



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

November | 2022

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 26.10.2022



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktienquote antizyklisch auf neutral angehoben	4
02	Volkswirtschaft Das Warten auf den Winter: Wie stark treffen Energiekrise und Inflation die europäische Wirtschaft?	9
03	Aktien Keine nachhaltige Erholung ohne Fed-Pause	14
04	Anleihen Renditen sicherer Staatsanleihen auf neuen Jahreshochs	20
05	Rohstoffe Gold braucht Wende der Fed, Öl und Industriemetalle halten sich robust	25
06	Währungen Der Euro bleibt schwach. Eine straffere EZB-Politik könnte den Eurokurs zumindest etwas stützen	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



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 (26.09.22 - 24.10.22)	■ YTD (31.12.21 - 24.10.22)	24.10.21	24.10.20	24.10.19	24.10.18	24.10.17
			24.10.22	24.10.21	24.10.20	24.10.19	24.10.18
Brent	9,6	67,0	60,9	117,0	-41,5	-11,3	44,5
Aktien Industrienationen	-9,8	1,0	-5,3	33,9	4,6	16,6	3,0
Euro-Übernachteinlage	-0,3	0,0	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Industriemetalle	-0,2	-1,7	1,0	43,6	-2,1	4,2	-6,6
EUR Staatsanleihen	-11,0	-0,3	-11,1	-1,3	0,9	5,7	-1,0
Gold	-1,0	3,8	8,5	-4,0	18,4	25,1	-0,2
EUR Unternehmensanleihen	-16,0	-1,5	-16,0	0,1	1,3	5,8	-0,3
Globale Wandelanleihen	-10,9	-1,7	-14,0	24,8	27,1	9,5	-0,4
USD/EUR-Wechselkurs	-2,7	15,2	17,9	1,9	-6,4	2,6	3,2
Aktien Emerging Markets	-19,1	-7,5	-21,0	18,2	5,0	14,6	-9,5
REITs	-23,3	-7,9	-15,9	33,4	-20,2	26,2	0,7
Aktien Frontier Markets	-19,1	-10,0	-18,7	33,1	-6,3	14,6	-11,1

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

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

Zeitraum: 24.10.2017 – 24.10.2022

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Der Inflationsdruck bleibt hoch und Europa steckt in der Energiekrise. Verbraucher sind vor dem Winter verunsichert.
- Die Risiken und Belastungsfaktoren führen in die Rezession, auch wenn die Arbeitsmärkte noch robust sind.
- Notenbanken müssen die Geldpolitik weiter straffen, auch wenn sich die Konjunktur eintrübt.

Aktien



- Negative Gewinnrevisionen setzten sich während der Q3-Berichtssaison fort, im Einklang mit der Konjunkturuntrübung.
- Die höheren Risiken in Europa gehen mit niedrigeren Bewertungskennzahlen einher. Europa bietet Aufholpotenzial.
- Geringe Anlegerpositionierung dürfte Abwärtspotenzial limitieren. Weitere Bärenmarktrallye scheint kurzfristig möglich.

Anleihen



- Renditeanstieg sicherer Staatsanleihen auf neue Jahreshochs. Steilheit der US-Renditestrukturkurve weiter invers.
- Anstieg der Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen setzt sich fort. Schwellenländeranleihen mit Spreadausweitungen.
- Wir gewichten Anleihen unter und bleiben bei Kreditrisiken weiterhin vorsichtig positioniert. Duration: weniger kurz als zuvor.

Alternative Investments / Rohstoffe



- OPEC+ kürzt Produktion, USA gibt weitere Reserven frei. Angebot bleibt mittelfristig knapp und Ölpreis damit gut unterstützt.
- Gold bleibt belastet durch hohe Realzinsen. Geldpolitische Wende für Aufwärtstrend nötig. Diversifikationseffekt aktuell begrenzt.
- Industriemetalle kurzfristig durch Nachfragerisiken belastet, aber auch das Angebot schwächelt. Superzyklus bleibt intakt.

Währungen

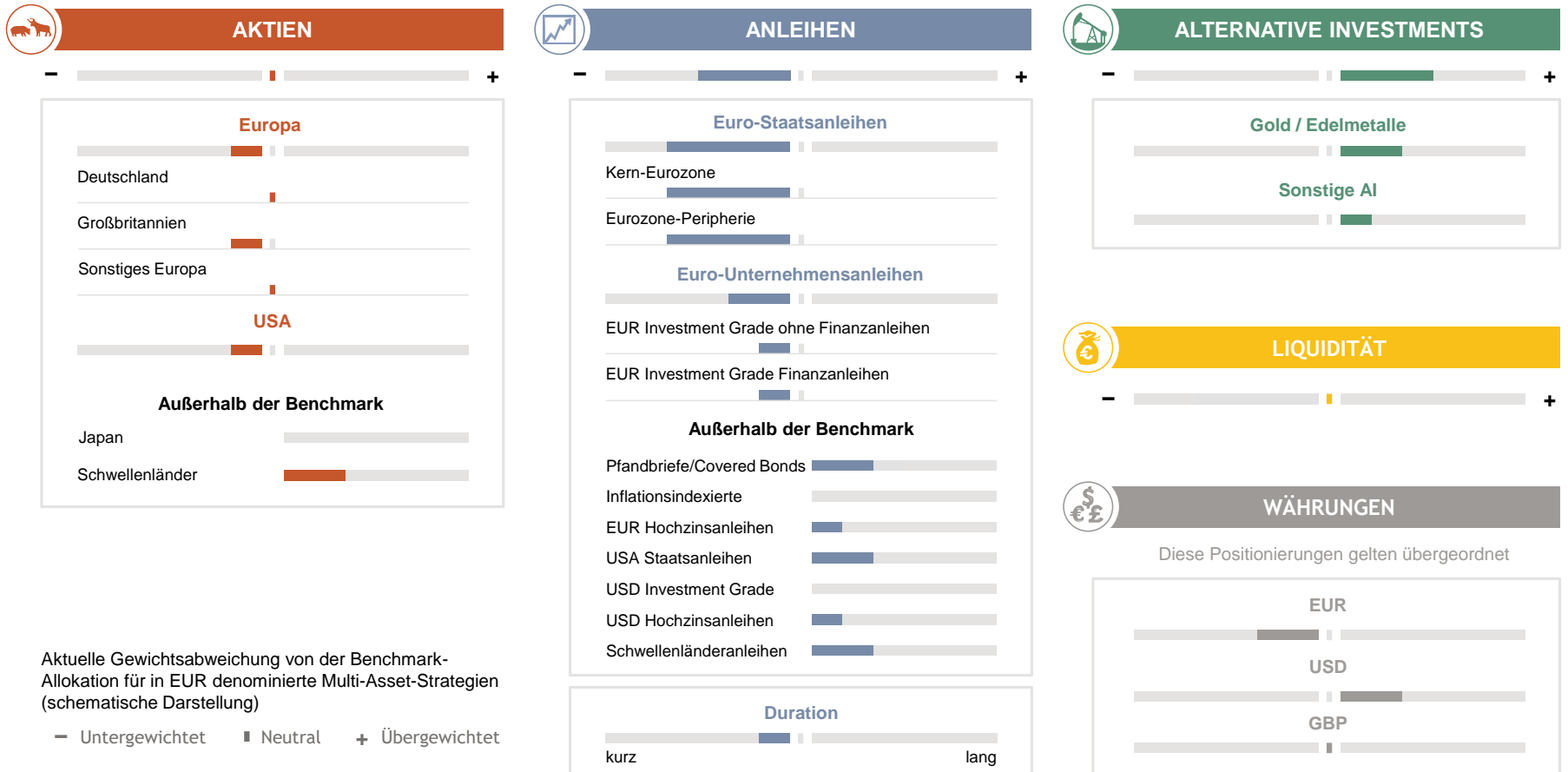


- Der Euro bleibt unter Druck. Insbesondere die Ungewissheit über die wirtschaftlichen Folgen der Energiekrise belasten.
- Die EZB ist nun auf Straffungskurs. Neben den Zinserhöhungen gerät allmählich das Thema Bilanzabbau in den Fokus.
- Trotz Straffungskurs der EZB bleibt der Euro gegenüber US-Dollar und Schweizer Franken unter der Parität.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Quelle: Berenberg

