



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Januar | 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: 20. Dezember 2021



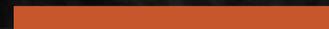
Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Moderates Aktienübergewicht in das neue Jahr hinein	4
02	Volkswirtschaft Neue Virus-Variante bringt neue Unsicherheit. Im Frühjahr dürfte der Aufschwung aber weitergehen	9
03	Aktien Normalisierung von Unternehmensgewinnen und Bewertungen	14
04	Anleihen Steigende Renditen belasten weiter	20
05	Rohstoffe Zyklische Rohstoffe mit Chancen	25
06	Währungen Devisenmärkte haben geldpolitische Divergenz wohl eingepreist. Euro dürfte Boden gefunden haben	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 (19.11.21 - 17.12.21)	■ YTD (31.12.20 - 17.12.21)	17.12.20	17.12.19	17.12.18	17.12.17	16.12.16
USD/EUR-Wechselkurs	0,4	8,7	9,2	-9,1	1,8	3,5	-11,0
EM-Staatsanleihen (hart)	-0,1	0,2	0,2	7,0	11,8	-1,4	9,3
EUR Unternehmensanleihen	-0,3	0,0	-0,4	2,4	6,7	-1,9	3,5
Eonia	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
EUR Staatsanleihen	-0,1	-0,8	-0,9	1,8	3,8	-0,4	1,2
S&P 500	-1,3	35,3	37,0	8,0	30,2	0,6	7,4
Gold	-2,2	2,9	4,1	16,1	20,6	2,7	-1,6
Aktien Japan	-2,4	11,1	11,6	1,5	17,9	-6,0	9,5
Aktien Emerging Markets	-3,8	4,2	6,2	7,4	19,0	-8,1	18,6
DAX	-3,9	13,2	13,6	2,9	23,4	-17,8	14,9
Euro Stoxx 50	-4,4	19,4	19,1	-3,0	25,7	-11,7	12,0
Brent	-4,7	69,8	71,1	-37,2	22,9	4,4	-3,3

S&P 500: S&P 500 TR (US-Aktien); Euro Stoxx 50: Euro Stoxx 50 TR; DAX: DAX TR; Topix: Topix TR (japanische Aktien); Aktien Emerging Markets: MSCI EM NR
 EUR Staatsanleihen: IBOXX Euro Eurozone Sovereign 1-10 TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR;
 EM-Staatsanl. (hart): Barcl. EM Hard Currency Agg Govt Related TR; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR;
 Eonia: Eonia Capitalization Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR. Alle Performance-Zahlen in EUR gerechnet.

Quellen: Bloomberg, Berenberg

Zeitraum: 17.12.2016 – 17.12.2021

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

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Die Omikron-Variante bringt neue Ungewissheit. Es ist aber genug Kaufkraft für einen Wiederaufschwung im Frühjahr da.
- Die Inflation steigt immer weiter – in den USA, in Großbritannien, in der Eurozone und in Deutschland.
- Der Preisauftrieb zwingt die Notenbanken zur Kehrtwende. Fed und BoE marschieren vorweg, die EZB bleibt zögerlich.

Aktien



- Unternehmensgewinne dürften nächstes Jahr solide steigen, die Wachstumsraten aber abnehmen.
- Bewertungen dürften jedoch aufgrund von steigenden Anleiherenditen und weniger Liquiditätsunterstützung leicht zurückgehen.
- Wir sehen 2022, trotz Alternativlosigkeit, nur begrenztes Aufwärtspotenzial bei Aktien.

Anleihen



- Sichere Staatsanleihen dürften auch weiterhin auf keinen grünen Zweig kommen, wir rechnen mit Verlusten.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen konzentrieren wir uns auf kurze Laufzeiten mit relativ hoher Verzinsung.
- Für Schwellenländerpapiere gilt: Vorsicht vor hoher Duration, aber attraktive Bewertungen geben Hoffnung.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Coronavirus bringt Ölpreis erneut zu Fall. Kurzfristiges Aufholpotenzial wenn Infektionsgeschehen abflaut.
- Gold legt infolge der Zentralbankmeetings zu. Potenziell steigende Realzinsen bleiben größter Gegenwind.
- Industriemetalle dürften, wenn die Konjunktur wieder an Fahrt aufnimmt, hinzugewinnen.

