



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

September | 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: 25. August 2022



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktien leicht untergewichtet, Staatsanleihen aufgestockt	4
02	Volkswirtschaft Energiekrise und Inflation: Die großen westlichen Volkswirtschaften gleiten in die Rezession	9
03	Aktien Vorsicht ist weiterhin geboten	14
04	Anleihen Restriktive Zentralbanken im Fokus	20
05	Rohstoffe Aufwärtchancen überwiegen Abwärtsrisiken	25
06	Währungen Gemeinschaftswährung auf Tauchstation: Euro 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 (27.07.22 - 24.08.22)	■ YTD (31.12.21 - 24.08.22)	24.08.21	24.08.20	24.08.19	24.08.18	24.08.17
Industriemetalle	6,8	4,5	17,4	37,6	-1,1	-0,6	-4,1
Aktien Frontier Markets	-5,7	5,2	-0,3	34,9	-13,7	11,7	-2,4
Globale Wandelanleihen	-4,6	4,9	-5,5	26,9	23,6	1,1	8,1
Aktien Industrienationen	-2,1	4,1	5,0	31,6	10,8	3,1	15,3
Gold	3,4	9,2	14,5	-6,3	19,4	32,1	-4,8
Brent	2,7		110,5	56,8	-29,5	-14,7	58,8
REITs	-5,1	2,4	7,0	27,8	-15,5	17,4	3,1
USD/EUR-Wechselkurs	2,3	14,1	18,0	0,3	-5,5	4,3	1,5
Aktien Emerging Markets	-6,5	1,5	-5,8	17,4	10,0	-0,7	0,8
Euro-Übernachteinlage	-0,1	0,0	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
EUR Staatsanleihen	-1,8		-8,7	0,7	-0,1	5,5	-0,4
EUR Unternehmensanleihen	-2,2		-12,5	2,6	-0,4	6,4	0,2

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

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

Zeitraum: 24.08.2017 – 24.08.2022

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



Volkswirtschaft



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

Aktien



- Aktienmärkte legten eine Erholungsrallye hin, welche historisch aber nicht unüblich ist. Herausforderungen bleiben bestehen.
- Der Druck auf die Unternehmen nimmt zu. Die Analysten haben zuletzt die globalen Gewinnerwartungen weiter gesenkt.
- Wir positionieren uns mit einem leichten Aktienuntergewicht, da der Weg für eine nachhaltige Erholung noch nicht frei ist.

Anleihen



- Renditelevel sicherer Staatsanleihen brechen nach oben auf. Rückgang der Invertierung der US-Renditestrukturkurve.
- Risikoaufschläge bei Schwellenländeranleihen unter Druck. Insbesondere Schwellenländer mit Spreadeinengungen.
- Wir gewichten Anleihen unter und bleiben bei Kreditrisiken weiterhin vorsichtig positioniert. Duration: weniger kurz als zuvor.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Öl belastet durch globale Nachfrageschwäche, Angebotssituation aber weiter knapp. Stärkerer Preisverlust unwahrscheinlich.
- Dollarstärke und Realzinsanstieg durch Rezessionssorgen ausgeglichen. Gold bei festigender Rezession mit Rückenwind.
- Industriemetalle kurzfristig durch Nachfragerisiken und Dollarstärke belastet. Langfristige Treiber beschleunigt.

Währungen



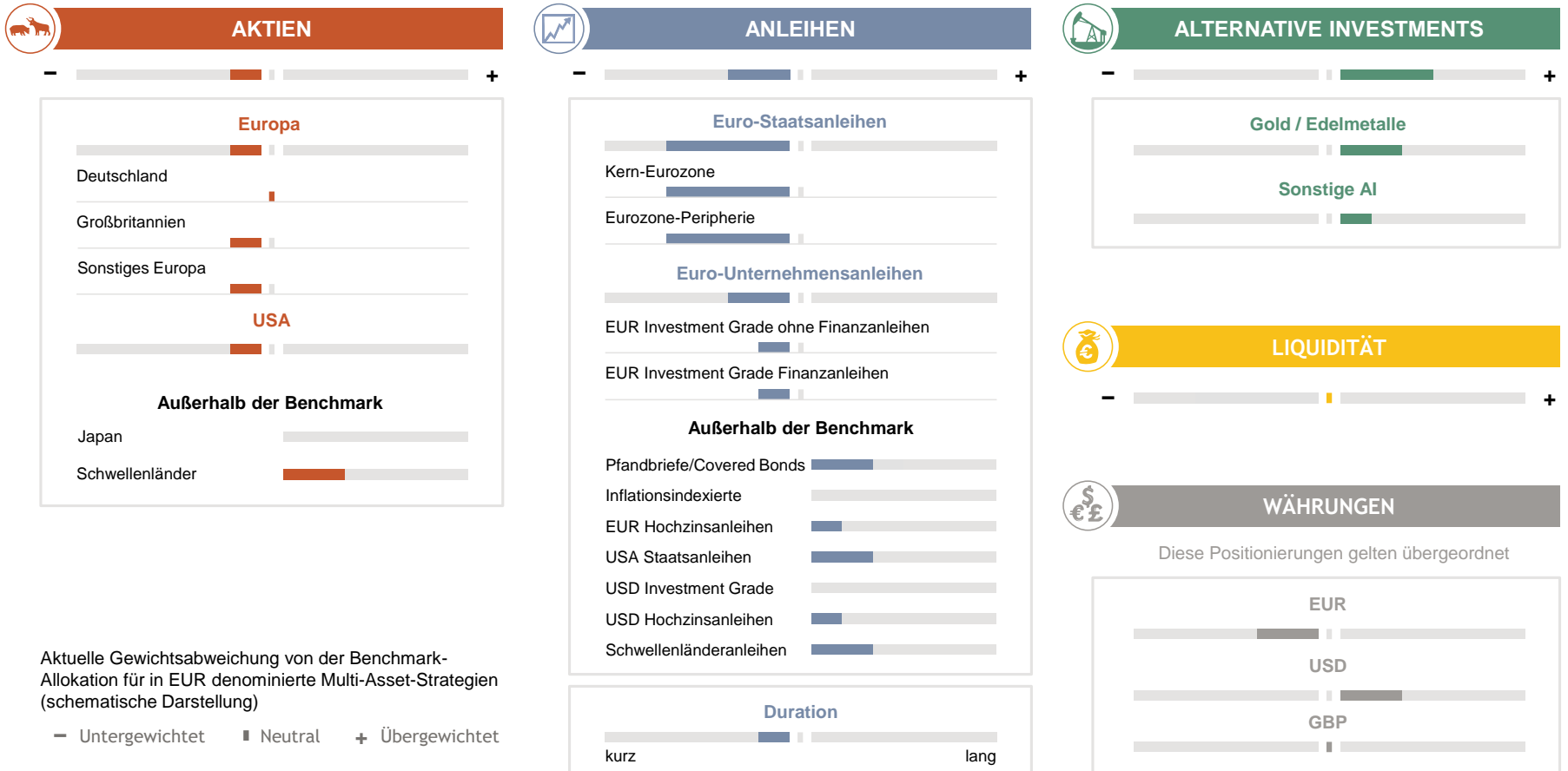
- Trotz der ersten Zinserhöhung bleibt der Euro schwach. Andere Zentralbanken waren schneller und wirken entschlossener.
- Europa ist in besonderer Weise vom Russland-Ukraine-Krieg betroffen. Die Friedensdividende ist aufgebraucht.
- Gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken fällt der Euro unter die Parität.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



Portfoliositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Quelle: Berenberg