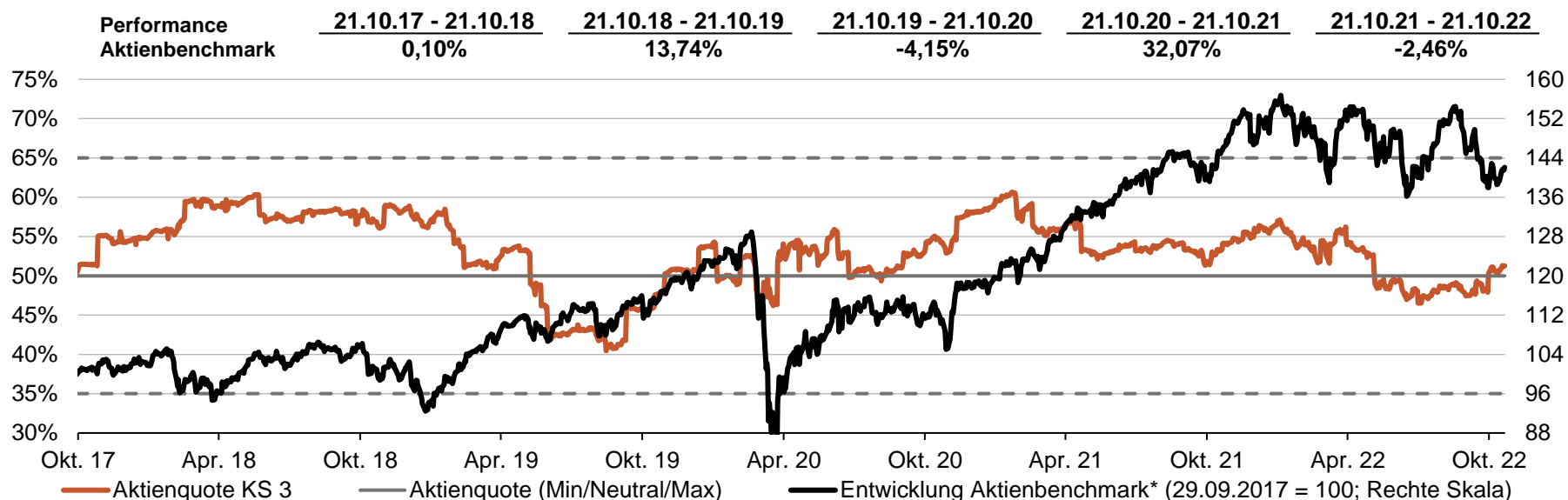
Darstellung per 24.10.2022

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

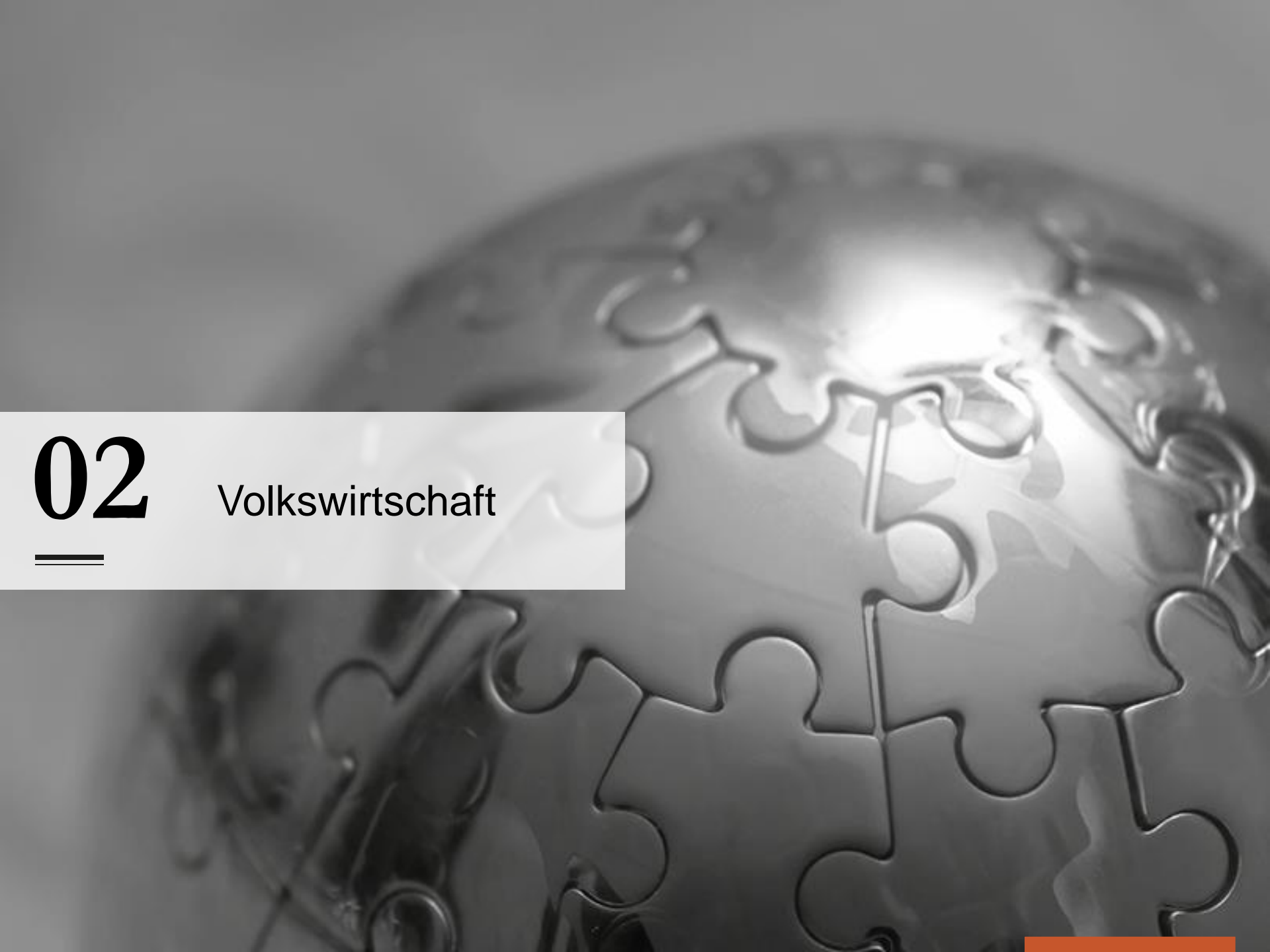


Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 21.10.2017 – 21.10.2022
 Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir hatten unsere Aktienquote von April bis Juni in mehreren Schritten reduziert. Darüber hinaus hatten wir nach dem massiven Zinsanstieg eine Position in US-Treasuries aufgebaut. Auch in Europa haben wir in mehreren Schritten in Staatsanleihen mit langer Duration investiert, um unser Anleiheuntergewicht mit Blick auf die schwelende Energiekrise und drohende Rezession zu reduzieren.
- Im September haben wir dann nach den höher als erwarteten US-Inflationszahlen unsere Aktienquote wieder antizyklisch auf neutral aufgestockt. Die rekordverdächtige negative Anlegerstimmung und -positionierung sprechen für ein begrenztes Abwärtspotenzial. Sollte es hingegen positive Nachrichten geben, dürfte es zu einem breiten Short-Covering und steigenden Märkten kommen. Fundamental spricht gleichzeitig vieles dafür, dass es eine erneute Bärenmarktrallye sein könnte. Denn solange die Konjunktur- und Inflationsdaten nicht deutlich schwächeln, wird die Fed die Zinsen vorerst weiter anheben. Für ein Aktienübergewicht ist es daher noch zu früh. Unser Fokus auf Qualitätsaktien dürfte sich in dem weiter unsicheren Umfeld wieder mehr bezahlt machen.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

