



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Oktober | 2022

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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

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

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

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

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

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

Datum: 28. September 2022



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktienquote antizyklisch auf neutral angehoben	4
02	Volkswirtschaft Energiekrise und Inflation: Die großen westlichen Volkswirtschaften gleiten in die Rezession	9
03	Aktien Optimismus dürfte gegen Jahresende zunehmen	14
04	Anleihen Herausforderndes Umfeld eröffnet Chancen	20
05	Rohstoffe Gold braucht Wende der Fed, Öl und Industriemetalle die Konjunkturerholung	25
06	Währungen Euro trotz großem EZB-Zinsschritt schwach: unter Parität zum US-Dollar und Schweizer Franken	28

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

01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt



Kapitalmarkt kompakt

Rückblick



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

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

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (29.08.22 - 26.09.22)	■ YTD (31.12.21 - 26.09.22)	26.09.21	26.09.20	26.09.19	26.09.18	26.09.17
USD/EUR-Wechselkurs	4,0	18,4	22,0	-0,8	-6,1	7,5	0,4
Euro-Übernachteinlage	-0,3	0,0	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Gold	-2,8	4,9	13,0	-6,7	16,2	35,4	-7,3
EUR Staatsanleihen	-3,1	-10,7	-11,4	-0,3	0,1	5,6	-0,5
Aktien Frontier Markets	-3,2	-10,1	-6,8	29,4	-7,5	12,6	-5,7
EUR Unternehmensanleihen	-3,5	-14,7	-15,4	1,8	0,2	6,2	-0,4
Globale Wandelanleihen	-3,6	-9,4	-11,9	28,6	21,2	5,2	6,5
Aktien Industrienationen	-5,9	-10,7	-4,0	34,2	1,9	9,4	12,8
Industriemetalle	-6,1	-1,6	5,3	44,3	-5,7	4,9	-1,5
Aktien Emerging Markets	-6,6	-12,6	-12,0	20,9	0,9	6,5	-0,6
REITs	-10,3	-16,7	-5,1	29,0	-20,7	27,8	-0,4
Brent	-15,5	52,4	63,9	87,3	-39,7	-12,5	49,2

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: 26.09.2017 – 26.09.2022

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 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.
- Der Fuß geht auf die Bremse: Notenbanken müssen die Geldpolitik weiter straffen, auch wenn sich die Konjunktur eintrübt.

Aktien



- Negative Gewinnrevisionen dürften während der Q3-Berichtssaison weitergehen, im Einklang mit der Konjunktüreintrübung.
- Die höheren Risiken in Europa gehen mit niedrigeren Bewertungskennzahlen einher. Europa bietet Aufholpotenzial.
- Geringe Anlegerpositionierung dürfte Abwärtspotenzial limitieren. Jahresendrallye scheint möglich.

Anleihen



- Renditeanstieg sicherer Staatsanleihen setzte sich ungebremst fort. Verflachung der US-Renditestrukturkurve.
- Risikoaufschläge bei Schwellenländeranleihen leicht gestiegen. Insbesondere Hochzinsanleihen mit Spreadausweitungen.
- Wir gewichten Anleihen unter und bleiben bei Kreditrisiken weiterhin vorsichtig positioniert. Duration: weniger kurz als zuvor.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Öl leidet unter globaler Nachfrageschwäche, Angebotssituation aber weiter knapp. Stärkerer Preisverlust unwahrscheinlich.
- Gold schwer belastet durch starken Dollar und gestiegene Realzinsen. Geldpolitische Wende für Aufwärtstrend nötig.
- Industriemetalle kurzfristig durch Nachfragerisiken und Dollarstärke belastet. Superzyklus bleibt intakt.

Währungen

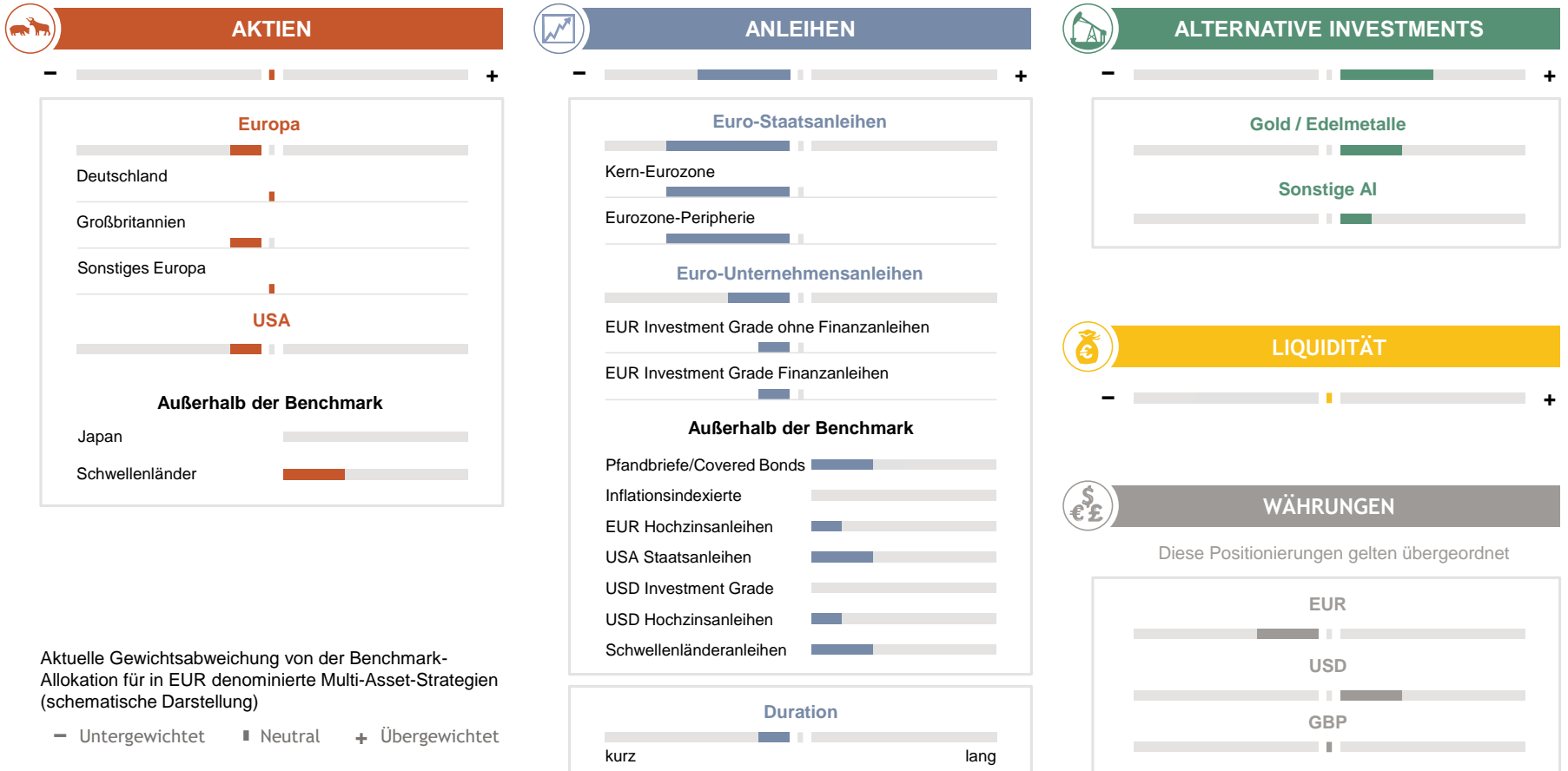


- Trotz der Zinserhöhungen bleibt der Euro schwach. Andere Zentralbanken waren schneller und wirken entschlossener.
- Neben der Geldpolitik belastet vor allem die Unsicherheit vor dem Winter: Wie stark wird die Wirtschaft getroffen?
- Gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken fällt der Euro deutlich unter die Parität.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Quelle: Berenberg