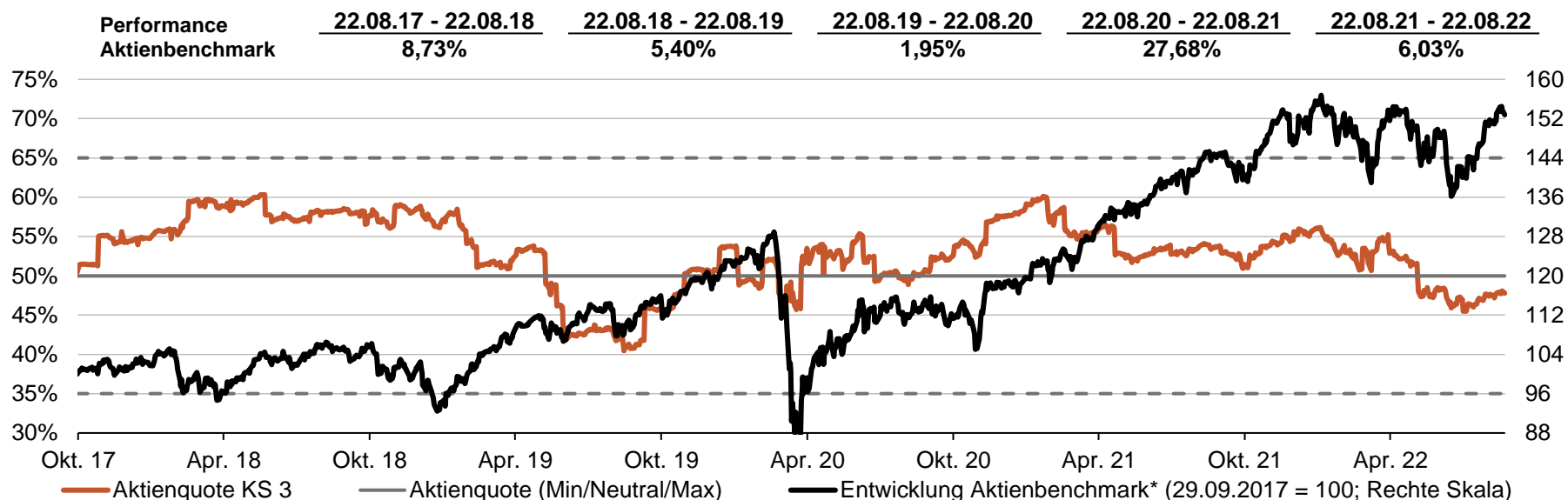
Darstellung per 24.08.2022

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

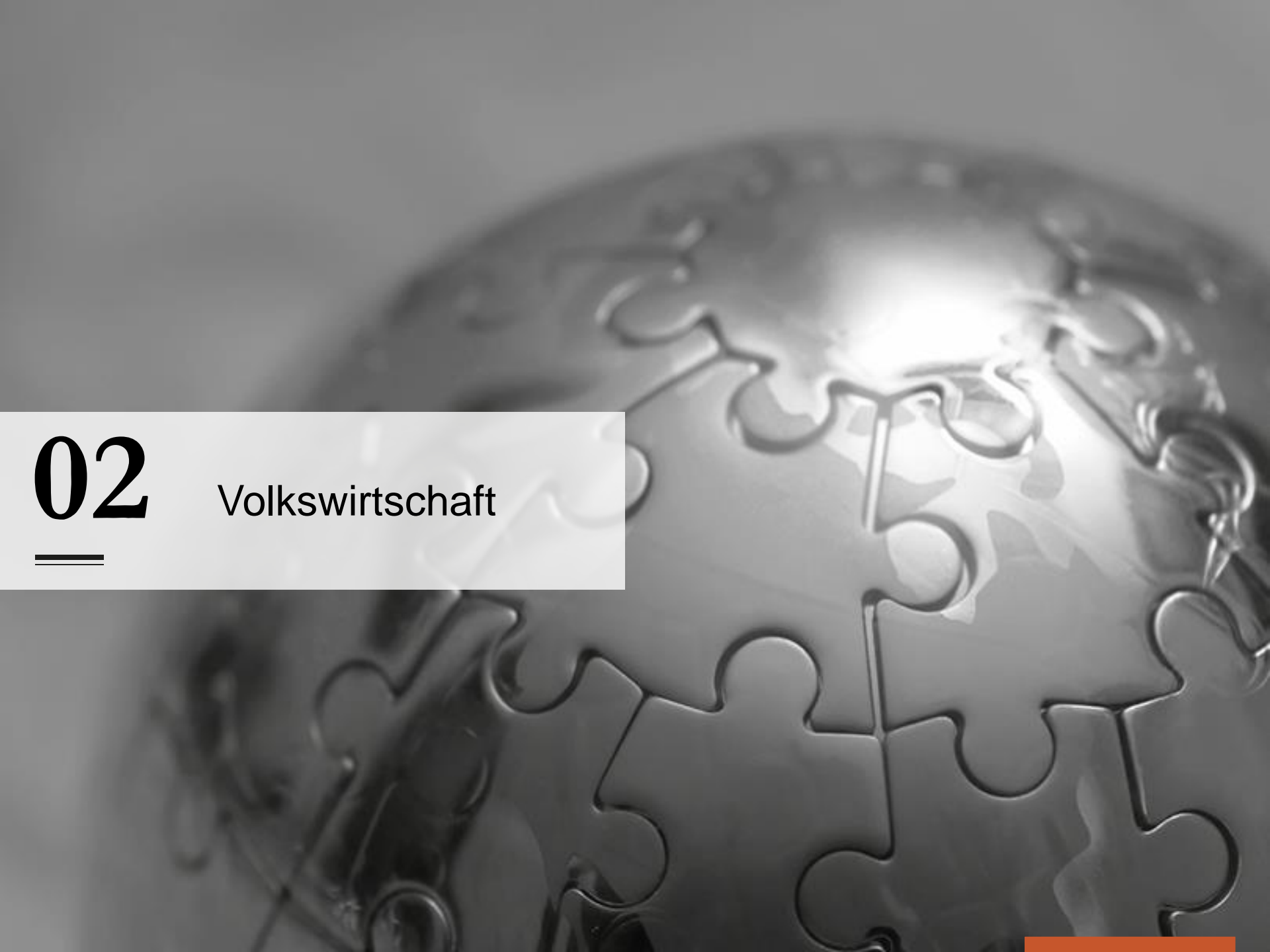


Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 01.10.2017 – 22.08.2022
 Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir hatten den deutlichen Abverkauf an den Aktienmärkten nach Russlands Einmarsch und die damit einhergehende negative Anlegerstimmung genutzt, um sukzessive unsere Aktienquote auf ein moderates Übergewicht hochzufahren. Die starke Erholung im März hatten wir dann genutzt, um Gewinne mitzunehmen, u.a. reduzierten wir Lateinamerika etwas nach der starken YTD-Performance.
- Während der kurzen Rallye nach der Fed-Sitzung im Mai haben wir unsere Aktienquote antizyklisch weiter reduziert. Berücksichtigt man noch unsere Position im Tail-Hedge-Zertifikat sind wir Aktien leicht untergewichtet. Unser Fokus auf Qualitätsaktien dürfte sich in diesem unsicheren Umfeld wieder mehr bezahlt machen.
- Darüber hinaus haben wir nach dem massiven Zinsanstieg in den USA eine Position in US-Staatsanleihen 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.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