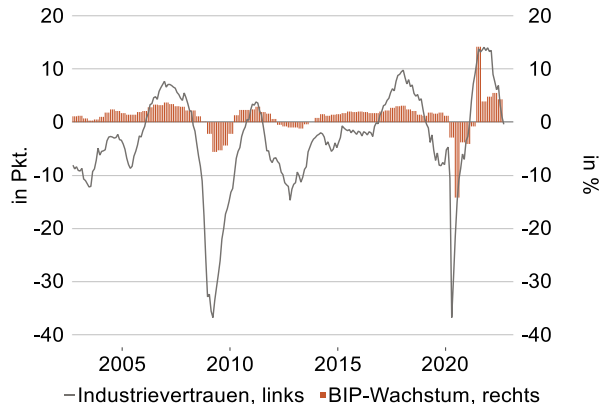


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Einkaufsmanagerindizes sinken weiter

- Nachdem das Verbrauchervertrauen auf ein Rekordtief gesunken ist, bekommen immer mehr Unternehmen den Druck zu spüren. Angesichts der extrem hohen Energiepreise haben die Verbraucher weniger Geld für andere Waren und Dienstleistungen zur Verfügung.
- Der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone ist im Oktober um 1,0 Punkte auf 47,1 Punkte gefallen. Haupttreiber für den Rückgang ist die Industrie. Ein ähnliches Bild ergibt sich für die deutsche Wirtschaft: Der Einkaufsmanagerindex (Industrie und Dienstleistungen) ist um 1,6 auf 44,1 Punkte gesunken. Werte unter 50 Punkten signalisieren wirtschaftliche Kontraktion.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen

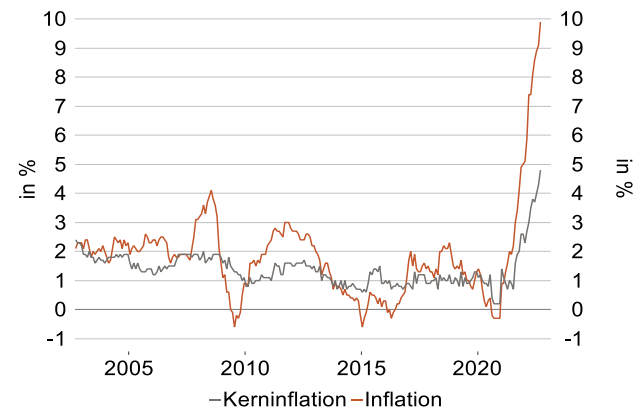


Zeitraum: 09/2002 – 09/2022

Die Inflation bleibt hoch

- Nach dem Rekordanstieg der Preise im Vormonat gab es im September einen erneuten Rekordwert: Mit einem Plus von 9,9 % gegenüber dem Vergleichsmonat im Vorjahr kratzt die Inflationsrate erstmals an der Zweistelligkeit. In den verbleibenden Monaten dieses Jahres dürfte die Inflation nicht nennenswert sinken, sondern auf hohem Niveau verharren. Zusätzliche Unsicherheit für den Inflationsausblick bringen die politischen Preisbremsen.
- Bemerkenswert bleibt die Bandbreite der Inflationsraten unter den Euro-Teilnehmerländern – sie reicht im September von +6,2 % in Frankreich bis 24,2 % in Estland.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Zeitraum: 09/2002 – 09/2022

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

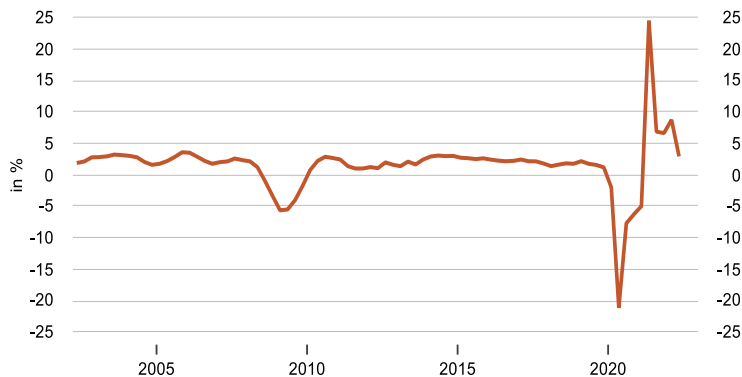


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Truss tritt ab, Sunak kommt

- Letzten Donnerstag hat die – eigentlich immer noch frisch gebackene – britische Premierministerin Liz Truss bereits wieder ihren Rücktritt angekündigt. Ungewöhnlich schnell konnte ein Nachfolger als Parteichef und Premierminister gefunden werden: Ex-Kanzler Rishi Sunak. Der Weg für Sunak war schnell frei geworden, nachdem Boris Johnson erklärt hatte, nicht erneut kandidieren zu wollen.
- Sunak hat sich als Kanzler während der Pandemie einen guten Ruf erarbeitet. Zudem hatte er vor den „Trussonomics“ gewarnt, die kürzlich zu Marktturbulenzen geführt haben. Seine damaligen Warnungen erhöhen nun seine Glaubwürdigkeit.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



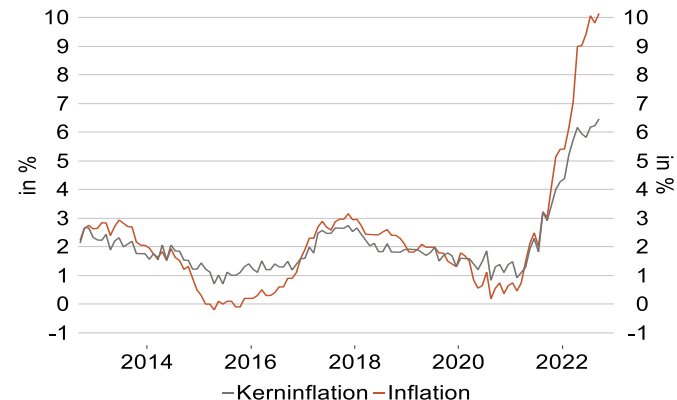
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2022

Rücktritt von Truss nimmt Druck von Bank of England

- Die Bank of England (BoE) setzt bisher auf kleinere Zinsschritte beim Kampf gegen die Inflation. Während die Schwedische Zentralbank den Leitzins um 100 Basispunkte erhöht hat und die Fed sowie die EZB mit 75er-Schritten gegen die Inflation kämpfen, setzt die BoE bisher auf 25er und 50er-Schritte.
- Da die „Trussonomics“ nun doch nicht kommen, hat die Unruhe an den Märkten abgenommen. Das kommt der Bank of England entgegen. Wir erwarten nun, dass der Leitzins in der Spitze nur noch auf 3,75 % und nicht mehr auf 4,00 % steigen wird. Ein kräftige Straffung der Geldpolitik bleibt das aber dennoch gemessen am aktuellen Leitzins von 2,25.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2012 – 09/2022

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

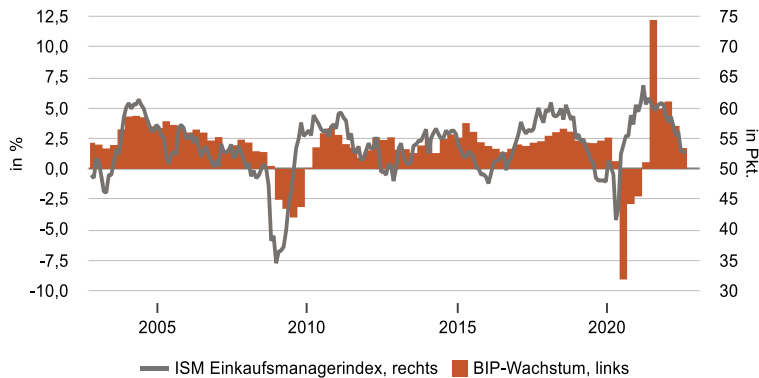


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wohnungsmarkt: Schwächere Nachfrage