Darstellung per 26.09.2022

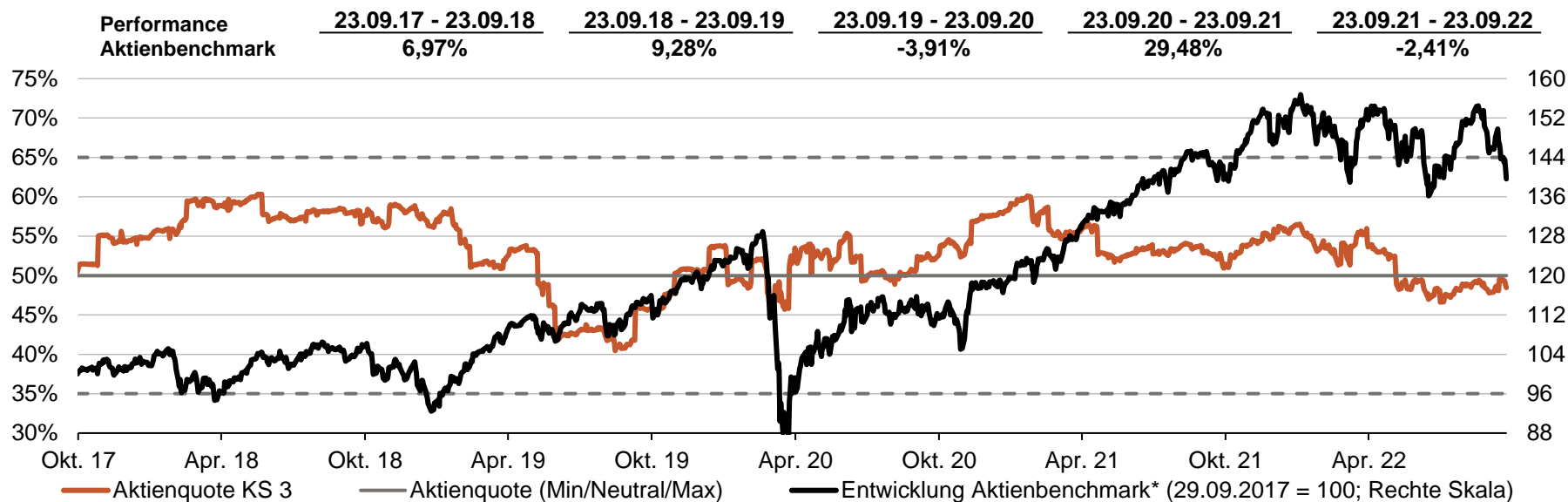
Berenberg Asset-Allokation kompakt

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: 23.09.2017 – 23.09.2022
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 zuletzt 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. Wir gehen zwar von weiteren negativen Gewinnrevisionen sowie einer Rezession aus, jedoch spricht die rekordverdächtige negative Anlegerstimmung und -positionierung für ein begrenztes Abwärtspotenzial. Sollte es hingegen positive Nachrichten (wie fallende Inflationszahlen, einen Fed-Pivot) geben, dürfte es zu einem breiten Short-Covering und steigenden Märkten kommen.
- Berücksichtigt man noch unsere Position im Tail-Hedge-Zertifikat sind wir Aktien im Aggregat noch leicht untergewichtet. Unser Übergewicht bei Qualitätsaktien dürfte sich zudem in diesem unsicheren Umfeld wieder mehr bezahlt machen.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

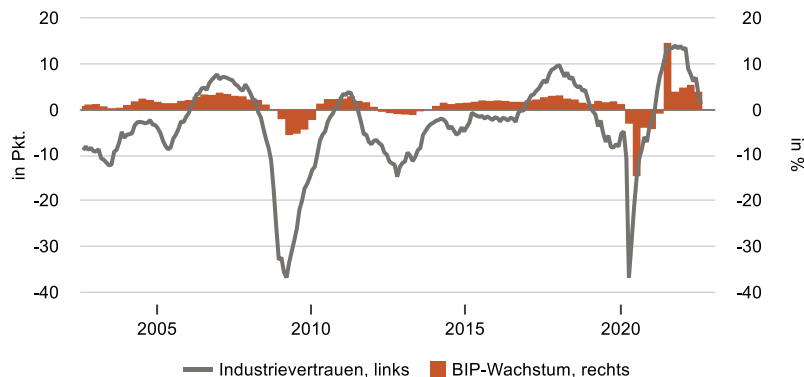


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Schlechte Stimmung erreicht die Unternehmen

- Nachdem das Verbrauchervertrauen auf ein Rekordtief gesunken ist, bekommen immer mehr Unternehmen den Druck zu spüren. Angesichts der gigantisch hohen Energiepreise haben die Verbraucher weniger Geld für andere Waren und Dienstleistungen zur Verfügung.
- Da die Einkaufsmanager vorsichtiger werden, fielen die Produktionsindizes in den Umfragen vom September weiter unter die Expansions-/Kontraktionslinie von 50 und erreichten in der Eurozone ein 20-Monats-Tief von 48,2 Punkten nach 48,9 im August. Die Daten bestätigen unsere Einschätzung, dass die europäische Wirtschaft bereits im dritten Quartal in die Rezession gerutscht ist. Im Winter dürfte es noch schlimmer kommen.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



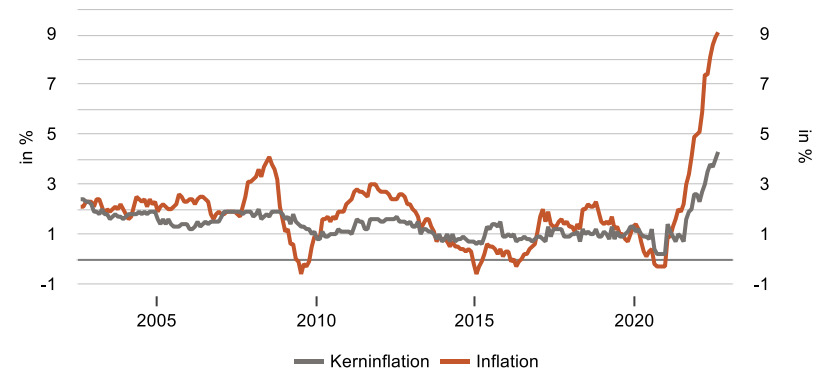
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2002 – 08/2022