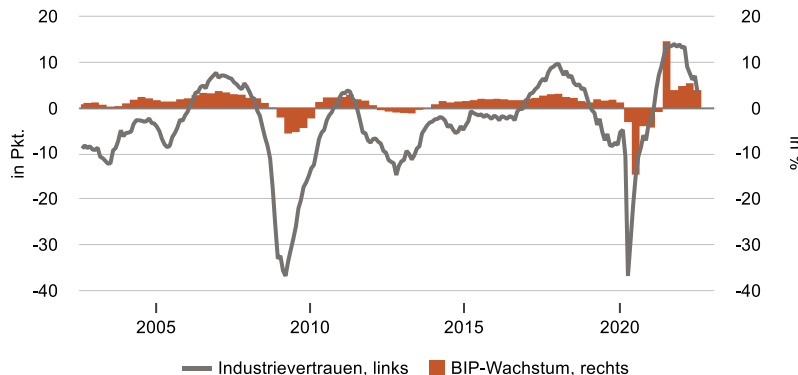


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Industrieproduktion überrascht positiv

- Die Industrieproduktion hat im Juni überraschend deutlich um 0,7 % zugelegt. Der Vormonat Mai wurde zudem auf 2,1 % hochrevidiert. Im Vergleich zum Juni 2021 liegt die Industrieproduktion um 2,4 % höher.
- In den nächsten Monaten dürften sich die Probleme von der Angebots- auf die Nachfrageseite verschieben. Wir erwarten, dass sowohl die Industrieproduktion als auch die Gesamtwirtschaft in Q3 in eine Rezession rutscht.
- Der von Russland angekündigte dreitägige Gas-Lieferstopp wegen Wartungsarbeiten an Nordstream 1 lässt den Gaspreis weiter steigen und sorgt für neue Verunsicherung.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



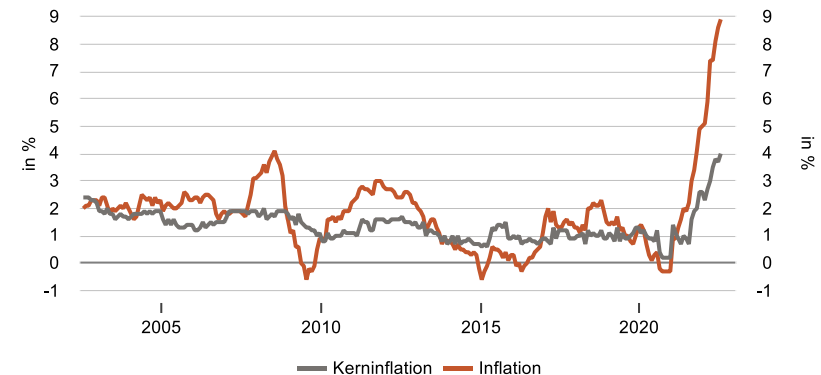
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2002 – 08/2022

Energiekrise birgt weiteres Inflationspotenzial

- Europa trägt die Hauptlast der von Putin verhängten Kürzung der Gaslieferungen. Der darauf folgende Kampf in ganz Europa, genügend Gasreserven für die kalten Monate anzulegen, hat die Großhandelspreise für Gas in beängstigende Höhen getrieben. Selbst wenn Europa, wie wir erwarten, eine Rationierung vermeidet, werden die dramatisch hohen Preise schmerzen. Der Höhepunkt der Inflation dürfte noch nicht erreicht sein.
- Die Eurozone befindet sich wahrscheinlich bereits in der Anfangsphase einer Rezession, die andauern wird, bis die wärmeren Monate im Frühjahr 2023 für eine gewisse Entspannung sorgen.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2002 – 07/2022

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

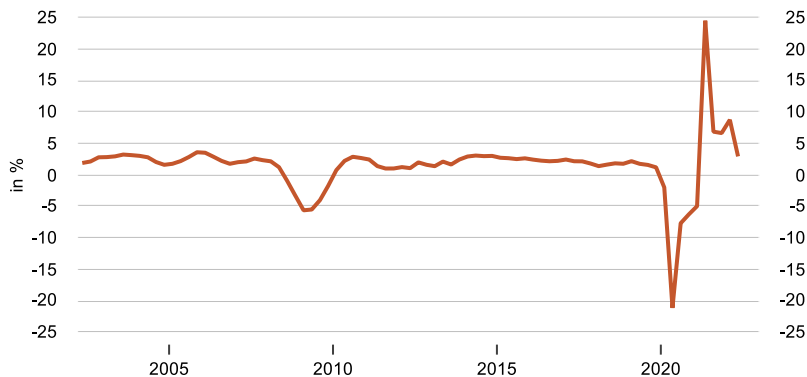


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

BIP-Rückgang im zweiten Quartal

- Das BIP ist im zweiten Quartal geschrumpft. Nachdem die britische Wirtschaft im ersten Quartal noch um 0,8 % gewachsen war, schrumpfte das BIP in Q2 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal (ggü. Vorjahr bleibt der Wert positiv). Dies dürfte der Auftakt zur Rezession gewesen sein. Wir erwarten, dass auch die nächsten drei Quartale zum Teil deutlich negative Werte ausweisen werden. Insgesamt dürfte das BIP ausgehend vom Höhepunkt um 2,3 Prozent sinken. Erst im zweiten Quartal 2023 dürften die Wachstumswerte wieder positiv sein.
- Die Ausgaben der privaten Haushalte steigen kräftig weiter. Allerdings nur nominal, also aufgrund der Inflation. Die realen Ausgaben stagnieren.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



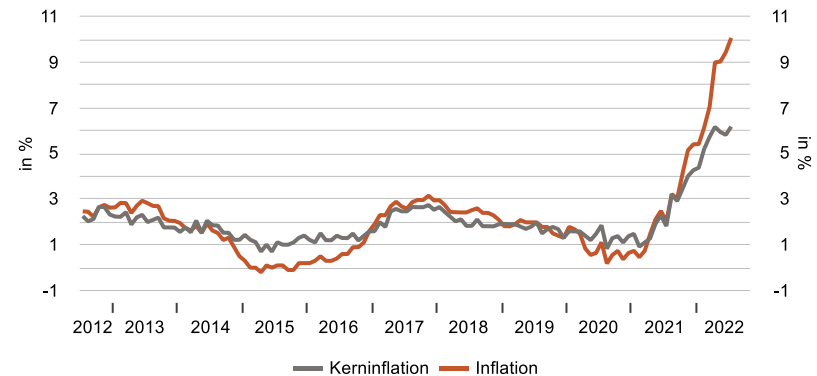
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2002 – 06/2022

Inflationsrate nun zweistellig

- Die Inflationsrate ist im Juli von 9,4 % auf 10,1 % im Vorjahresvergleich gestiegen. Gegenüber dem Vormonat stiegen die Preise um 0,6 %. Auch die Kernrate der Inflation ist weiter gestiegen, von 5,8 % auf 6,2 %. Der Preisanstieg ist damit höher ausgefallen als erwartet. Er ist inzwischen so scharf wie zuletzt 1982.
- Bisher erwarten wir die Spitze der Inflation im Oktober bei gut 12 %. Die neuen Juli-Daten zeigen, dass das Risiko für noch höhere Inflationsraten beträchtlich ist.
- Zwar steigen die Löhne, aber der Anstieg reicht nicht aus, um die höheren Preise auszugleichen. Es sind schwierige Zeiten für die Verbraucher.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 07/2012 – 07/2022

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

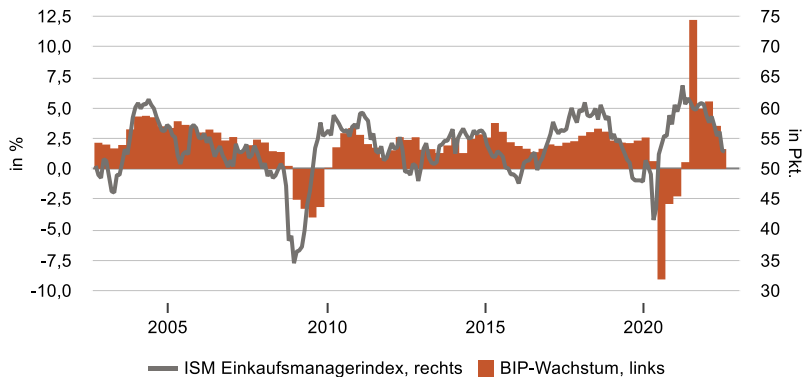


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Anstieg der Industrieproduktion