- Schwache Daten zum Immobilienmarkt: Die Daten deuten auf einen stärkeren Einbruch bei Verkaufsvolumen, Hauspreisen, Stimmung und Bautätigkeit im September hin. Dem Case-Shiller-Hauspreisindex zufolge sind die Hauspreise im Juli im Vergleich zum Vormonat um 0,2 % gesunken. Mittelfristig ist mit einem weiteren Rückgang zu rechnen. Steigende Zinssätze und sinkende Preiserwartungen beeinträchtigen die Nachfrage und schränken das Angebot ein.
- Die nachlassende Nachfrage hat sich auch auf den Bausektor ausgewirkt, in dem die Aktivität im Jahresvergleich stark nachgelassen hat. Die Zahl der Baubeginne ging im September auf 1,44 Millionen zurück.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



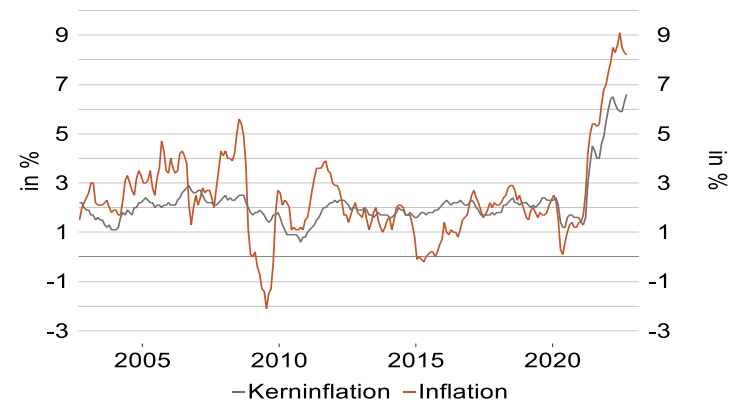
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2001 – 08/2022

Anzeichen für konjunkturelle Abkühlung

- Das „Beige Book“ (Konjunkturbericht der Fed) vom Oktober deutet auf eine weitere Abkühlung der Arbeitsnachfrage, einen erhöhten, aber nachlassenden Preisdruck und eine zunehmend pessimistische Einschätzung der Unternehmen hin. Dies steht im Einklang mit unserer Auffassung, dass sich der Disinflationprozess noch in einem frühen Stadium befindet.
- Einige regionale Federal Reserve Banks weisen darauf hin, dass es den Unternehmen schwerer falle, höhere Kosten an die Verbraucher weiterzugeben. Dagegen berichteten die Unternehmen überwiegend, dass der Preisdruck weiterhin hoch sei. Die Preisgestaltungsmacht sei trotz schwächerer Verbrauchernachfrage weiter erheblich.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond







Zeitraum: 09/2002 – 09/2022

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.10.2022

* 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

Keine nachhaltige Erholung ohne Fed-Pause

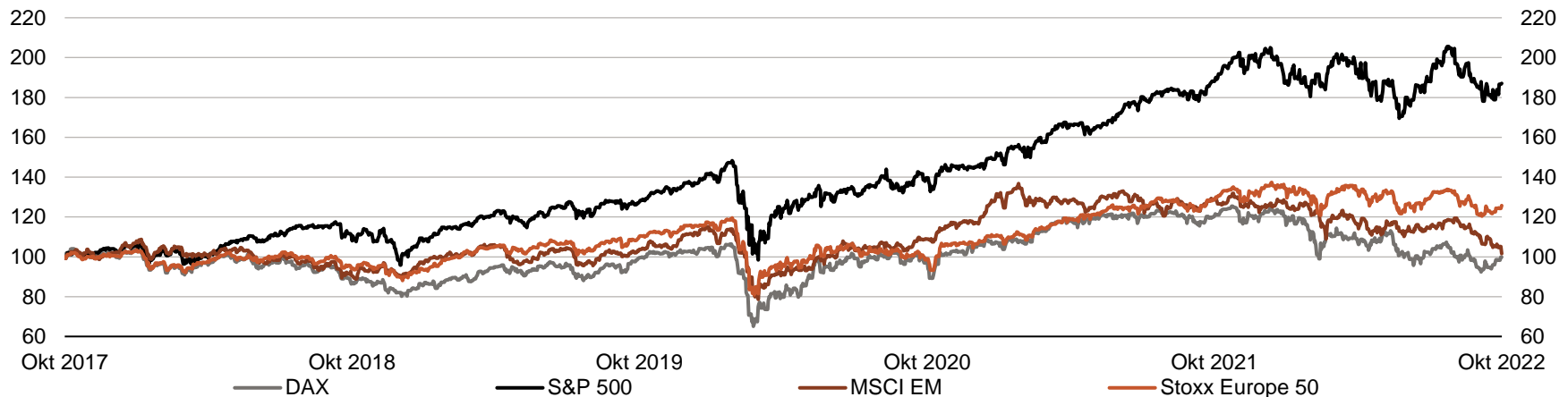


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Q3-Berichtssaison stützt Aktienmärkte

- Trotz steigender Zinsen und trüberem Wirtschaftsausblick erholten sich die Aktienmärkte jüngst von ihren Jahrestiefs. Unterstützung kommt vor allem von der besser als von vielen Bären erwarteten Q3-Berichtssaison. Von den knapp 100 Unternehmensberichten (20% des S&P 500) haben fast 75% die Erwartungen übertroffen. Zum anderen gibt es aufgrund der extrem negativen Anlegerstimmung und der damit einhergehenden geringen Risikopositionierung wenige inkrementelle Verkäufer. Obendrein starten die Unternehmen bald wieder ihre Aktienrückkaufprogramme. Damit dürfte eine weitere Abwärtsbewegung ohne einen erneuten negativen Auslöser (z.B. Inflationsdaten, Fed) vorerst begrenzt sein. Fundamental betrachtet, dürfte es dennoch zunächst bei einer erneuten Bärenmarktrallye bleiben, die irgendwann wieder abverkauft wird. Denn solange die Konjunktur- und Inflationsdaten nicht deutlich schwächeln und der Stress in den Märkten – insbesondere den Anleihemärkten – nicht überhandnimmt, wird die Fed weiter den Zinserhöhungskurs fahren und die erwarteten Realzinsen hoch halten. Erst wenn die Fed eine Zins-Pause signalisiert, ist mit einer nachhaltigeren Erholung bei Aktien zu rechnen.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 24.10.2017 – 24.10.2022

Unternehmensgewinne

Gewinndruck weitet sich aus



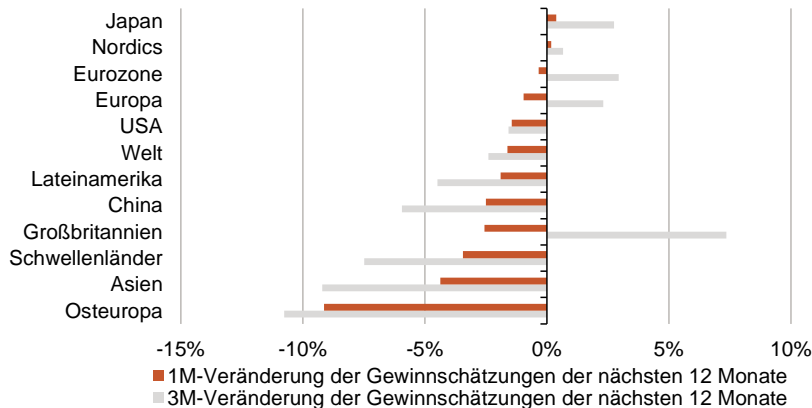
Pessimismus bei Gewinnschätzungen

- Die Analysten schätzen die nähere Zukunft für die Unternehmen immer herausfordernder ein. Steigende Energiekosten, insbesondere in Europa, hohe Lagerbestände und erste Anzeichen einer Nachfrageschwäche bringen Gegenwind. In den letzten vier Wochen haben die Analysten die Gewinnschätzungen entsprechend weltweit weiter heruntergenommen.
- Regional gab es vor allem in Asien, Großbritannien und Osteuropa Anpassungen nach unten, jedoch mehren sich diese auch in den USA. Mehrheitlich positive Revisionen tätigten die Analysten für die Nordics und Japan.

