022	31.12.2022	30.06.2023	Ø* in 12 Monaten
S&P 500	3.822	3.900	4.100	4.941
DAX	13.232	14.500	15.800	18.806
Euro Stoxx 50	3.549	3.800	4.000	4.809
MSCI Großbritannien	2.115	2.200	2.350	2.466

Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	2,1	7,3	29,3
DAX	-	9,6	19,4	42,1
Euro Stoxx 50	-	7,1	12,7	35,5
MSCI Großbritannien	-	4,0	11,1	16,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.06.2022
*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

U.S. Treasuries
3-Month
6-Month
12-Month
2-Year
3-Year
5-Year
7-Year
10-Year
Coupon
0.000
0.000
0.000
1.000
1.375
2.375
3.125
3.375
4.375
Maturity Date
11/18/2010
10/31/2011
11/15/2012
10/31/2014
10/31/2016
11/15/2019
11/15/2039
Current Price Yield
0 / .01
0.13 / .13
0.26 / .26
11-16+ / .72
9½ / 2.18
3.37
29
11/20

04 Anleihen

Staatsanleihen

Rezessionssorgen sorgen für Renditegegenwind

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

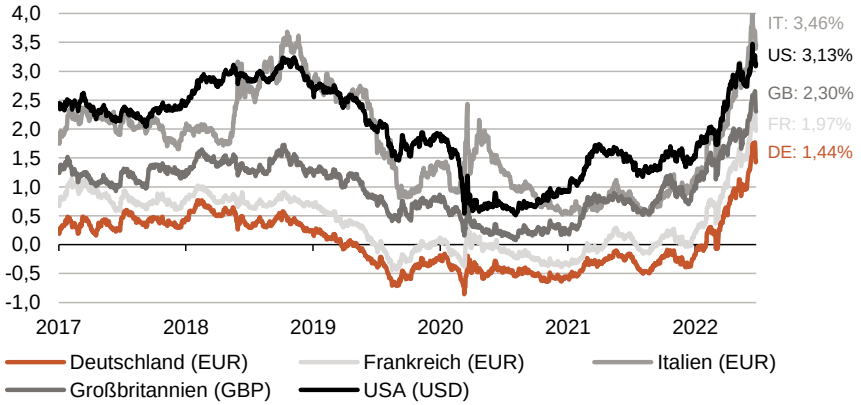
Renditeanstieg in Q2 ohne nachhaltigen Gegentreiber

- Im zweiten Quartal weiteten sichere Staatsanleihen ihre Verluste aus den ersten Monaten des Jahres aus. Das aus dem Ukraine-Krieg resultierende Sicherheitsbedürfnis konnte den Trend steigender Renditen nicht nachhaltig brechen. Stattdessen dominierten die hohe Inflation und die Erwartungen auf Zinsanhebungen der Zentralbanken die Märkte.
- Im Zuge dessen notierten die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen zwischenzeitlich bei 1,8% – dem höchsten Niveau seit 2014. Die Renditen 10-jähriger Treasuries erreichten zwischenzeitlich bei 3,5% den höchsten Wert seit 2011. Zuletzt sind die Renditen aufgrund zunehmender Rezessionssorgen gefallen.