- Die Industrieproduktion stieg im Juli um 0,6 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie zuvor zweimal in Folge gesunken war. Der kräftige Anstieg der Kfz-Produktion um 6,5 % gegenüber dem Vormonat unterstützte diese positive Entwicklung. Ohne die Kraftfahrzeuge lag der Produktionsanstieg nur bei bescheideneren 0,3 %.
- Die Einzelhandelsumsätze stagnierten im Juli. Starke Rückgänge bei den Ausgaben an Tankstellen (−1,7 % ggü. Vormonat) und für Kraftfahrzeuge und Kraftfahrzeugteile (−1,6 % ggü. Vormonat) wurden durch einen Umsatzsprung im stationären Einzelhandel und im Handel mit Möbeln, Baumaterialien und Gartengeräten ausgeglichen.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex

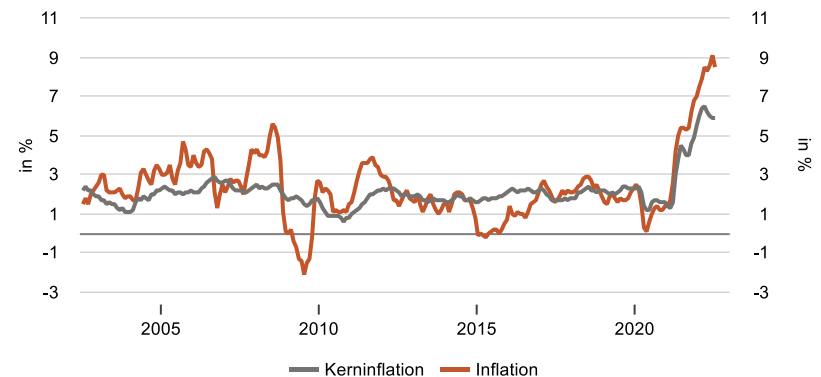


Zeitraum: 07/2001 – 07/2022

Inflationsrate sinkt im Juli leicht

- Entgegen den Erwartungen ist die Inflationsrate im Juli leicht gesunken: Im Vorjahresvergleich ging die Inflation von 9,1 % im Juni auf 8,5 % im Juli zurück. Im Vormonatsvergleich waren die Preise stabil, es gab im Juli also keinen weiteren Anstieg. Die Entspannung an der Preisfront resultiert vor allem aus einem Rückgang der Benzinpreise.
- Die Kernrate der Inflation (ohne Energie- und Lebensmittelpreise) blieb im Vorjahresvergleich unverändert bei 5,9 %. Trotz der positiven Überraschung ist es zu früh für eine Entwarnung an der geldpolitischen Front. Die Fed wird die Zinsen weiter anziehen.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)









Zeitraum: 07/2002 – 07/2022

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.08.2022

* 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

Vorsicht ist weiterhin geboten

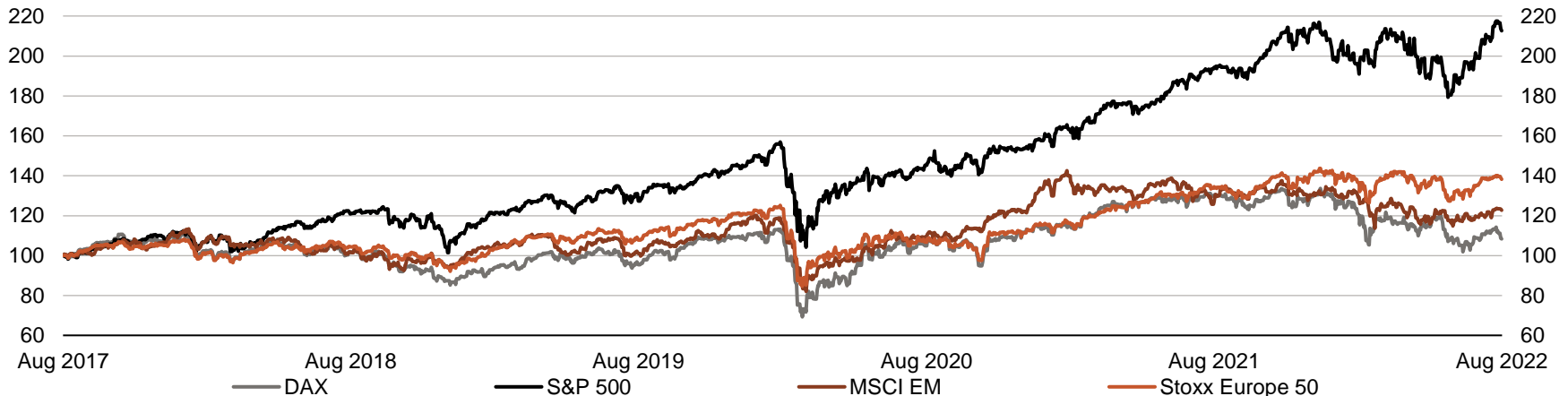


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Das Gros der Erholungsrallye dürfte hinter uns liegen

- Eine besser als erwartete Q2-Berichtssaison, die dünne Sommerliquidität, rekordverdächtige Aktienrückkaufprogramme, besser als erwartete US-Konjunkturdaten, das Peak-Inflation- und das Fed-Pivot-Narrativ, Rückkehr der Retail-Investoren sowie die niedrige Positionierung von systematischen und diskretionären Anleger halfen den Märkten sich deutlich von den Juni-Tiefs zu erholen. Die Herausforderungen sind jedoch noch nicht überwunden.
- Mit dem August-Optionsverfall nahm jedoch der Gegenwind wieder zu, welcher unserer Ansicht nach auch fundamental begründet ist. Geopolitische Risiken (China, Russland,...), die Energiekrise, schwaches Konsumentenvertrauen und Wirtschaftswachstum, Margendruck bei den Unternehmen und die weiterhin sinkende geldpolitische Unterstützung der Zentralbanken bis hin zu einem möglichen Policy Error stimmen uns weiterhin vorsichtig. Die Wahrscheinlichkeit eines Rücksetzers ist zuletzt deutlich gestiegen. Dies dürfte dann aber den Weg für eine längerfristige Erholung frei machen. Daher bleiben wir bei Aktien vorerst leicht untergewichtet positioniert.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 23.08.2017 – 23.08.2022

Unternehmensgewinne

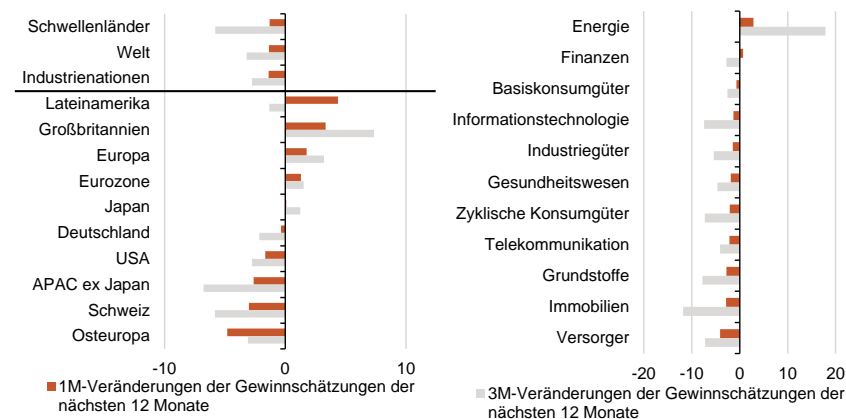
Druck auf die Gewinne bleibt hoch



Unternehmensanalysten zunehmend skeptisch

- Die Analysten sehen zunehmend Herausforderungen auf die Unternehmen zukommen, da die Inputkosten hoch bleiben und die Unternehmen aufgrund der Konsumentenschwäche es zunehmend schwierig haben, die gestiegenen Preise weiterzugeben. In den letzten vier Wochen haben die Analysten die Konsens-Gewinnentwicklung in den Industrie-, aber auch in den Schwellenländern gesenkt.
- Regional konnten sich dieser Entwicklung zuletzt das Gros der Unternehmen aus Großbritannien und Lateinamerika entziehen. Das könnte sich mit der zunehmenden Wirtschaftseintrübung jedoch schnell ändern.