Die Inflation zieht weiter an

- Der Preisanstieg fiel im August mit +9,1 % gegenüber dem Vorjahresmonat so hoch aus wie nie zuvor. Die Kernrate der Inflation stieg auf 4,3 %. Das bedeutet: Selbst wenn man die besonders hohen Energie- und Lebensmittelpreise außen vor lässt, liegt die Inflationsrate mehr als doppelt so hoch, wie es die EZB eigentlich anstrebt. Der Höhepunkt dürfte aber noch vor uns liegen.
- Bemerkenswert ist die Bandbreite der Inflationsraten unter den Euro-Teilnehmerländern – sie reicht von +6,5 % in Frankreich bis 25,2 % in Estland. In Frankreich machen sich staatliche Preisdeckel für Energiepreise bemerkbar. Damit werden die Kosten aber nur verschleiert bzw. auf künftige Steuerzahler verschoben.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2002 – 08/2022

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

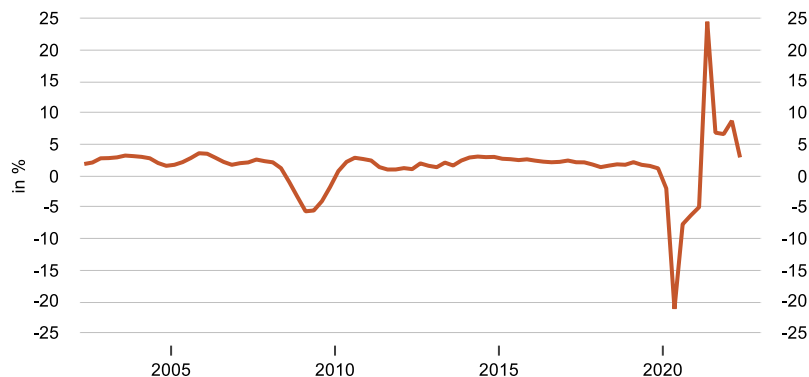


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Britische Regierung plant Maßnahmenpaket

- Die britische Regierung plant eine Reihe wirtschaftspolitischer Maßnahmen, die in der akuten Notlage zwar verständlich, langfristig aber durchaus kritisch zu sehen sind. Die Kappung der Energiekosten begrenzt kurzfristig die Abwärtsrisiken für die Konjunktur und die Aufwärtsrisiken für die Inflation, dafür steigen aber die längerfristigen Inflationsrisiken.
- Steuersenkungen sind hilfreich für die Konjunktur, allerdings bergen sie weitere Gefahren für die längerfristige Inflation und für die Solidität der Staatsfinanzen – denn sie finanzieren sich nur zum Teil selbst. Hinzu kommen einige weitere Projekte, bei denen die Details aber noch nicht ganz klar sind.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



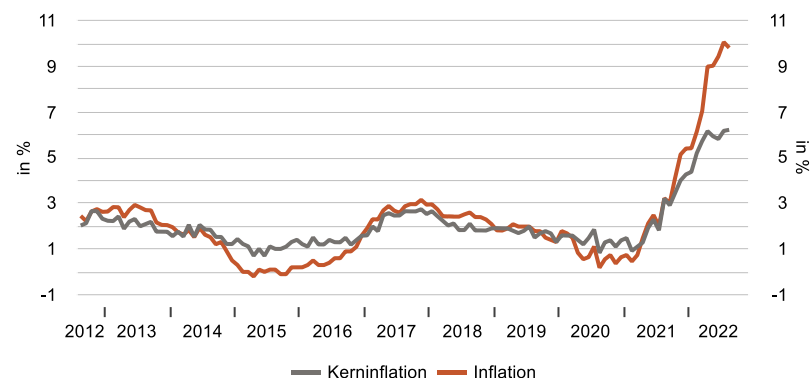
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2022

Bank of England erhöht den Leitzins um 50 Basispunkte

- Die Bank of England (BoE) setzt auf kleinere Zinsschritte beim Kampf gegen die Inflation. Nachdem die Schwedische Zentralbank den Leitzins letzte Woche um 100 Basispunkte erhöht hat und die Fed Mittwoch mit einem 75er-Schritt folgte, hat die BoE die Serie ihrer 50er-Schritte am Donnerstag fortgesetzt. Der Leitzins liegt nun bei 2,25 %. Die Notenbank kündigte zudem an, ihre Anleihebestände in Höhe von 857 Milliarden Pfund ab Oktober sukzessive zu reduzieren.
- Das Abstimmungsergebnis war uneinheitlich. Fünf Mitglieder votierten für den Zinsschritt um 50 Basispunkte. Drei Stimmen gab es für einen größeren Schritt um 50 und eine Stimme für einen kleinen Schritt um 25 Punkte.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2012 – 08/2022

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

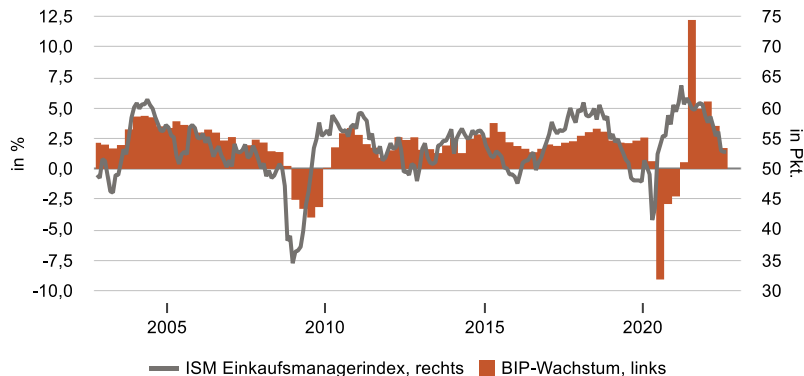


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

US-Notenbank Fed macht weiteren großen Zinsschritt

- Die US-Notenbank Fed hat den Leitzins um weitere 75 Basispunkte auf nun 3,00–3,25 % angehoben. Dieser vergleichsweise große Zinsschritt entsprach den Erwartungen der meisten Beobachter. Die Fed weist daraufhin, dass die Indikatoren auf ein moderates Produktions- und Ausgabenwachstum deuten und der Arbeitsmarkt noch robust ist. Gleichzeitig bleibt die Inflation hoch.
- Auch nach diesem Zinsschritt hält die Fed weitere Zinserhöhungen für angebracht. Zudem setzt die Notenbank den Bilanzabbau fort und betont, fest entschlossen zu sein, die Inflation auf ihren Zielwert von 2 % zurückzubringen.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



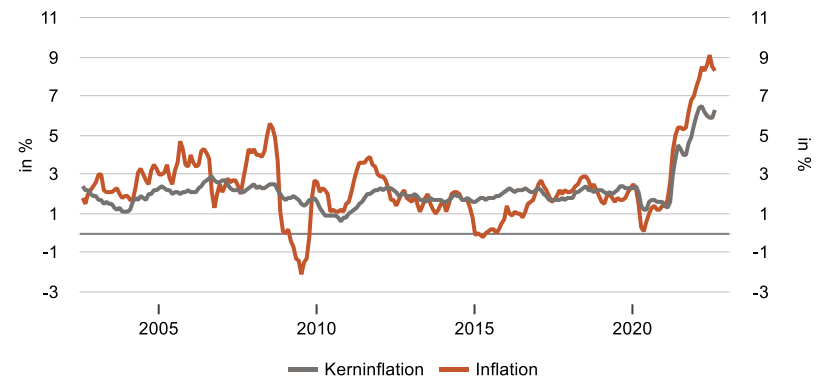
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2001 – 08/2022

Inflation im August leicht rückläufig

- Die Inflationsrate ist den zweiten Monat in Folge gesunken. Im August lagen die Preise um 8,3 % über dem Vergleichswert des Vorjahresmonats (nach 8,5 % im Juli). Der Rückgang fiel allerdings etwas schwächer aus als erwartet. Die Kernrate der Inflation (ohne Energie- und Lebensmittelpreise) ist jedoch gestiegen. Nach 5,9 % im Juli liegt die Kernrate nun bei 6,3 %.
- Trotz des leichten Rückgangs bleibt der Inflationsdruck weiterhin hoch. Die US-Notenbank Fed wird die Geldpolitik deshalb weiter straffen. Wir gehen derzeit davon aus, dass der Leitzins in der Spitze bis auf 4,50–4,75 % steigen wird (in Q1/2023).