Steilheit der US-Renditestrukturkurve gegen Null

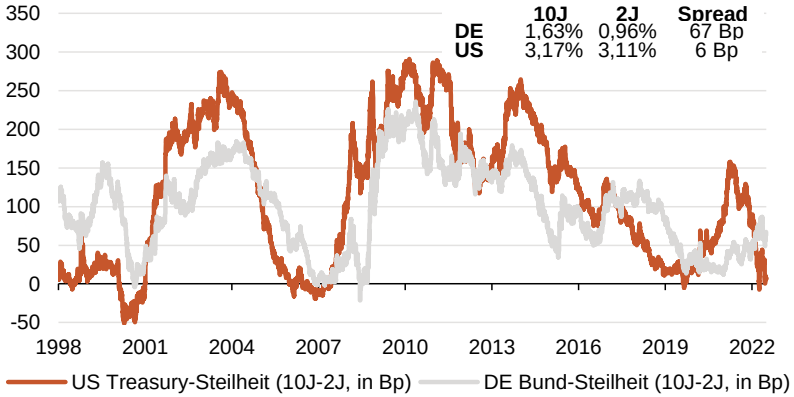
- Die US-Renditestrukturkurve (10J-2J) erfuhr bei deutlich negativen Konjunkturüberraschungen Gegenwind. Infolgedessen hat die Steilheit der Kurve mit aufgrund zunehmender Rezessionsängste im Risk-Off-Umfeld zuletzt merklich abgenommen und bewegte sich weiter auf die Nullgrenze zu. So notierte die US-Kurve zuletzt lediglich bei einem Wert um 6 Basispunkte.
- Während die Märkte für die Fed knapp über 7 Zinsschritte à 25 Bp bis Jahresende preisen, sind es für die EZB knapp 15 Zinsschritte à 10 Bp. Bis Mai 2023 sind für die EZB sogar insgesamt knapp 220 Basispunkte gepreist.

Renditen sicherer Staatsanleihen unter Rezessionsdruck



Quelle: Bloomberg Zeitraum: 01.01.2017 - 28.06.2022

US-Renditestrukturkurve verflacht sich weiter



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.1998 – 28.06.2022

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Risikoprämien halten am Aufwärtstrend fest

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

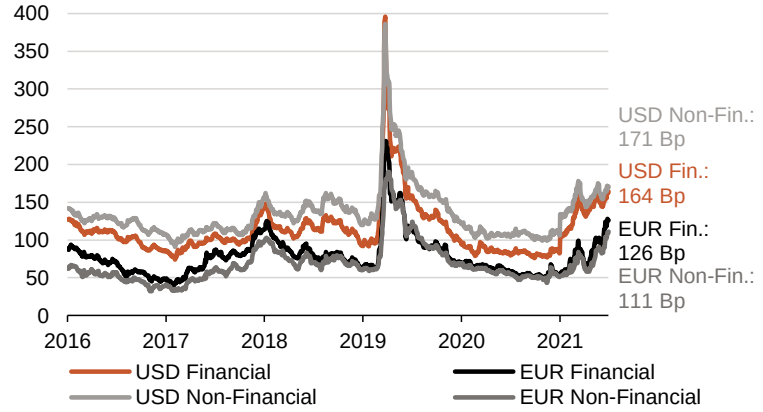
Unternehmensanleihen mit weiteren Spreadausweitungen

- An den Märkten für europäische Unternehmensanleihen des Investmentgrade-Segments blicken wir Ende Q2 auf den schlechtesten Jahresstart zurück. Die toxische Kombination aus steigenden Zinsen und Spreadausweitungen drückte die Anlageklasse seit Jahresbeginn deutlich ins Minus. Selbst eine Effektivverzinsung von inzwischen fast 3,2% p.a. konnte bisher keine neuen Investorengelder anlocken. So sahen EUR-Finanzanleihen eine Spreadausweitung von 29 Basispunkten, während es bei Unternehmensanleihen 25 Basispunkte waren. Bei US-Finanzanleihen als auch bei US-Unternehmensanleihen sind die Risikoaufschläge über die letzten vier Wochen um je 15 und 12 Basispunkte gestiegen.