Negative Gewinnrevisionen halten an



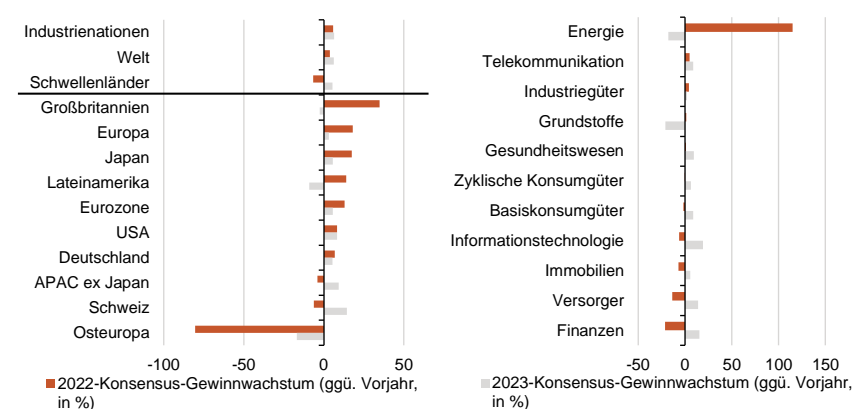
Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren

Stand: 23.08.2022

Globales Gewinnwachstum 2022 unterhalb von 4%

- Geopolitische Risiken, Inflationsdruck, Personalmangel und Lieferengpässe haben sich seit Jahresanfang bei den Unternehmensgewinnen deutlich bemerkbar gemacht. Zu Jahresanfang sah der Konsens für 2022 ein globales Gewinnwachstum von mehr als 7%. Mit den jüngsten Gewinnrevisionen ist dieses Wachstum nun unter die Marke von 4% gerutscht. Ein weiterer Verfall ist nicht ausgeschlossen.
- Auf Sektorebene kann sich der Energiesektor dieser Entwicklung merklich entziehen. Das erwartete Gewinnwachstum für 2022 ist auch zuletzt weiter gestiegen.

Gewinnerwartungen im Abwärtstrend



Quelle: Factset, MSCI Regionen und Europa-Sektoren

Stand: 23.08.2022

Bewertung & Sentiment

Markterholung mit Beigeschmack

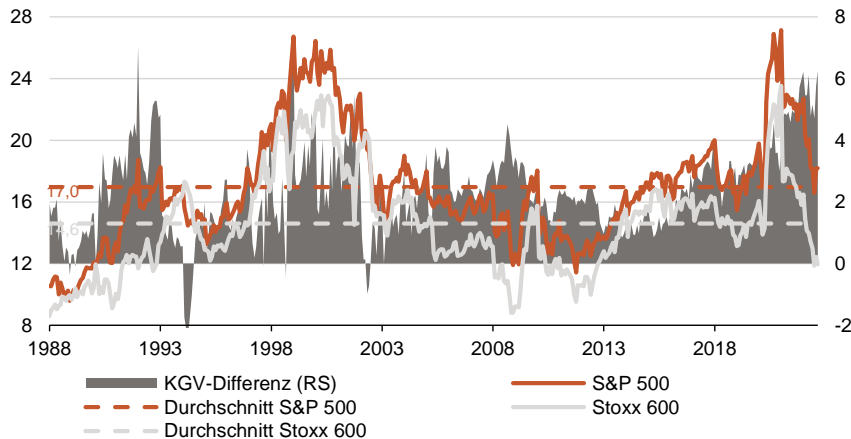


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Probleme in Europa treiben Anleger in US-Aktien

- Die Märkte haben sich mit der jüngsten Erholungsrallye deutlich von ihren Juni-Tiefs entfernt. Diese Rallye war jedoch nicht in allen Aktienmärkten gleich stark zu spüren. US-Aktien konnten sich deutlich mehr als ihre europäischen Pendanten erholen. Gründe waren u.a. die weiterhin bestehenden Probleme in Europa (Geopolitik, Wirtschaftsschwäche, Energiekrise).
- Die Bewertungsprämie von US-Aktien gegenüber europäischen Aktien hat sich somit in den letzten Wochen deutlich ausgeweitet. US-Aktien handeln nun mit einem historisch hohen KGV-Aufschlag von rund 6 Punkten.

US-Aktien blieben trotz hoher Bewertungsprämie gefragt



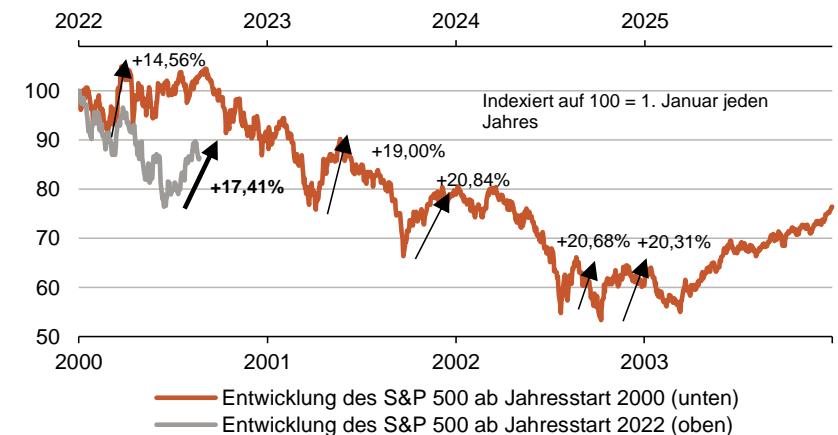
Quelle: FactSet, Bloomberg

Zeitraum: 01.01.1988 – 23.08.2022

Erholung dürfte an Schwung verlieren

- Die Gretchenfrage für Investoren momentan ist, ob der Markt die Tiefstände schon gesehen hat, oder ob die Rallye der letzten Wochen eine Bullenfalle ist.
- Für Ersteres spricht der extreme Pessimismus der Anleger und, dass ein Soft Landing der Wirtschaft nach den letzten Inflations- und Arbeitsmarktdaten wieder im Rahmen des Möglichen liegt.
- Dennoch ist weiter Vorsicht geboten. Denn der Ausblick bleibt mit großen Risiken behaftet und die Vergangenheit zeigt, dass Erholungen von >15% in Bärenmärkten nicht untypisch sind.

Bullenmarkt oder doch eine Bullenfalle?