Negative Gewinnrevisionen bei Energie und Grundstoffen

- Die Risiken von allen Seiten (Druck durch Inflation und Energieengpässe, Lieferkettenprobleme, Nachfrageschwäche und Personalmangel) machen sich bei den Unternehmensgewinnschätzungen deutlich bemerkbar. In Europa wurden auf Sektorebene insbesondere die Gewinnerwartungen für Grundstoffe, Energie und Industriegüter über den letzten Monat heruntergenommen.
- Mit der Q3-Berichtssaison sind dagegen die Gewinnerwartungen für Versorger, Finanzunternehmen, Gesundheitsaktien und Konsumgüter in Europa von den Analysten nach oben revidiert worden. Insgesamt erwarten wir jedoch, dass die negativen Revisionen weiter anhalten.

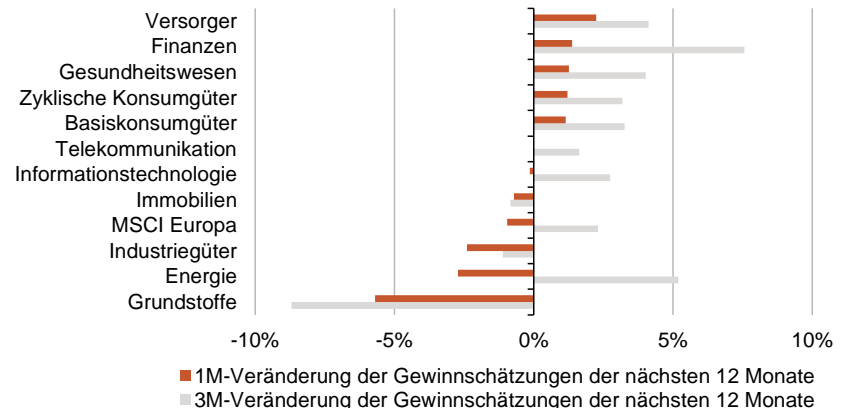
Negative Gewinnrevisionen halten an



Quelle: Bloomberg, MSCI Regionen

Stand: 24.10.2022

Versorger und Finanzen mit positiven Gewinnrevisionen



Quelle: Bloomberg, Europa-Sektoren

Stand: 24.10.2022

Bewertung & Positionierung

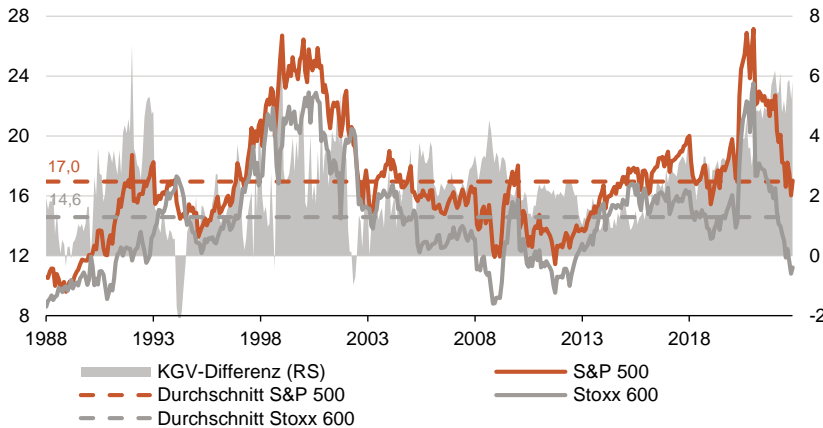
Bewertungen normalisiert, Anleger weiter defensiv positioniert



Bewertungsprämie von US-Aktien historisch hoch

- Die Bewertung von US-Aktien entspricht mit einem KGV von 17 aktuell dem historischen Durchschnitt. Damit sind sie zwar nicht mehr per se teuer, in Anbetracht der bevorstehenden Rezession und verglichen mit vergangenen Rezessionen erscheint die Bewertung allerdings anfällig für weitere Korrekturen.
- Zudem weisen US-Aktien gegenüber ihren europäischen Pendanten aktuell mit 6 KGV-Punkten eine sehr hohe Prämie auf. Letztere notieren aktuell bei einem KGV von 11,2. Zwar sind US-Aktien strukturell höher bewertet, trotzdem dürfte sich das Ausmaß der Bewertungsdifferenz in den nächsten Monaten etwas normalisieren.

Europäische Aktienbewertung auf Krisenniveau



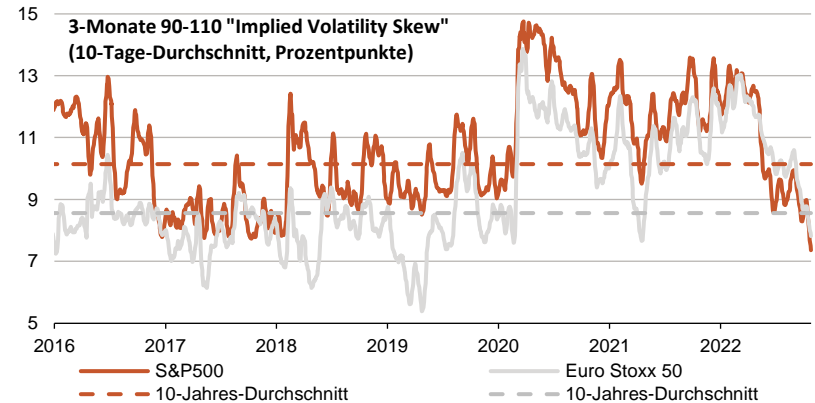
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 24.10.2022

Anleger bereiten sich auf steigende Märkte vor

- Die Put-Call-Skew, welche die Differenz der impliziten Volatilität von Puts gegenüber Calls angibt, ist aktuell enorm flach – sowohl in den USA als auch in Europa.
- Normalerweise würde eine flache Skew auf unvorsichtige Anleger deuten, allerdings spricht die ungewöhnliche Kombination aus gefallenem Märkten, gesteigener Volatilität und flacher Skew für begrenztes Abwärtspotenzial. Denn viele Anleger sind mittlerweile sehr defensiv positioniert. Daher fragen sie weniger Puts zur Absicherung nach und kaufen stattdessen Calls, um eine eventuelle Rallye an den Märkten nicht zu verpassen.