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2002 – 08/2022

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

BIP-Wachstum (in %)

Inflation (in %)

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.09.2022

* 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

Chancen nach dem Sturm

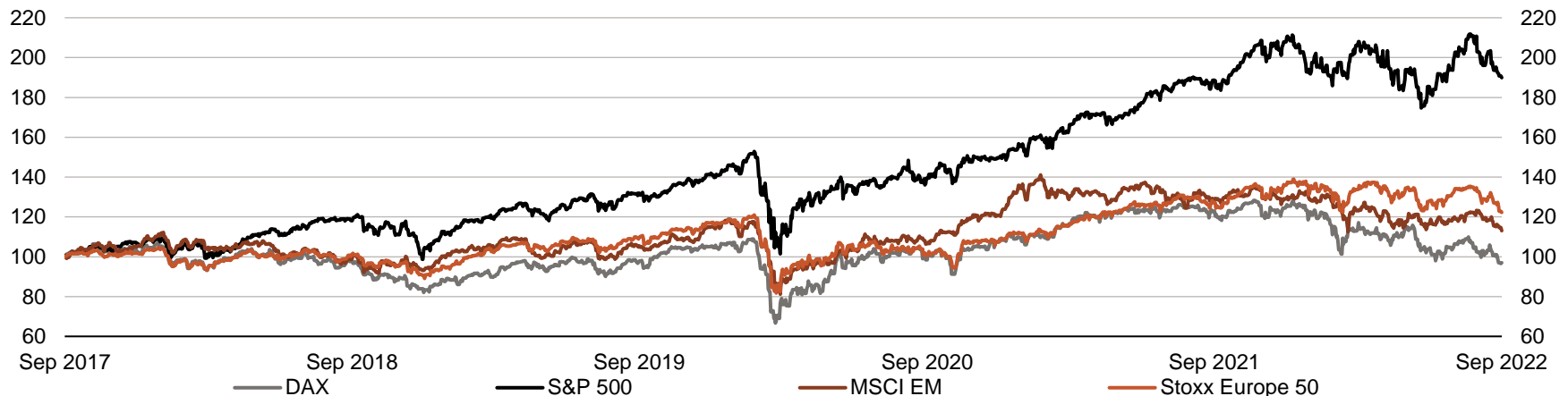


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Erholungspotenzial in das neue Jahr hinein

- Nach der Sommer-Erholungsrallye kam mit dem Herbst die Gegenbewegung. Hartnäckig hohe Inflationszahlen in Europa, restriktive Zentralbanken und negative Revisionen der Gewinnschätzungen führten zu einer Korrektur an den global Aktienmärkten. Der Dax und japanische Aktien hielten sich vergleichsweise noch am besten. Dagegen litten britische Aktien und europäische Nebenwerte besonders. Der S&P 500 hat nun auch wie der Stoxx 600 die Tiefstände von Juni bzw. Juli unterschritten und notiert wieder auf dem Niveau von Ende 2020.
- Kurz- bis mittelfristig dürfte der Aktienmarkt durch die entscheidenden Themen wie Rezession, Peak-Inflation und Zentralbankpolitik beeinflusst und damit weiterhin makrogetrieben sein. Zeitgleich ist die Anlegerstimmung und -positionierung äußerst niedrig. Aus unserer Sicht bieten sich zunehmend Chancen. Anleger mit einer defensiven Positionierung sollten überlegen, ob es nicht Zeit für eine ausgewogenere Positionierung ist. Wir haben einen Schritt in diese Richtung gemacht.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 26.09.2017 – 26.09.2022

Unternehmensgewinne

Gewinndruck dürfte anhalten



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

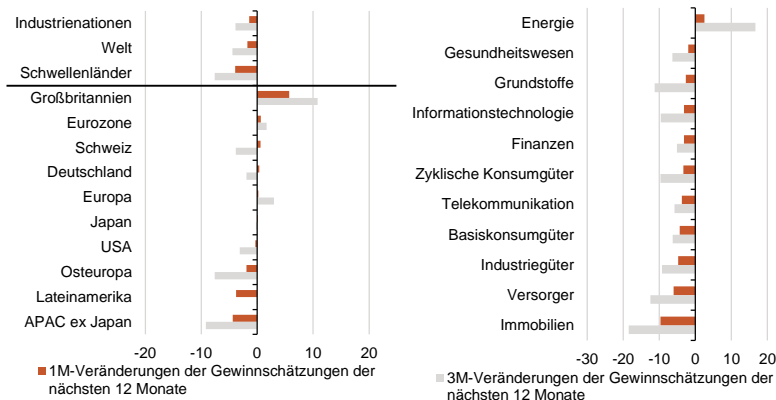
Unternehmensanalysten bleiben skeptisch

- Die Analysten erwarten ein zunehmend herausforderndes Umfeld für die Unternehmen. Hohe Inputkosten mit einer immer schwieriger werdenden Weitergabe an den Endkonsumenten, hohe Lagerbestände und nachlassende Nachfrage erhöhen den Gegenwind. In den letzten vier Wochen haben die Analysten die Gewinnschätzungen in den Industrie-, aber auch in den Schwellenländern gesenkt.
- Regional gab es vor allem bei Lateinamerika, Asien und Osteuropa negative Revisionen. Positive Gewinnrevisionen tätigten die Analysten lediglich für Großbritannien, die Schweiz, Deutschland und die Eurozone.

US-Gewinnwachstum 2022 unterhalb von 8%

- Die Risiken von allen Seiten (Inflationsdruck, Energiekrise in Europa, Personalmangel, Wirtschaftsschwäche) haben sich bei den Unternehmensgewinnen deutlich bemerkbar gemacht. Zu Jahresanfang erwartete der Konsens für 2022 ein US-Gewinnwachstum von rund 10%. Mit den jüngsten Revisionen sind es jetzt nur noch knapp 8%.
- Ein weiterer Verfall mit der bald anstehenden Q3-Berichtsaison ist nicht ausgeschlossen. Jedoch sind die Gewinne in nominellen Zahlen und damit durch die Inflation gestützt. Einen Einbruch von 10-20% wie in den letzten Rezessionen erwarten wir daher nicht.