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

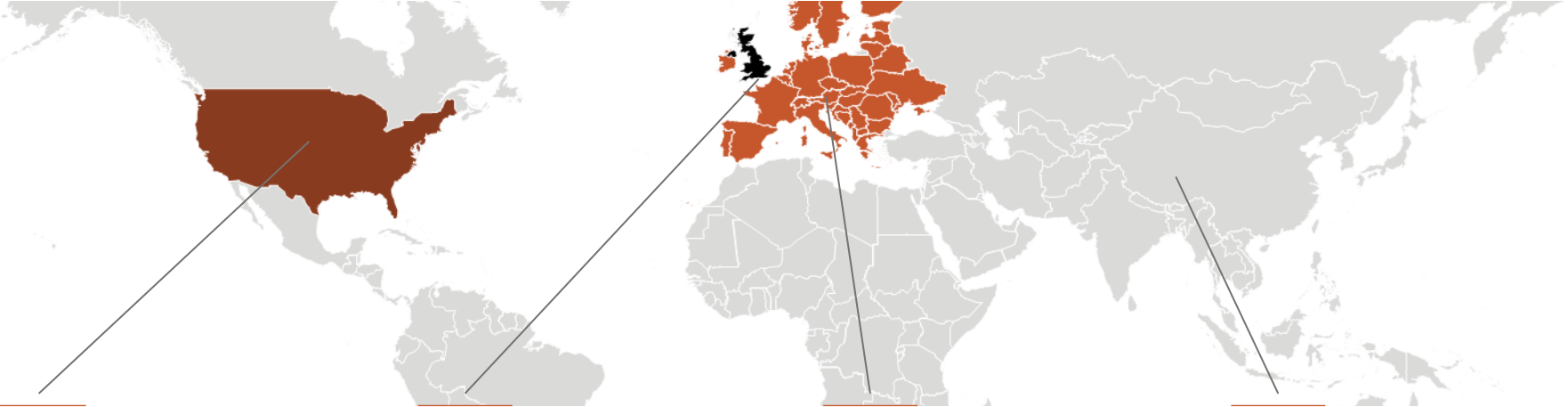
Zeitraum: 01.01.2000 – 23.08.2022

Aktien Allokation

China bietet Erholungspotenzial



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

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

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



Schwellenländer

Übergewichten

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

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	23.08.2022	31.12.2022	30.06.2023	in 12 Monaten
S&P 500	4.129	3.900	4.100	4.750
DAX	13.194	14.500	15.800	17.975
Euro Stoxx 50	3.653	3.800	4.000	4.666
MSCI Großbritannien	2.155	2.200	2.350	2.506
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-5,5	-0,7	15,1
DAX	-	9,9	19,7	36,2
Euro Stoxx 50	-	4,0	9,5	27,8
MSCI Großbritannien	-	2,1	9,0	16,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.08.2022

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04

Anleihen



U.S. Treasuries

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

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

Current Price Yield

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

Staatsanleihen

Restriktive Zentralbanken im Fokus

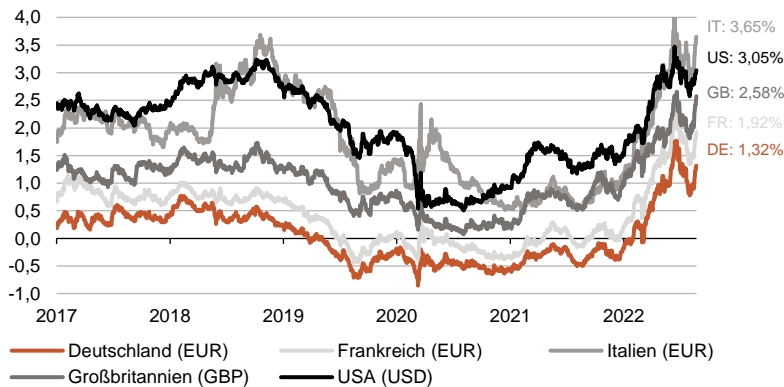
Steigende Staatsanleiherenditen

- Nach dem deutlichen Renditerückgang seit Juni legten die Renditen sicherer Staatsanleihen ab Anfang August wieder zu, als die globalen Anleihemärkte infolge restriktiverer Aussagen seitens der Zentralbanken fielen. Infolgedessen rentierten US-Staatsanleihen zuletzt wieder über der 3%-Marke.
- Bei trüberen Konjunkturdaten preiste der Markt Mitte August noch eine Zinsanhebung um 50 bzw. 75 Basispunkte auf der FOMC-Sitzung im September mit ähnlichen Wahrscheinlichkeiten, tendierte nach den restriktiven Tönen der Fed jedoch nun zu 75 Basispunkten.

Invertierung der US-Renditestrukturkurve

- Zuletzt lagen jedoch vor allem die vorläufigen Einkaufsmanagerindexdaten unter den Erwartungen. Infolgedessen kam es zu einer leichten Rückgang der Invertierung der US-Renditestrukturkurve auf „nur noch“ -25 Basispunkte. Die Kurve notierte zuletzt im September 2000 auf diesem Niveau.
- Auch in Europa legten die Zinsen zu, wobei die zunehmende Divergenz zwischen Kern- und Peripheriestaaten bestehen blieb. Die deutsche Renditestrukturkurve ist jedoch nach wie vor im positiven Bereich.

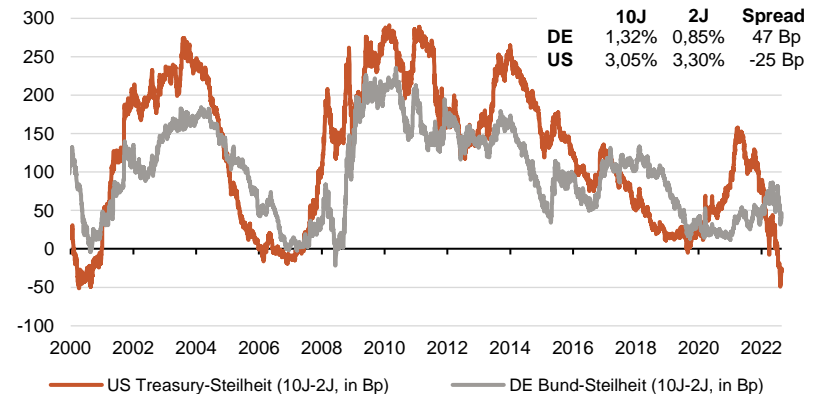
Renditen im Euroraum tendierten aufwärts



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 - 23.08.2022

Stärkste Invertierung der US-Renditekurve seit 2000



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1998 – 23.08.2022

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

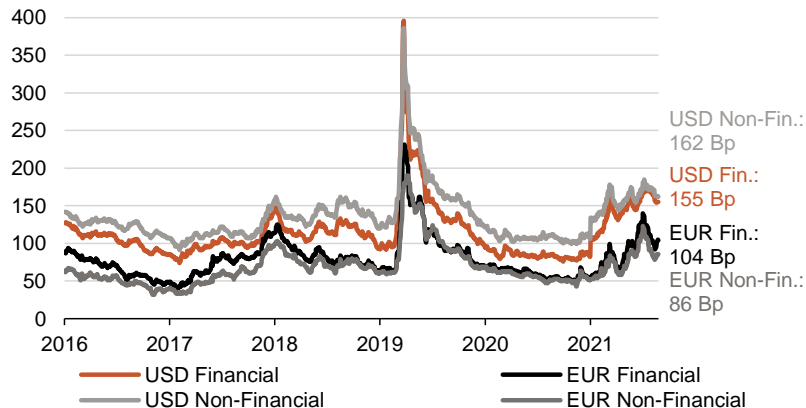
Einheitliche Einengung der Risikoaufschläge



Deutliche Spreadeinengungen in der Eurozone

- Unternehmensanleihen sahen über alle Segmente hinweg über die letzten vier Wochen Spreadeinengungen. Insbesondere bei US-Investment-Grade-Anleihen nahmen die Risikoaufschläge ab: 15 Basispunkte bei Finanzanleihen und 11 Basispunkte bei anderen Unternehmensanleihen. Die Spreads bei Finanzanleihen erreichten somit wieder das Niveau von Mitte Juni. Auch europäische Unternehmensanleihen sahen leichte Spreadeinengungen. Bei EUR-Investment-Grade-Anleihen sind beispielsweise die Risikoaufschläge im Vergleich zu vor vier Wochen bei Finanzanleihen um 3 und bei anderen Unternehmensanleihen um 6 Basispunkt gesunken.