Put-Call-Skew historisch flach



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

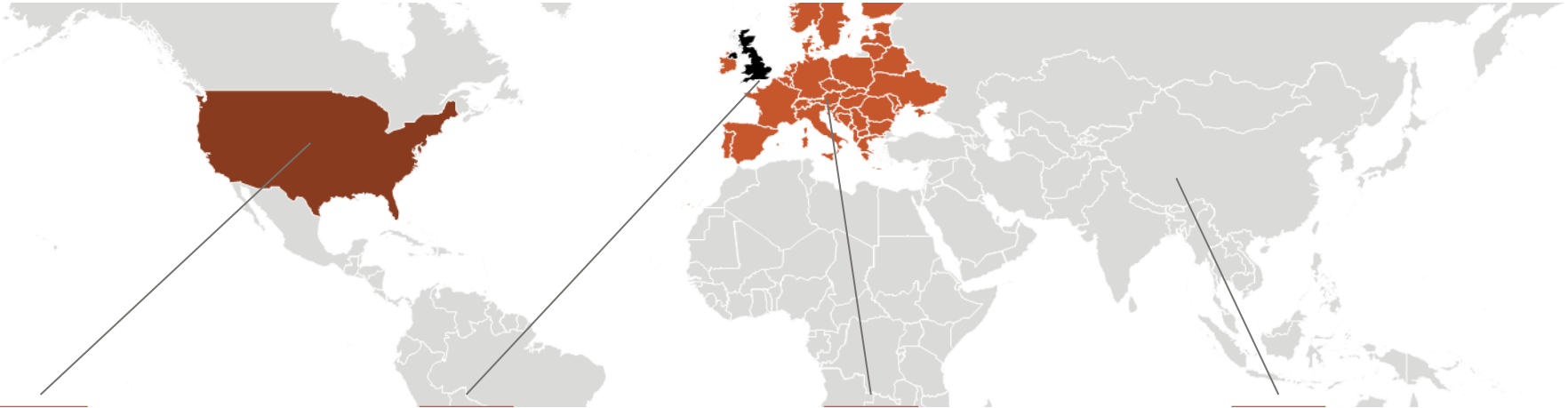
Zeitraum: 24.10.2012 – 24.10.2022

Aktien Allokation

Beibehaltung des Übergewichts in Schwellenländern


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 reduziert.

Europa ex. UK

Neutral

- Russlands Ukraine-Krieg und der damit einhergehende Inflationsanstieg dürften insbesondere europäische Unternehmen belasten.
- Allerdings sind europäische Aktien mittlerweile gegenüber der eigenen Historie und gegenüber den USA sehr günstig bewertet und bieten damit Aufholpotenzial. Wir sind Europa ex UK neutral gewichtet.



Schwellenländer

Übergewichten

- Wir haben lateinamerikanische Aktien in Q1 aufgenommen und jüngst wieder aufgestockt, da sie von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren dürften und eine Value-lastige Portfolioergänzung darstellen.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	24.10.2022	30.06.2023	31.12.2023	in 12 Monaten
S&P 500	3.797	4.250	4.500	4.594
DAX	12.931	15.000	15.800	17.495
Euro Stoxx 50	3.528	4.000	4.200	4.549
MSCI Großbritannien	2.019	2.350	2.400	2.543
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	11,9	18,5	21,0
DAX	-	16,0	22,2	35,3
Euro Stoxx 50	-	13,4	19,1	29,0
MSCI Großbritannien	-	16,4	18,9	26,0

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.10.2022

*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	.13	11/20
0.13 / .13	.26	11/20
0.26 / .26	.72	11/20
11-16+ / .72	1.25	11/20
00-12 / 1.25	2.18	11/20
9 1/2 / 2.18	2.90	11/20
1 / 2.90	3.37	11/20
10	29	11/20

Staatsanleihen

Renditen sicherer Staatsanleihen auf neuen Jahreshochs



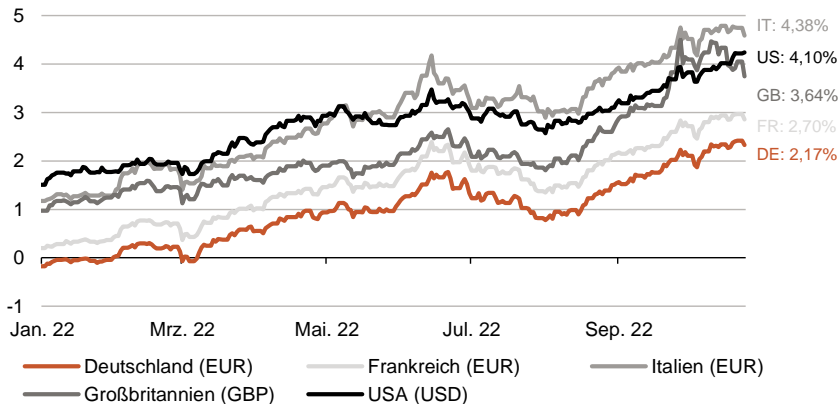
Renditen sicherer Staatsanleihen konsolidieren zuletzt

- Die Renditen sicherer Staatsanleihen haben sich nach dem Erreichen neuer Jahreshochs über die letzten Wochen stabilisiert. Zum Teil dovische Äußerungen einiger Fed-Sprecher und der zuletzt schwächerer US-Immobilienmarkt setzten sich der anhaltend hohen Inflation und dem robusten US-Arbeitsmarkt, welcher weiteren Zinserhöhungsspielraum für die Fed bedeutet, entgegen und bremsen den rasanten Renditeanstieg seit Jahresbeginn. Volatile Bewegungen kamen vor allem weiter aus Großbritannien. Der Regierungswechsel führte zu fallenden Renditen britischer Staatsanleihen.

Nächste Wochen im Bann der Zentralbanken

- Über die nächsten Wochen wird es spannend an der Zentralbankfront. Von der EZB-Sitzung am 27. Oktober erwartet der Markt eine Zinsanhebung von rund 75Bp. Für die Fed-Sitzung am 2. November wird ebenfalls aktuell eine Zinsanhebung von rund 75Bp erwartet, was grob dem Wert von vor vier Wochen entspricht. Die BoE dürfte laut Markt am 3. November die Zinsen mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit sogar um bis zu 100Bp anheben.
- Die US-Renditestrukturkurve ist weiterhin invers. Eine US-Rezession dürfte zumindest laut diesem Indikator sehr wahrscheinlich sein.

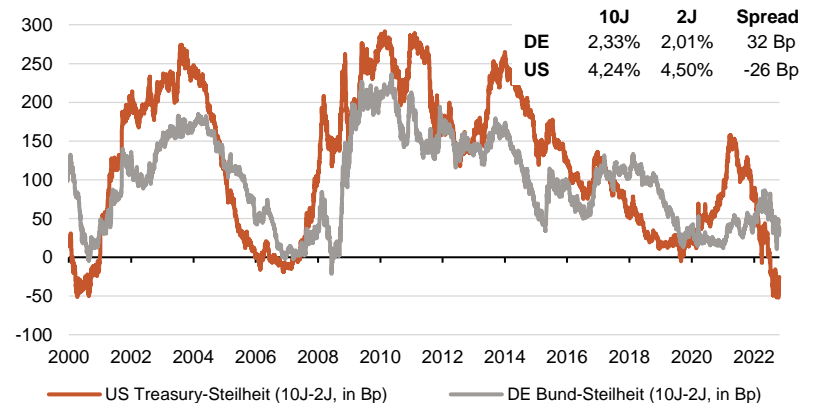
Renditeverlust bei britischen Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2022 – 24.10.2022

US-Renditestrukturkurve weiter invers



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2000 – 24.10.2022

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Mittelfristig konstruktiv für Unternehmensanleihen

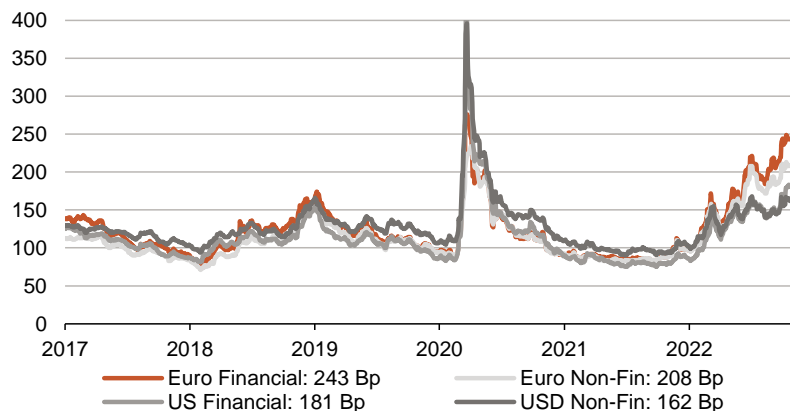


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Renditeanstiege bei Unternehmensanleihen

- Unternehmensanleihen sahen über die letzten vier Wochen merkbare Ausweitungen der Risikoaufschläge. Angesichts der hohen Energiekosten und des unsicheren Konsumausblickes trat zunehmender Pessimismus in den Vordergrund und ließ die Risikoprämien steigen.
- Insbesondere bei US-Investment-Grade-Anleihen nahmen die Risikoaufschläge zu. Die Spreads bei Finanzanleihen erreichten somit wieder das Niveau von der Corona-Krise. Aber auch europäische Unternehmensanleihen sahen signifikante Spreadausweitungen und werden zunehmend attraktiver.