Schwellenländer: Hochzinsanleihen zunehmend attraktiv

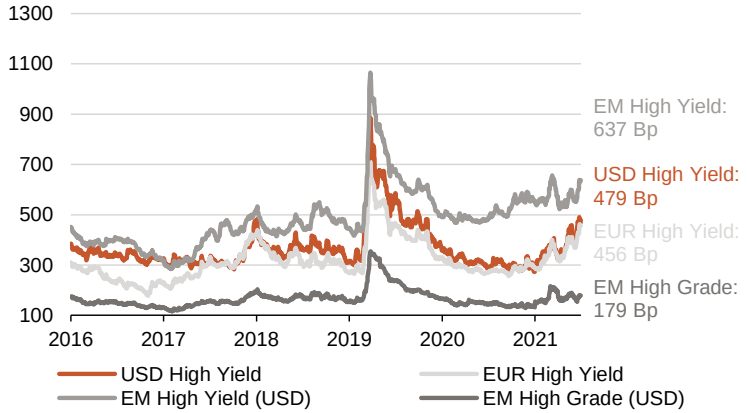
- Das zweite Halbjahr war bei Schwellenländeranleihen von einer merklichen Heterogenität gekennzeichnet. Die Belastungsfaktoren waren weder regional noch innerhalb der Anlagesegmente gleichmäßig verteilt. Während Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung aufgrund der höheren Gewichtung russischer und ukrainischer Vermögenswerte sowie ihrer hohen Sensitivität gegenüber steigenden US-Treasuries stark an Wert verloren haben, schnitten Lokalwährungsanleihen deutlich besser ab. Den größten Teil der Kapitalabflüsse sehen wir hinter uns. Vor allem die Hochzins-Risiko-prämien sind auf sehr attraktive Niveaus gestiegen.

Risikoaufschläge ununterbrochen nach oben



Quelle: Factset Zeitraum: 01.01.2017 - 28.06.2022

Spreads bei EM-High Yield zuletzt deutlich gestiegen



Quelle: Factset Zeitraum: 01.01.2017 - 28.06.2022

Kapitalmarktstrategie
Anleihen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Kernsegmente

Staatsanleihen
Untergewichten

- Im Falle hoher Bonitäten bleiben sichere Staatsanleihen in Risk-Off-Phasen grundsätzlich gefragt.
- Wir rechnen mit weiterhin steigenden Renditen, wenngleich der Markt bereits einiges eingepreist hat. Die Duration sollte kurz gehalten werden. Wenn auch noch nicht absolut, macht der deutliche Renditeanstieg das Anlagesegment zunehmend attraktiver.

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 Schwellenländer-investments, insbes. 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

Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	28.06.2022	31.12.2022		30.06.2023	
	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	1,50-1,75	3,25-3,50	3,45	3,50-3,75	3,75
10J US-Rendite	3,17	3,20	3,17	3,40	3,26
Eurozone					
Leitzins	0,00	1,00	1,15	1,00	1,55
10J Bund-Rendite	1,62	1,50	1,21	1,70	1,30
Großbritannien					
Leitzins	1,25	2,00	1,90	2,50	2,00
10J Gilts-Rendite	2,46	2,40	2,03	2,60	2,01

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.06.2022
*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

05 Rohstoffe

Rohöl

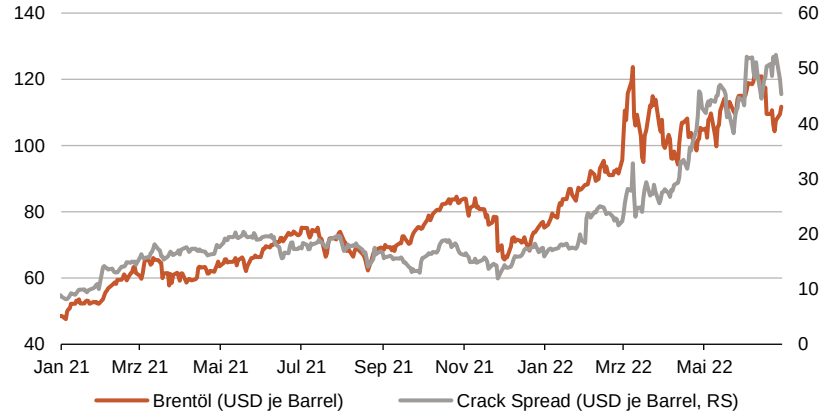
Der Ölpreis bleibt hoch und volatil

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Das Angebot bleibt knapp, die Nachfrage noch robust