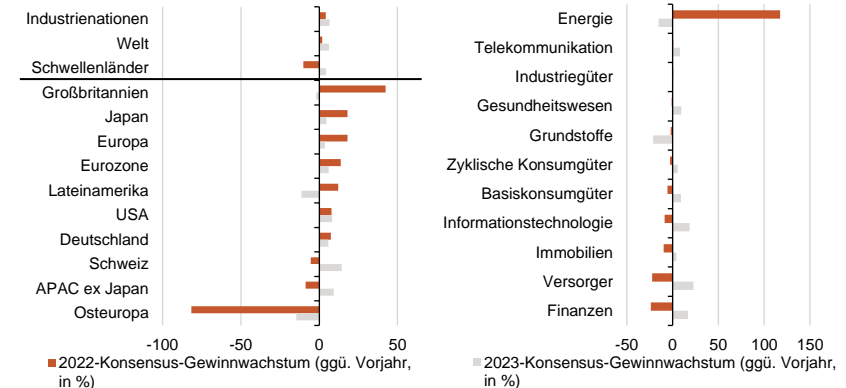
Negative Gewinnrevisionen halten an



Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren

Stand: 26.09.2022

Globales 2022-Gewinnwachstum unter 2%



Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren

Stand: 26.09.2022

Bewertung & Sentiment

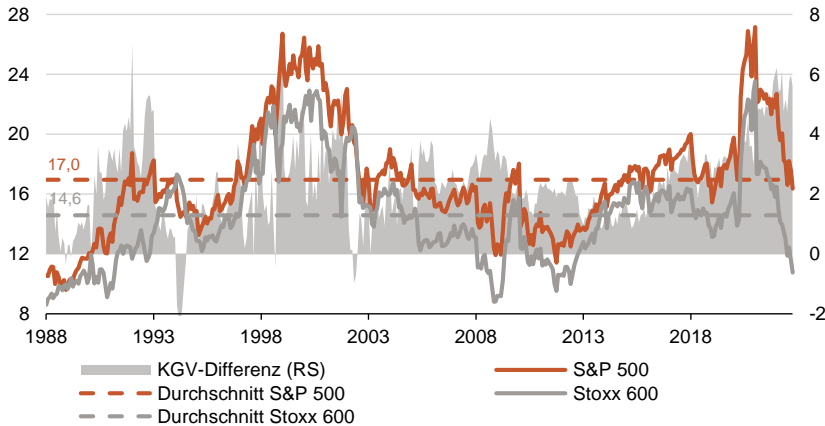
Optimismus dürfte gegen Jahresende zunehmen



Aktien werden im Wochentakt günstiger

- Der US-Markt notiert mit einem KGV von 16,4 nun leicht unter dem historischen Durchschnitt. Angesichts der drohenden Rezession ist dies allerdings keineswegs günstig. Gründe dafür sind die konzentrierte Indexstruktur und der hohe Anteil nicht-fundamentaler Investoren.
- Europäische Aktien sind mit einem KGV von 10,8 wiederum sowohl zur eigenen Historie als auch relativ zu US-Aktien mittlerweile sehr günstig. Zum Teil ist dieser Bewertungsabschlag u.a. aufgrund der Nähe zu Putins Krieg und der Energiekrise gerechtfertigt. Umgekehrt bietet Europa aber auch mehr Aufholpotenzial, wenn sich nicht alle Risiken materialisieren.

US-Aktien nun unterdurchschnittlich bewertet



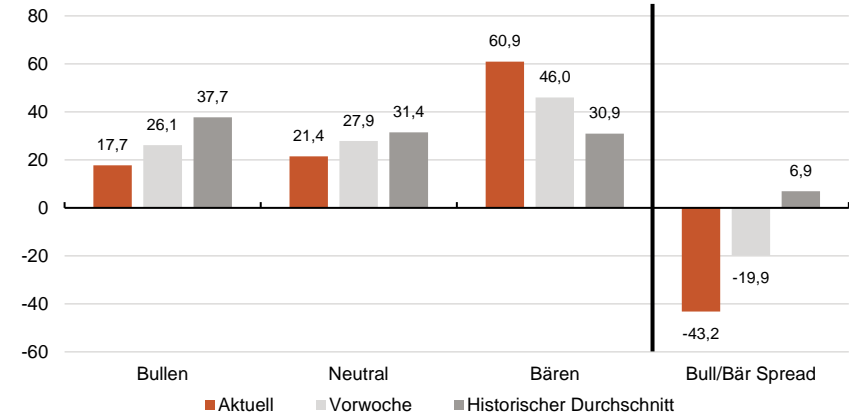
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 26.09.2022

Anlegerstimmung auf dem Tiefpunkt

- Die Stimmung der US-Privatanleger hat einen neuen Tiefpunkt in dieser Krise erreicht. In der AAll-Survey gaben 61% der Befragten an, dass sie mit Blick auf die nächsten 6 Monate fallende Aktienmärkte erwarten. Lediglich 18% rechnen mit steigenden Märkten.
- Seit Start der Aufzeichnung in 1987 gab es überhaupt nur 3 Wochen, in denen der Bull/Bär-Spread niedriger als eben jene -43Pp stand. In den darauffolgenden 12 Monaten stieg der S&P 500 in allen drei Fällen um mehr als 20%. Die Aktienmärkte dürften also nicht weit entfernt von der Kapitulation sein.

Pessimismus unter US-Privatanlegern dominiert



Quelle: Bloomberg, AAll, eigene Berechnungen

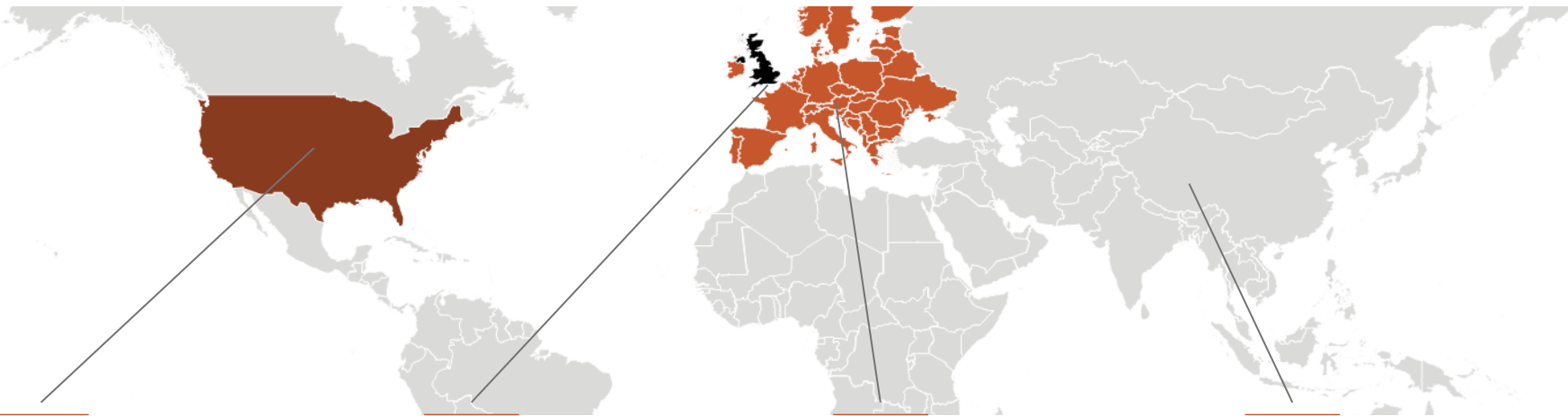
Zeitraum: 23.07.1987 – 22.09.2022

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

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	26.09.2022	30.06.2023	31.12.2023	in 12 Monaten
S&P 500	3.655	4.250	4.500	4.729
DAX	12.228	15.000	15.800	17.869
Euro Stoxx 50	3.343	4.000	4.200	4.633
MSCI Großbritannien	2.023	2.350	2.400	2.554
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	16,3	23,1	29,4
DAX	-	22,7	29,2	46,1
Euro Stoxx 50	-	19,7	25,7	38,6
MSCI Großbritannien	-	16,2	18,6	26,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.09.2022