EUR- und US-Risikoaufschläge merklich gestiegen



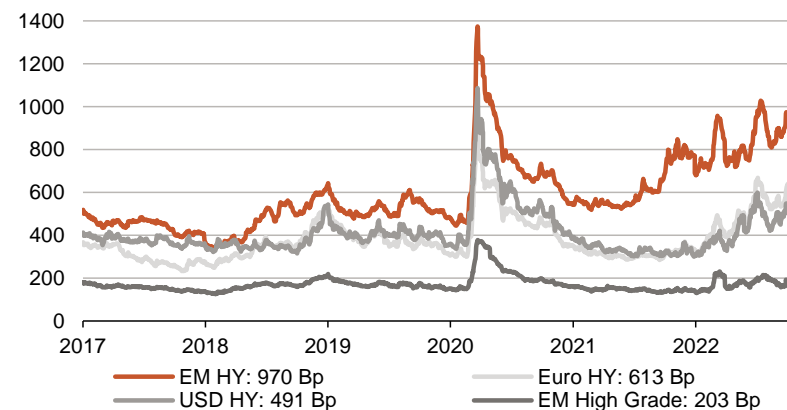
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 24.10.2022

Schwellenländer mit eindeutigen Spreadausweitungen

- Der Hochzinsanleihemarkt erfuhr über die letzten vier Wochen nur in Teilen einen Anstieg der Risikoprämien. Die Risikoaufschläge von EUR-Hochzinsanleihen stiegen 58 Basispunkte. Im Gegensatz dazu fielen sie bei USD-Hochzinsanleihen 21 Basispunkte. Bei Schwellenländer-Anleihen zeigte sich ein eindeutigeres Bild. EM-High-Grade-Spreads stiegen 39 Basispunkte, während sie sich bei Schwellenländer-Hochzinsanleihen sogar um über 70 Basispunkte ausweiteten.
- Bei soliden Bilanzen und Liquiditätsreserven bleiben wir trotz aktueller Schwäche mittelfristig konstruktiv.

Anstieg der Risikoprämien bei EM-Hochzinsanleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 24.10.2022

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.
- 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 bereits begonnen an relativer Attraktivität gegenüber Staatsanleihen zu gewinnen.
- 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 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

	24.10.2022	30.06.2023		31.12.2023	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	3,00-3,25	4,75-5,00	4,65	4,25-4,50	4,30
10J US-Rendite	4,24	3,70	3,72	3,40	3,44
Eurozone					
Leitzins	1,25	2,75	2,85	2,75	2,75
10J Bund-Rendite	2,33	2,50	2,18	2,70	1,92
Großbritannien					
Leitzins	2,25	3,75	4,25	3,00	4,15
10J Gilts-Rendite	3,74	3,90	4,03	3,80	3,69

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.10.2022

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



Rohöl

Dank knappem Angebot mittelfristig gut unterstützt

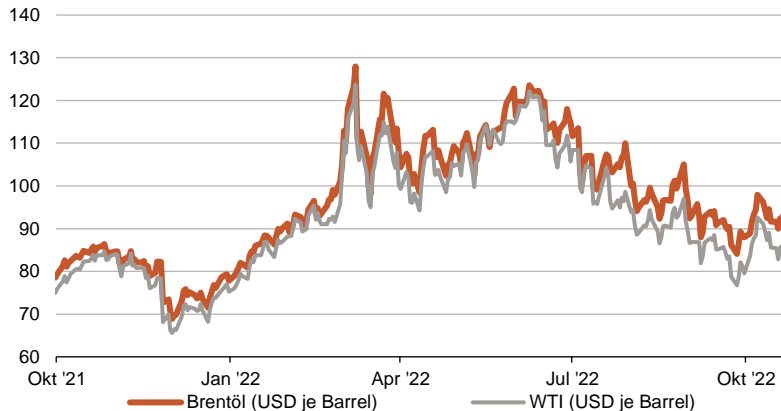


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

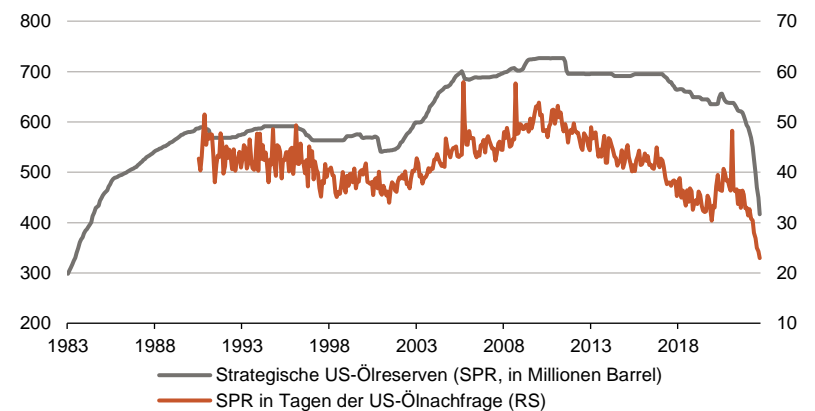
OPEC+ entzieht dem Ölmarkt Angebot, die USA können nur kurzfristig gegensteuern

- Öl verzeichnete im Oktober erstmals seit Mai dieses Jahres wieder Gewinne. Die Sorte WTI bewegt sich aktuell um die Marke von 85 US-Dollar je Barrel. Kräftiger Rückenwind kam dabei seitens der OPEC+. Denn das Kartell beschloss ab November seine Förderquoten um 2 Millionen Barrel pro Tag (mbpd) zu kürzen, um einem potenziellen Nachfragerückgang proaktiv entgegen zu wirken. Zwar dürfte die tatsächliche Produktion „nur“ um etwa 1 mbpd fallen, da einige Mitgliedsstaaten bereits jetzt schon ihre Quoten verfehlen. Trotzdem dürfte sich das Angebot merklich verknappen und die Energiekrise im Westen weiter schwelen. Insofern erscheint die Ausweitung der Freigabe strategischer US-Ölreserven seitens der Biden-Administration bis nun einschließlich Dezember wenig verwunderlich.
- Kurzfristig mögen die zusätzlichen Barrel den Ölpreis dämpfen, mittel- bis langfristig dürfte das Angebot allerdings weiter knapp und der Preis damit gut unterstützt bleiben. Neben der restriktiven Förderpolitik der OPEC, dürfte auch die Umverteilung russischen Öls aufgrund des EU-Importbans das Angebot weiter reduzieren. Denn die Kapazitäten Chinas und Indiens noch mehr Öl aufzunehmen sind mittlerweile begrenzt. Das Abwärtspotenzial bleibt indes begrenzt. Und auch hier spielen die US-Ölreserven eine Rolle. Die US-Regierung hat jüngst verkündet ab 72 USD je Barrel anzufangen Öl am Markt aktiv zu kaufen.