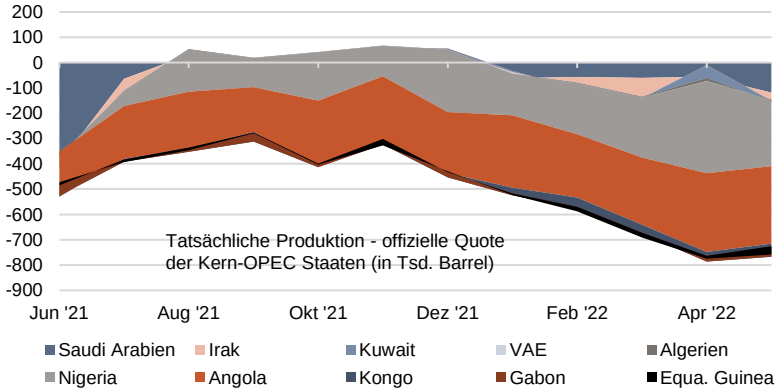
- Rohöl setzte seine Achterbahnfahrt im zweiten Quartal weiter fort. Der Markt schwankte zwischen Rezessionsängsten im Westen, den Corona-Lockdowns in China und den Verhandlungen um ein Öl-Embargo der EU.
- Letzteres erfordert in den kommenden Monaten eine großangelegte Umverteilung russischen Öls Richtung Asien. Zusammen mit den Schwierigkeiten der OPEC+ die offiziellen Förderquoten zu erfüllen, der anhaltenden Investitionszurückhaltung der US-Schieferölindustrie und geringen Lagerbeständen spricht vieles für ein weiter knappes Angebot.
- Die Nachfrage wiederum steigt typischerweise in den Sommermonaten aufgrund der „Driving-Season“ in den USA und der „AirCon-Season“ im mittleren Osten. Eine Rezession würde sich zwar gewiss negativ auf Nachfrage und Preis auswirken, allerdings ist hier entscheidend, ob es sich lediglich um lokale Phänomene oder eine globale Rezession handelt. Letztere ist aufgrund der asynchronen Entwicklung Chinas (dem zweitgrößten Ölkonsumenten der Welt) relativ unwahrscheinlich.
- Zudem lässt sich aktuell noch keine Abkühlung der Nachfrage beobachten. Zwar bringen Rezessionsängste Rohöl immer wieder kurzzeitig zu Fall, schaut man aber auf den Crack-Spread (Indikator für die Profitabilität von Raffinerien), signalisiert dieser noch keine Schwäche des Endverbrauchers. In Summe dürften der Ölpreis und auch die Volatilität aufgrund der großen Konjunkturunsicherheit vorerst hoch bleiben.

Stark gestiegener Crack Spread signalisiert Knappheit



Quelle: Bloomberg Zeitraum: 01.01.2021 – 28.06.2022

OPEC-Produktion bleibt weiter hinter Zielen zurück



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 30.06.2021 – 31.05.2022

Edel- und Industriemetalle

Industriemetalle mit kurzfristigem Dämpfer

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

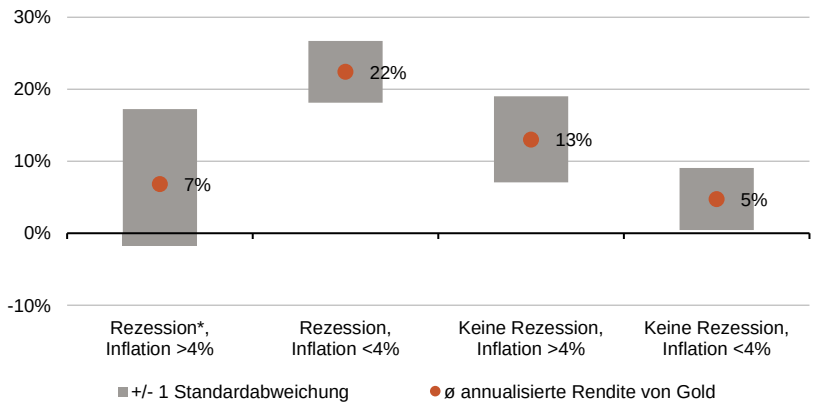
Zwischen höheren Realzinsen, Rezession und Inflation