*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

Herausforderndes Umfeld eröffnet Chancen



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

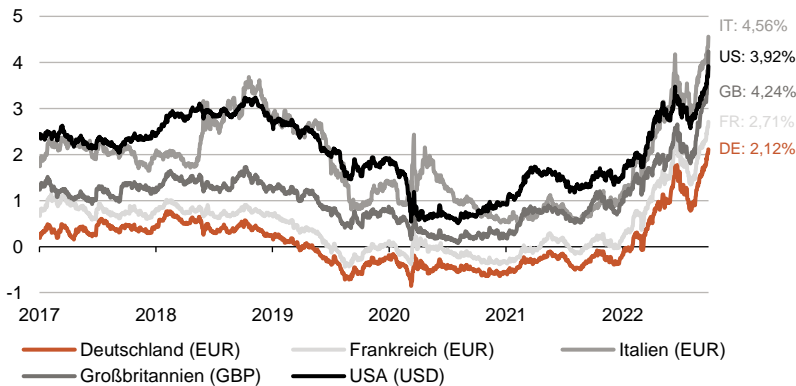
Ungebremster Renditeanstieg bei Staatsanleihen

- Der Renditeanstieg seit Anfang August setzte sich auch in den vergangenen Wochen unvermindert fort, als die globalen Anleihemärkte infolge restriktiverer Aussagen seitens der Zentralbanken fielen. Damit rentierten US-Staatsanleihen wieder knapp unter der 4%-Marke – so hoch wie zuletzt vor 12 Jahren – und auch deutsche und italienische Staatsanleihen rentierten höher.
- Viel Bewegung kam aber vor allem aus Großbritannien. Britische Gilts brachen ein, nachdem die Regierung Steuer-senkungen verkündete. Furcht vor höherer Inflation und Verschuldung belastete und trieb die Renditen auf über 4%.

Verflachung der Renditestrukturkurven

- Der Markt erwartet derzeit knapp fünf weitere Fed-Zinsschritte à 25 Basispunkten bis Ende des Jahres. Dabei dürfte es für die Fed immer schwieriger werden, falkenhaft zu überraschen. Der Fed-Pivot wird derzeit für Anfang Q2 nächsten Jahres gepreist. Für die EZB und BoE erwartet der Markt die Zinswende jedoch erst später. Für beide preist der Markt noch bis Jahresmitte 2023 deutliche Zinserhöhungen.
- Die 10J-2J-Zinsdifferenz ist zudem kräftig gefallen, sodass sich die US-Zinsstrukturkurve weiter invertiert hat. Der Markt preist damit immer mehr die Rezession.

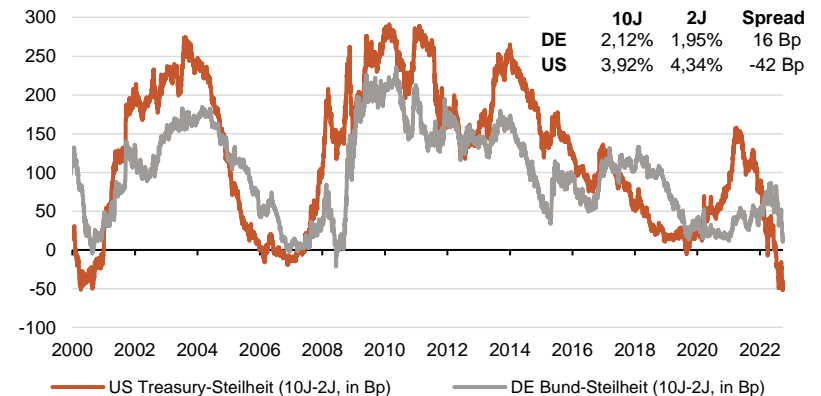
Renditen im Euroraum tendierten aufwärts



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 - 26.09.2022

Zunehmende Verflachung der Renditestrukturkurven



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1998 – 26.09.2022

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

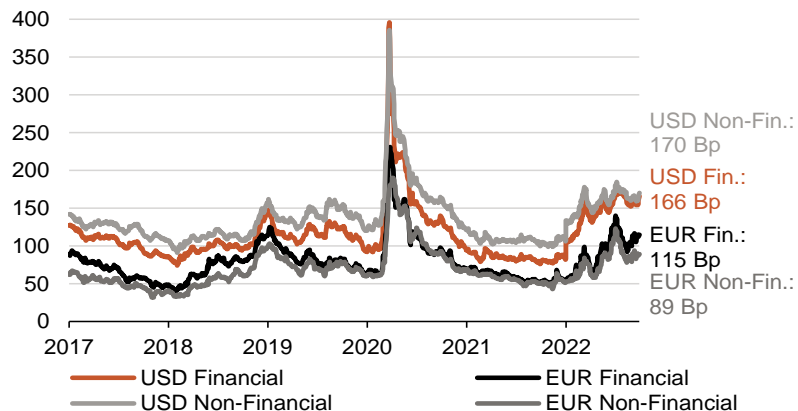
Unternehmensanleihen selektiv mit Potenzial



Spreadausweitungen bei Unternehmensanleihen

- Unternehmensanleihen sahen über die letzten vier Wochen leichte Ausweitungen der Risikoaufschläge. Angesichts der hohen Energiekosten und des unsicheren Konsumausblickes kippte die Stimmung nach der sommerlichen Erholungsrallye bei Unternehmensanleihen 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 Anfang August. Aber auch europäische Unternehmensanleihen sahen leichte Spreadausweitungen.