OPEC+ unterstützt Ölpreis mit Förderkürzungen



Strategische Reserven der USA auf Niveau der 80er



Edel- und Industriemetalle

Gold braucht Fed-Wende, Industriemetalle bleiben robust

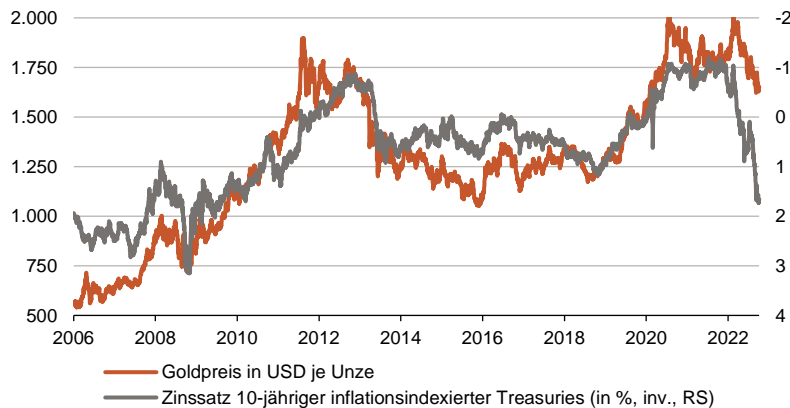

BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Es braucht die geldpolitische Wende bei Gold

- Gold erlebte zum Monatswechsel eine plötzliche, scharfe Aufwärtsbewegung. Zwar war diese begleitet von fallenden Realzinsen und einem schwächeren Dollar, trotzdem dürfte vor allem Short-Covering das Ausmaß der Bewegung erklären. Mit dem weiteren Realzinsanstieg gab das Edelmetall allerdings die Gewinne schließlich wieder vollständig ab.
- Für eine echte Trendwende braucht Gold, wie auch Aktien und Anleihen, den Pivot der Fed. Das bedeutet aber auch, dass Gold vorerst seine positive Korrelation zu den anderen Anlageklassen beibehalten dürfte und damit die Diversifikationswirkung des sicheren Hafens begrenzt bleibt.

Massiver Realzinsanstieg belastet Goldpreis



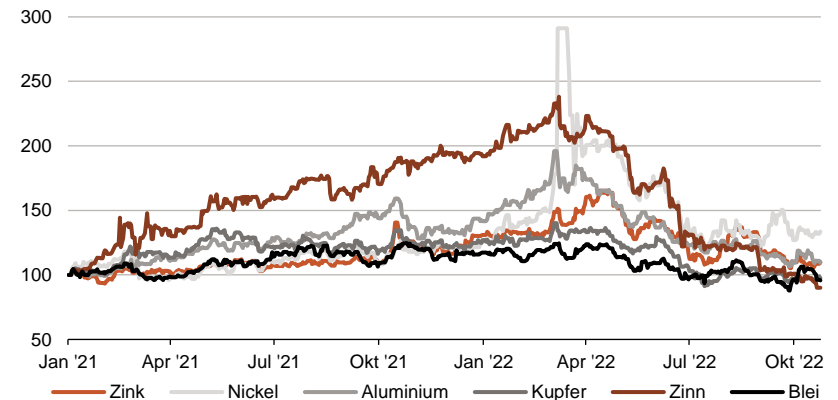
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2006 – 24.10.2022

Industriemetalle kurzfristig belastet, Superzyklus intakt

- Industriemetalle bewegten sich im Aggregat über den letzten Monat seitwärts. Trotz eingetrübtem Konjunkturausblick blieben Abverkäufe in den letzten Monaten aus. Denn zum einen sind die Makrodaten noch robust und zum anderen leidet auch das Angebot unter den hohen Energiepreisen und gestiegenen Finanzierungskosten für Investitionen.
- Mit schwächelnder Wirtschaft dürfte das Potenzial kurzfristig begrenzt bleiben. Der langfristige Aufwärtstrend, getrieben durch die Dekarbonisierung unserer Gesellschaft und fehlende Investitionen auf der Angebotsseite, dürfte sich hingegen durch die jüngsten Entwicklungen sogar noch beschleunigt haben.

Industriemetalle halten sich wacker



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 – 24.10.2022



06

Währungen



Marktentwicklung

Geld & Währung

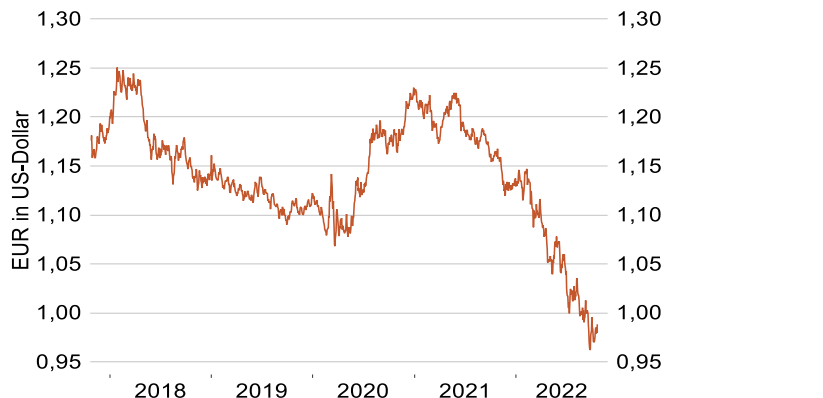


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Inflation bleibt Herausforderung für Zentralbanken

- Die Inflation bleibt hartnäckig hoch. Auch die Kerninflation, bei der Energie- und Nahrungsmittelpreise nicht berücksichtigt werden, zeigt nach oben. Damit befinden sich die Notenbanken in einer schwierigen Gemengelage aus extrem stark steigenden Preisen bei gleichzeitig drohender Rezession.
- Die Zentralbanken werden die Geldpolitik weiter straffen. Diese Woche Donnerstag tagt die EZB und dürfte erneut einen großen Zinsschritt von 75 Basispunkten machen. Am Freitag folgt die Bank of Japan, die den Leitzins trotz des abenteuerlich schwachen Yen-Kurses aber wohl – wie immer – nicht antasten dürfte.

Wechselkurs EUR/USD



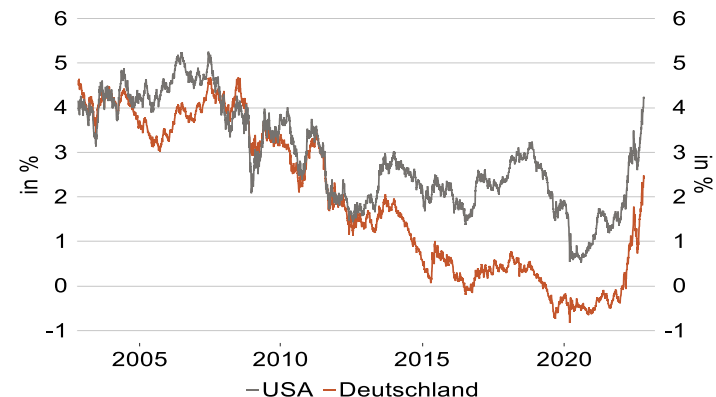
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2017 – 09/2022

Zinsanstieg geht weiter

- Die Marktzinsen steigen weiter. US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit rentieren aktuell mit rund 4,2 %. Die deutschen Pendanten rentieren mit rund 2,3 %. Da sich die Zentralbanken an den Anleihemärkten zurückhalten/zurückziehen, sind weiter steigende Zinsen wahrscheinlich.
- Die Bauzinsen sind in Deutschland auf den höchsten Stand seit zehn Jahren gestiegen. Angesichts des hohen Preisniveaus am Immobilienmarkt ist dies eine nennenswerte Belastung für Neubauten. Anschlussfinanzierungen für Kredite, die vor zehn Jahren abgeschlossen wurden, stellen aber noch kein Problem dar.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond



Zeitraum: 09/2002 – 09/2022

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	24.10.2022	30.06.2023		31.12.2023	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	0,99	1,05	1,01	1,10	1,05
EUR/GBP	0,88	0,85	0,88	0,85	0,89
EUR/CHF	0,99	1,00	0,98	1,02	1,00
EUR/JPY	147	147	140	151	141
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-6,0	-2,2	-10,2	-6,0
GBP	-	3,0	-0,5	3,0	-1,6
CHF	-	-1,2	0,9	-3,1	-1,2
JPY	-	0,1	5,5	-2,6	4,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.10.2022

*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