- Gold musste die im Zuge des Kriegsausbruchs verbuchten Gewinne im zweiten Quartal wieder vollständig abgeben. Gegenwind kam dabei vor allem aus Richtung des starken US-Dollars.
- Die aufkeimenden Rezessionssorgen boten Gold indes bisher wenig Unterstützung. Denn obwohl Anleger sich zunehmend Sorgen um die Konjunktur machen, rechnen sie untypischerweise trotzdem mit weiter restriktiven Zentralbanken. In unserem Basisszenario einer inflationsinduzierten Rezession bleibt die Volatilität hoch und das Potenzial für Gold vorerst begrenzt.
- Aufgrund der großen Unsicherheit ist es als Absicherung jedoch weiter wichtiger Bestandteil unserer Portfolios.

Langfristiger Aufwärtstrend vollständig intakt

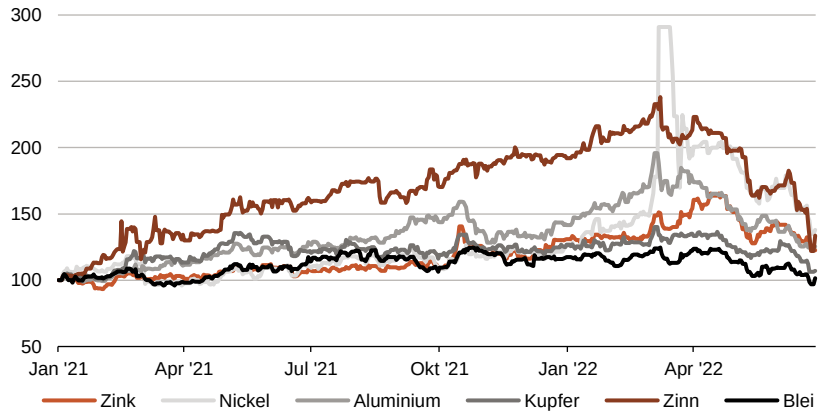
- Industriemetalle wurden in Q2 gleich doppelt getroffen. Zum einen belasteten die Rezessionssorgen den Nachfrageausblick. Zum anderen drückten die Lockdowns in China auf die tatsächliche Nachfrage. So ging die Aktivität im Wohnungsbau im Mai um 42% ggü. dem Vorjahr zurück.
- Kurzfristig steht der voraussichtlichen Erholung Chinas die wahrscheinliche Rezession im Westen gegenüber, sodass in Summe das Potenzial begrenzt ist. Der langfristige Aufwärtstrend bleibt von all dem unberührt. Dabei treffen rohstoffhungrige Investitionen in grüne Technologie, Verteidigung und Lieferketten auf ein darauf unzureichend vorbereitetes Angebot.