EUR-Risikoaufschläge wieder niedriger



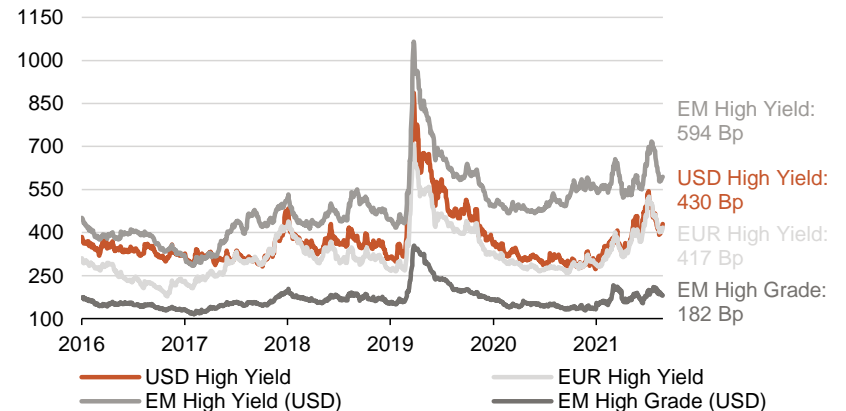
Quelle: Factset

Zeitraum: 01.01.2017 - 23.08.2022

Schwellenländer: Abnahme der Risikoaufschläge

- Auch beim Hochzinsanleihemarkt gab es über die letzten vier Wochen einen merklichen Rückgang der Risikoprämien. Die Risikoaufschläge von USD-Hochzinsanleihen verloren knapp 33 Basispunkte, und auch EUR-Hochzinsanleihen wiesen eine Einengung von 42 Basispunkten auf.
- Die größte Abnahme der Risikoprämien wiesen jedoch Hochzinsanleihen der Schwellenländer auf. Diese fielen beinahe 100 Basispunkte auf das Niveau von Anfang Juni. EM-High-Grade-Anleihen sahen eine Einengung von 25 Basispunkten.

Spreads bei EM-Anleihen nahmen deutlich ab



Quelle: Factset

Zeitraum: 01.01.2017 - 23.08.2022

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.



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

	23.08.2022	31.12.2022		30.06.2023	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	2,25-2,5	3,50-3,75	3,60	3,50-3,75	3,65
10J US-Rendite	3,05	2,90	3,06	3,20	3,03
Eurozone					
Leitzins	0,50	1,50	1,50	1,50	1,65
10J Bund-Rendite	1,32	1,00	1,26	1,50	1,34
Großbritannien					
Leitzins	1,75	2,50	2,50	2,50	2,50
10J Gilts-Rendite	2,57	2,10	2,21	2,50	2,06

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.08.2022

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe





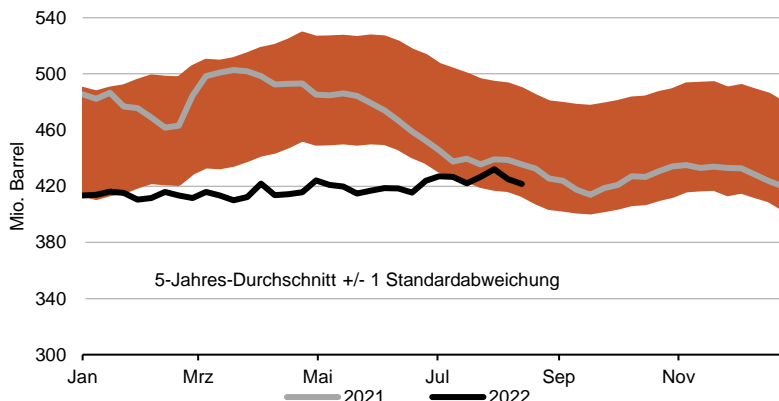
Rohöl

Aufwärtsschancen überwiegen Abwärtsrisiken

Angebotssituation bleibt trotz Nachfragesorgen angespannt

- Öl erlebte einen weiteren Monat der Schwäche. Nachdem die Sorte WTI Mitte Juni noch über der Marke von 120 USD je Barrel notierte, bewegt es sich mittlerweile knapp über 90 USD. Das entspricht einem Rückgang von fast 22%. Grund für den Preisverfall sind zum einen die Sorgen vor einer globalen Nachfrageschwäche – rezessionsbedingt im Westen, coronabedingt in China. Zum anderen fiel die US-Driving Season aufgrund der hohen Benzinpreise und der verunsicherten Konsumenten dieses Jahr deutlich schwächer aus, sodass die zugegebenermaßen bereits niedrigen US-Lagerbestände entgegen der typischen Saisonalität keinen weiteren nennenswerten Rückgang verzeichneten.
- Die Angebotssituation bleibt indessen allerdings sehr angespannt. Die Hoffnungen, Joe Biden könnte den Golfstaaten höhere Förderquoten abringen, wurden enttäuscht. Zwar kündigte die OPEC+ an weitere 100 Tsd. Barrel pro Tag auf den Markt zu bringen, dies lag aber unter den Erwartungen des Westens und angesichts der Quotenverfehlungen der letzten Monate dürfte es sich hierbei vielmehr um einen symbolischen Akt handeln. Der neue OPEC-Chef Al-Ghais bekräftigte, dass die Fähigkeiten des Kartells für Produktionsausweitungen sehr begrenzt seien. Insofern sähe er das Risiko eines „Supply-Squeeze“, sollte die Nachfrage resilienter als erwartet ausfallen.
- Nach dem Abverkauf der letzten Monate dürften Aufwärtsschancen Abwärtsrisiken mittlerweile wieder überwiegen.

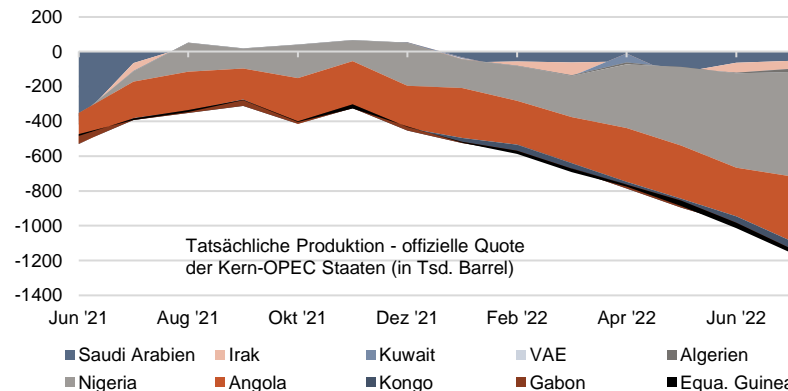
US-Lagerstände stabil entgegen der typischen Saisonalität



Quelle: Bloomberg, DOE, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2017 – 19.08.2022

OPEC-Produktion bleibt weiter hinter Zielen zurück



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 30.06.2021 – 31.07.2022

Edel- und Industriemetalle

Gold und Industriemetalle wieder mit mehr Potenzial

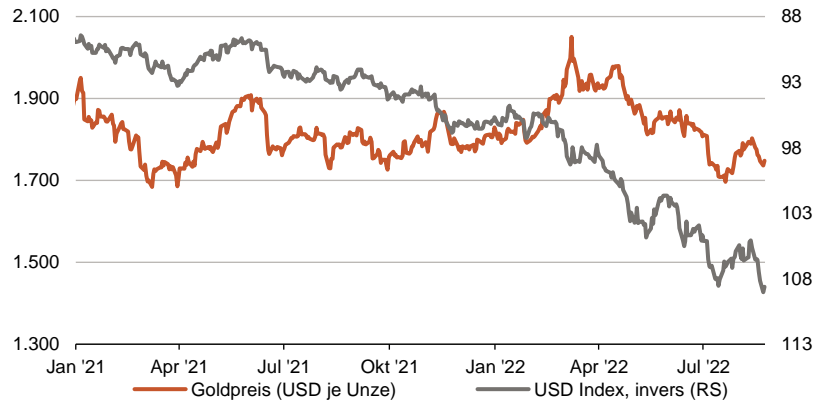


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold bei Rezession mit Rückenwind