EUR- und US-Risikoaufschläge leicht gestiegen



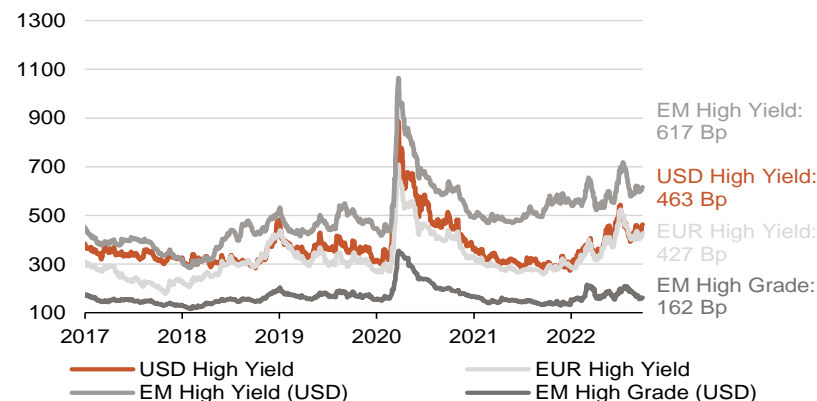
Quelle: Factset

Zeitraum: 01.01.2017 - 26.09.2022

Schwellenländer zeigen gemischtes Bild

- Auch der Hochzinsanleihemarkt erfuhr über die letzten vier Wochen einen merklichen Anstieg der Risikoprämien. Die Risikoaufschläge von EUR-Hochzinsanleihen stiegen 22 Basispunkte, und USD-Hochzinsanleihen wiesen sogar eine Ausweitung von 37 Basispunkten auf. Bei Schwellenländer-Anleihen zeigte sich ein gemischtes Bild. EM-High-Grade-Anleihen verloren 16 Basispunkte, während Schwellenländer-Hochzinsanleihen 30 Basispunkte dazugewannen.
- Bei soliden Bilanzen und Liquiditätsreserven bleiben wir jedoch trotz aktueller Schwäche mittelfristig konstruktiv.

Anstieg der Risikoprämien bei Hochzinsanleihen



Quelle: Factset

Zeitraum: 01.01.2017 - 26.09.2022

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

	26.09.2022	30.06.2023		31.12.2023	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	3,00-3,25	4,50-4,75	4,10	4,00-4,25	3,90
10J US-Rendite	3,93	4,00	3,18	4,20	3,02
Eurozone					
Leitzins	1,25	2,50	2,55	2,50	2,45
10J Bund-Rendite	2,11	2,50	1,62	2,70	1,57
Großbritannien					
Leitzins	2,25	3,50	3,40	3,00	3,25
10J Gilts-Rendite	4,24	3,80	2,66	4,00	2,44

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.09.2022

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



Rohöl

Abverkauf eröffnet mittelfristig Chancen

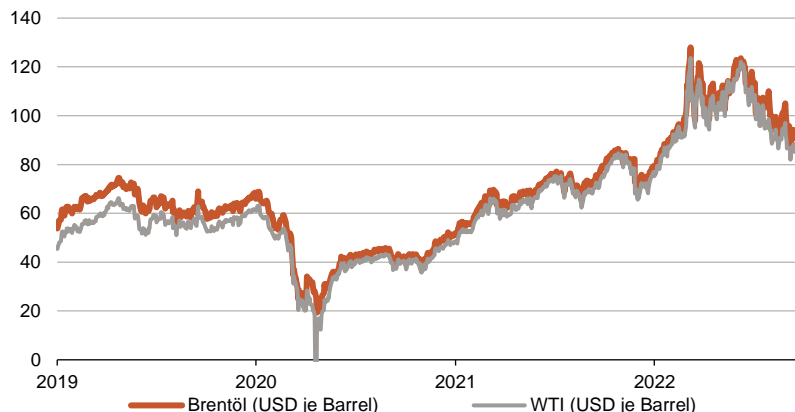


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

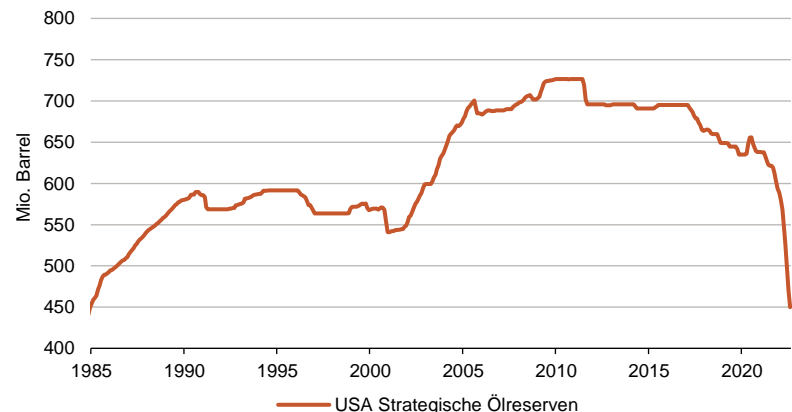
Nachfrageausblick setzt Öl kurzfristig unter Druck, mittelfristige Treiber bleiben aber intakt

- Öl setzte seinen Abwärtstrend seit Mitte Juni in unvermindertem Tempo weiter fort. Die Sorte WTI fiel sogar erstmals seit Januar dieses Jahres unter die Marke von 80 USD. Die hohen Energiepreise für Endverbraucher scheinen erste Bremsspuren in der Nachfrage zu hinterlassen. So sind die US-Lagerbestände in den vergangenen Monaten entgegen der typischen Saisonalität erstaunlich stabil geblieben. Zugleich hat die Ungewissheit über den Nachfrageausblick in den vergangenen Wochen aufgrund immer trüberer Wirtschaftsaussichten bei immer restriktiveren Zentralbanken deutlich zugenommen und so den Ölpreis kräftig unter Druck gesetzt.
- Jenseits dessen gibt es allerdings viel Positives zu vermelden. So dürfte die OPEC+ bei ihrer Sitzung am 5. Oktober aller Wahrscheinlichkeit nach Kürzungen beschließen, um einer potenziellen Nachfrageschwäche entgegenzuwirken. Zudem dürfte letztere auch durch die Substitution von Gas zu Öl abgemildert werden. Hinzukommt auch, dass der EU-Import-Ban russischen Öls Ende des Jahres greift und damit zusätzliches Angebot vom globalen Markt verschwinden dürfte, denn China und Indien dürften trotz der massiven Preisabschläge nicht in der Lage sein sämtliche Barrel abzunehmen. Und schließlich dürften die USA bei so niedrigen Ölpreisen beginnen ihre strategischen Reserven wieder aufzufüllen, die sich mittlerweile auf dem niedrigsten Stand der 80er Jahre befinden. Mittelfristig dürfte der Ölpreis also wieder steigen.

Kräftige Korrektur am Ölmarkt



Strategische Reserven der USA auf Niveau der 80er





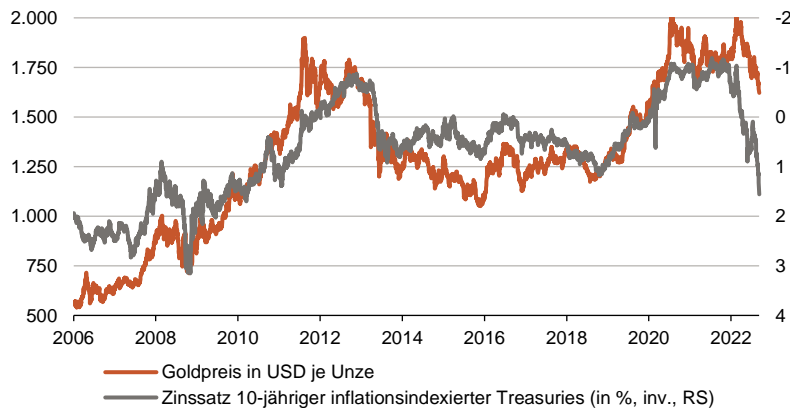
Edel- und Industriemetalle

Gold braucht Fed-Wende, Industriemetalle Konjunkturerholung

Es braucht die geldpolitische Wende bei Gold

- Gold erlitt im letzten Monat deutliche Verlust und notiert aktuell nur noch bei ca. 1.640 USD je Unze. Druck kam dabei von allen Seiten. Die 10J-Realzinsen stiegen allein seit Anfang September um etwa 1Pp auf 1,56% und der US-Dollar wertete handelsgewichtet unermüdlich auf.
- Erst wenn die Fed beginnt die geldpolitische Wende zu signalisieren und damit Realzinsen und der Dollar fallen dürften, dürfte auch der Gegenwind für Gold abnehmen. Solange dürfte es trotz hoher Inflation, drohenden Rezessionen und geopolitischen Risiken schwierig für Gold werden nachhaltig an Wert zu gewinnen.