Potenzial bei Rezession und hoher Inflation begrenzt



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.1970 – 31.05.2022
*OECD-Frühindikator unter 100 und fallend, US CPI

Industriemetalle mit kurzfristigem Dämpfer



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2021 – 28.06.2022

06

Währungen

Marktentwicklung
Geld & Währung

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

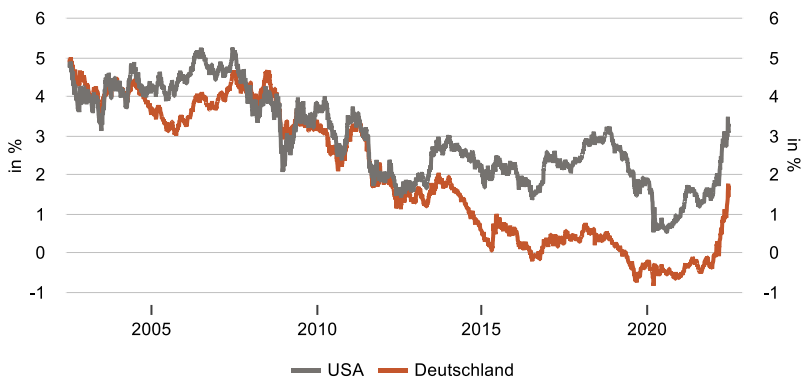
Zentralbanken setzen Euro weiter unter Druck

- Die Ankündigung der EZB, die Zinswende im Juli einzuleiten, hat dem Euro nicht geholfen. Er fiel zeitweilig unter die Marke von 1,04 US-Dollar je Euro. Solange die EZB weniger entschlossen vorgeht als die Fed & Co., hat es der Eurokurs schwer.
- Die überraschende Zinserhöhung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) hat dem Franken weiteren Auftrieb gegeben. Der Schweizer Franken erreichte so jüngst die Parität gegenüber dem Euro. Die SNB behält sich vor, am Devisenmarkt zu intervenieren – ggf. sogar um den Franken zu stärken und so die Inflation zu dämpfen.

Währungsprognosen: Euro bleibt vorerst schwach

- Angesichts der konjunkturellen Eintrübung und der wohl bevorstehenden Rezession wird die EZB den Leitzins kaum über 1,0 % anheben. Die geldpolitische Wende würde damit vergleichsweise moderat ausfallen. Das begrenzt das Potenzial des Euro am Devisenmarkt.
- Wir sehen bis Jahresende keine nennenswerte Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar, Schweizer Franken und dem Britischen Pfund. Erst 2023 dürfte der Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken wieder leicht zulegen.

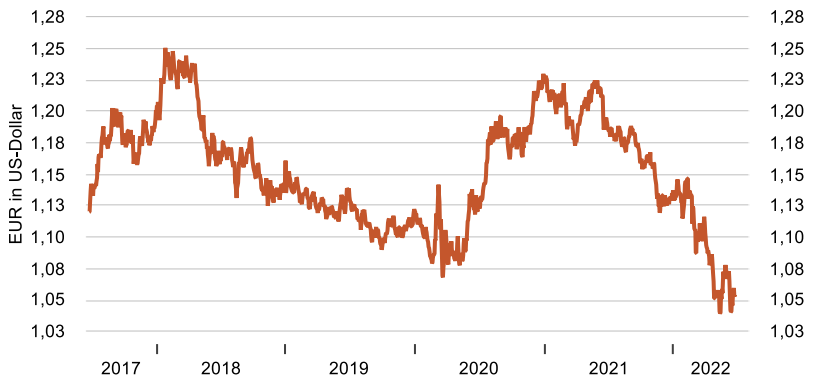
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2022

Wechselkurs EUR/US-Dollar



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2017 – 06/2022

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	28.06.2022	31.12.2022		30.06.2023	
Wechselkursprognosen	**Aktuell**		**Ø***		**Ø***
EUR/USD	1,05	1,05	1,09	1,08	1,10
EUR/GBP	0,86	0,85	0,86	0,85	0,87
EUR/CHF	1,01	1,01	1,04	1,04	1,04
EUR/JPY	143	142	140	146	140
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	0,2	-3,5	-2,6	-4,4
GBP	-	1,6	0,4	1,6	-0,8
CHF	-	-0,3	-3,2	-3,2	-3,2
JPY	-	0,8	2,3	-1,9	2,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.06.2022
*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
Chefstratege 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