- Nach fünf Wochen Aufwärtstrend erlitt Gold nun die ersten Schwächen. Der Rückgang der Inflationserwartungen führte zu einem deutlichen Anstieg des US-Dollars und der langfristigen Realzinsen. Im Hinblick auf die kommende Fed-Sitzung fiel Gold seit Mitte des Monats so knapp wieder unter die 1.750-Grenze.
- Bei aktuellen Zinspolitik- und Rezessionssorgen dürfte die taktische Richtung des Goldpreises durch die Verlagerung der Prioritäten der Fed zwischen Inflationsbekämpfung und Wachstumsunterstützung bestimmt werden. Sollten Rezessionssorgen die Überhand gewinnen, dürfte die Belastung durch Realzinsen abnehmen, Gold birgt so bei bereits geringerer Anlegerpositionierung positives Überraschungspotenzial.

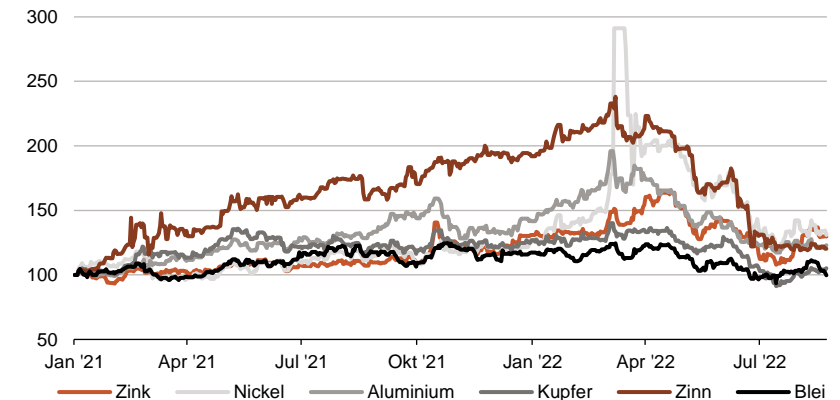
Gold belastet durch starken US-Dollar



Industriemetalle bauen Bodenbildung weiter aus

- Industriemetalle haben sich im August weiter stabilisiert, wobei Kupfer den höchsten Stand seit fast sechs Wochen erreichte. Insbesondere die kühlere US-Inflation und damit vom Markt taubenhaftere gepreiste Fed-Politik stützten. Auch nahm die Besorgnis über Lieferengpässe weiter zu. Eine sengende Hitzewelle in China führte zu Stromengpässen und belastete den Betrieb von Metallwerken, was die Befürchtung von Betriebsstörungen verstärkte. Die Energiekrise beeinträchtigt bereits die Produktion in Europa.
- Während Metalle kurzfristig bei anhaltend restriktiver Fed durch den stärkeren US-Dollar belastet bleiben dürften, bleiben die langfristigen Treiber wie Dekarbonisierung nicht nur weiter intakt, sondern nehmen Fahrt auf.

Industriemetalle stabilisieren sich





06

Währungen



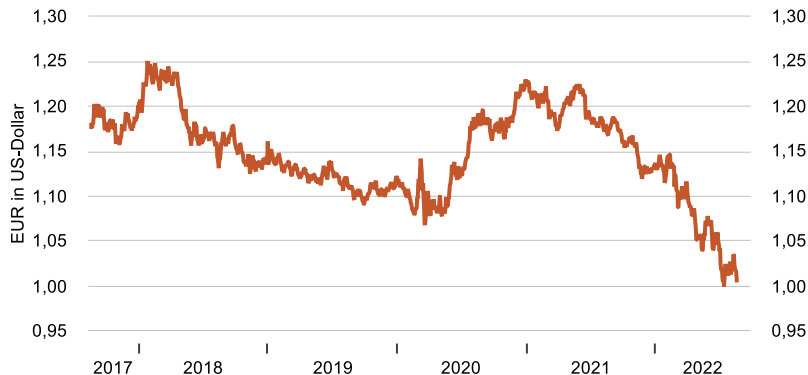
Marktentwicklung

Geld & Währung

Euro fällt unter Parität

- Der Euro konnte zunächst kurz auf 1,03 US-Dollar je Euro steigen, weil die US-Inflation schwächer als erwartet gemeldet wurde. Jetzt folgte der Rückschlag. Aktuell notiert der Euro zum Dollar unter der Parität.
- Gegenüber dem Schweizer Franken bleibt der Euro weiter sehr schwach und ist unter 0,96 Franken je Euro gefallen.
- Sollte Liz Truss Nachfolgerin von Boris Johnson werden, könnte sie Meldungen zufolge die Unabhängigkeit der Bank of England in Frage stellen. Für das Britische Pfund wäre das wohl ein Belastungsfaktor.

Wechselkurs EUR/USD



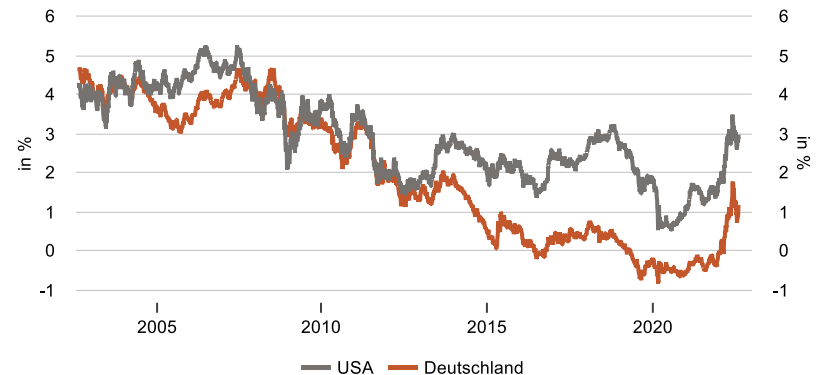
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 08/2017 – 08/2022

Zinsen weiter aufwärts

- Der starke Anstieg der Marktzinsen wurde zeitweilig unterbrochen und es gab eine Gegenbewegung. U.a. der starke Juli-Arbeitsmarktbericht in den USA hat die Zinsen nun wieder anziehen lassen. Da die Rezession den Arbeitsmarkt noch nicht erreicht hat und die Löhne weiter steigen, bleibt der Inflationsdruck hoch und die Notenbank Fed muss die Geldpolitik weiter straffen.
- Auch die übrigen Notenbanken werden die Leitzinsen weiter anheben. Zuletzt hat die Bank of England mit einer Zinserhöhung um 50 Basispunkte auf die hohe Inflation und die hohen Inflationserwartungen reagiert.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond



Zeitraum: 08/2002 – 08/2022

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

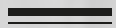
Wechselkursprognosen	23.08.2022	31.12.2022		30.06.2023	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,00	1,00	1,03	1,05	1,06
EUR/GBP	0,84	0,86	0,85	0,85	0,86
EUR/CHF	0,96	1,00	0,98	1,02	1,01
EUR/JPY	136	135	138	142	136
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-0,3	-3,2	-5,0	-5,9
GBP	-	-2,0	-0,9	-0,9	-2,0
CHF	-	-3,9	-1,9	-5,8	-4,8
JPY	-	1,0	-0,8	-4,0	0,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 23.08.2022

*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