Massiver Realzinsanstieg belastet Goldpreis



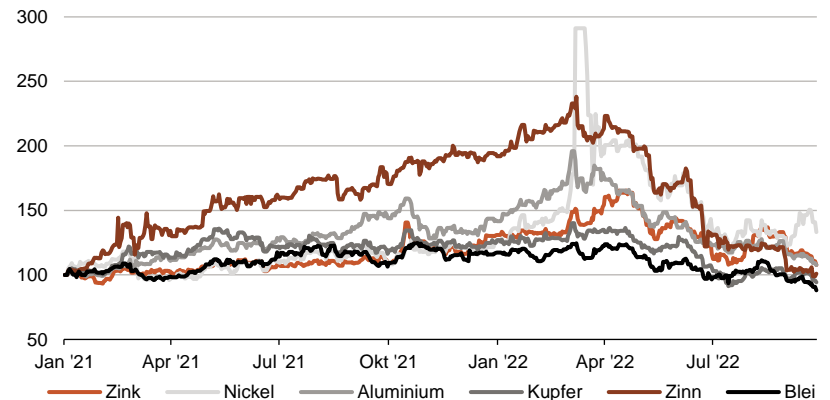
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2006 – 26.09.2022

Industriemetalle kurzfristig belastet, Superzyklus intakt

- Industriemetalle halten sich angesichts der immer trüberer Wirtschaftsaussichten und des starken Dollars erstaunlich stabil. Denn die Energiekrise beeinträchtigt vor allem in Europa die Metallproduktion. Allerdings dürfte es kurzfristig bei rückläufiger Nachfrage schwierig bleiben.
- Der Superzyklus dürfte sich hingegen sogar beschleunigt haben. Denn die Dekarbonisierung unserer Wirtschaft, die mit einer Vervielfachung der Metalnachfrage einhergeht, hat mit dem Russland-Ukraine-Krieg nun auch eine geopolitische Dimension angenommen, sodass die Nachfrage schneller steigen dürfte. Die Produzenten wiederum dürften sich mit Investitionen bei der aktuellen wirtschaftlichen Unsicherheit zurückhalten.

Industriemetalle halten sich wacker



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 – 26.09.2022

06

Währungen



Marktentwicklung

Geld & Währung

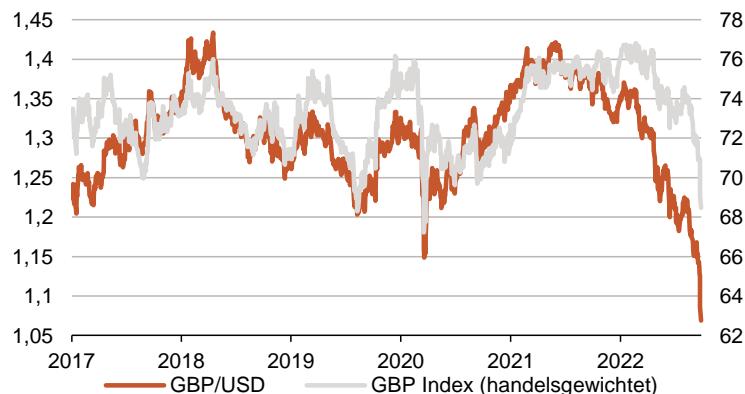


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Pfund-Schwäche ist hauptsächlich Dollar-Stärke

- Die Zinsen steigen und der Pfund-Wechselkurs ist unter Druck. In diesen Marktbewegungen kommen unterschiedliche Aspekte zum Ausdruck: 1. Die Unsicherheit über die Tiefe der heraufziehenden Rezession. 2. Das Risiko, dass Liz Truss mit einer expansiven Fiskalpolitik das Inflationsproblem verschärfen könnte.
- Was den Wechselkurs betrifft, beziehen sich die Nachrichten über den Pfund-Absturz hauptsächlich auf den GBP/USD-Kurs. Darin kommt aber insbesondere die ausgeprägte Dollar-Stärke zum Ausdruck. Das Pfund steuert zudem noch ein wenig eigene Schwäche bei, wie der Blick auf den handelsgewichteten Pfund-Kurs zeigt.

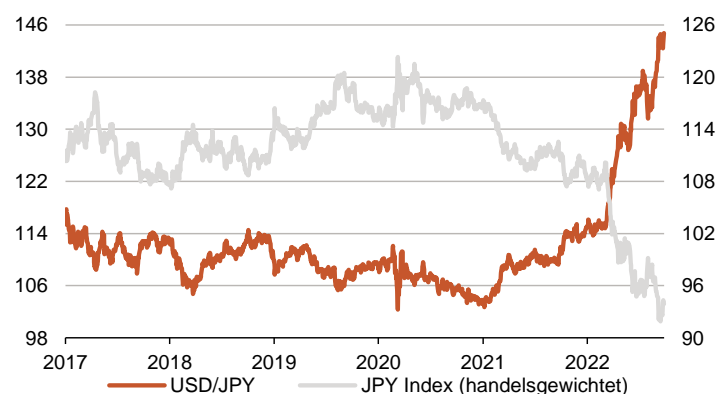
Wechselkurs GBP/USD



Bank of Japan setzt lockere Geldpolitik fort

- Die Bank of Japan beschreitet weiterhin einen Sonderweg und setzt die expansive Geldpolitik fort. Der Leitzins wird nicht angetastet. Dadurch gerät der Yen immer mehr unter Druck, besonders gegenüber dem US-Dollar. Die Bank of Japan hat nun am Devisenmarkt interveniert, um den Yen zu stärken. Erfolgsaussichten: zweifelhaft.
- Japan gibt Rätsel auf. Die Inflationsrate lag im August im internationalen Vergleich bei äußerst geringen 3 %. Mit Blick auf den extrem schwachen Yen ist die Inflation fast schon rätselhaft niedrig. Wahrscheinlich spielen umfassende staatliche Preiskontrollen eine Rolle.

Wechselkurs USD/JPY





Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

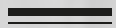
	26.09.2022	30.06.2023		31.12.2023	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	0,96	1,05	1,03	1,10	1,06
EUR/GBP	0,90	0,85	0,87	0,85	0,87
EUR/CHF	0,95	1,00	0,98	1,02	1,00
EUR/JPY	139	147	137	151	138
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-8,5	-6,7	-12,6	-9,3
GBP	-	5,8	3,3	5,8	3,3
CHF	-	-4,6	-2,6	-6,4	-4,6
JPY	-	-5,4	1,5	-7,9	1,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.09.2022

*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