Währungen



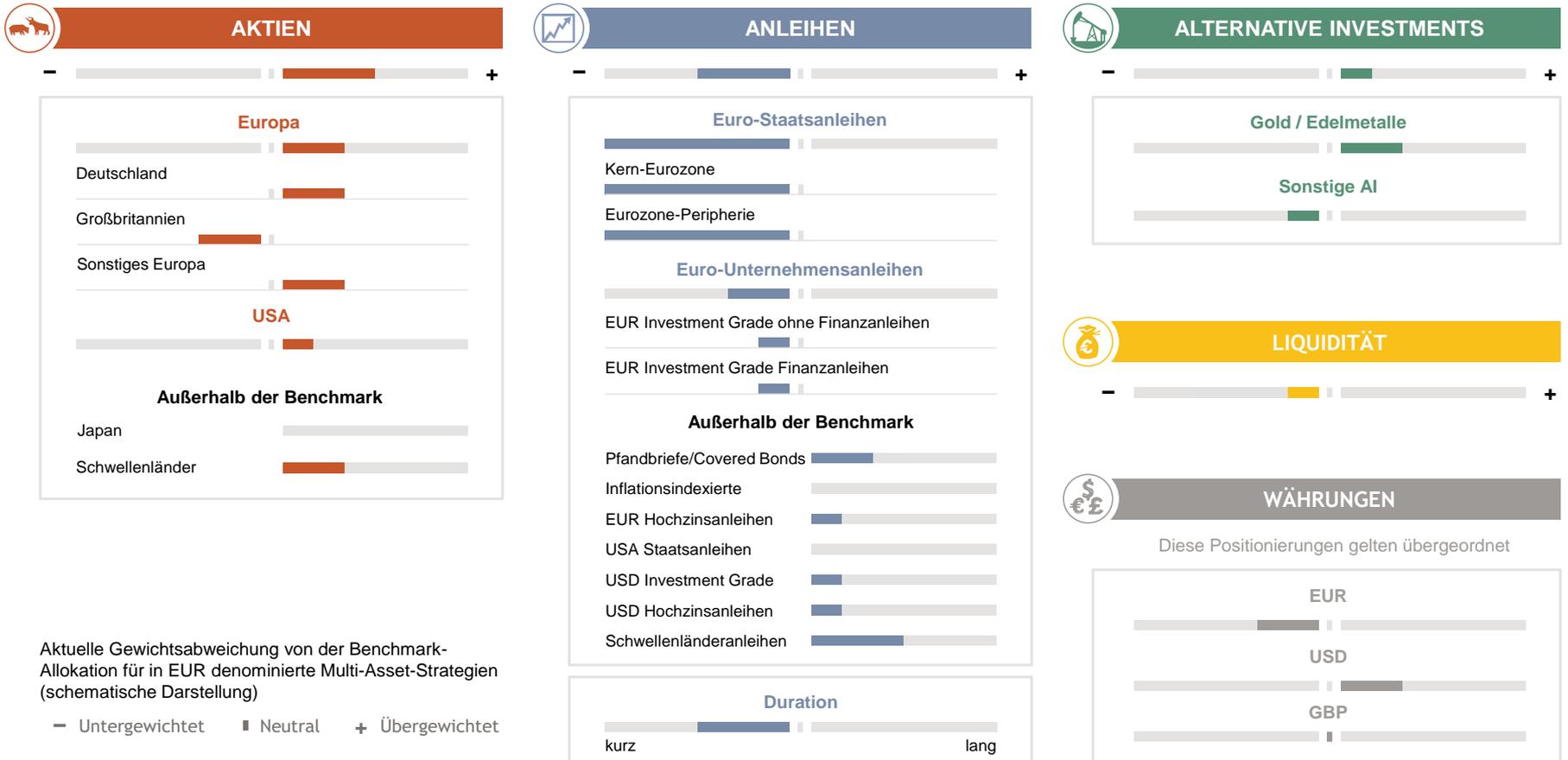
- Der Euro scheint seinen Boden zum US-Dollar gefunden zu haben. Die jüngste EZB-Entscheidung schwächt den Euro nicht.
- Die Bank of England strafft. Der Zinsvorteil gegenüber dem Euro ist aber eingepreist – die Seitwärtsbewegung geht weiter.
- Der Schweizer Franken ist sehr stark. Ein Teil der Franken-Stärke kann mit der deutlich geringeren Inflation erklärt werden.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



Quelle: Berenberg

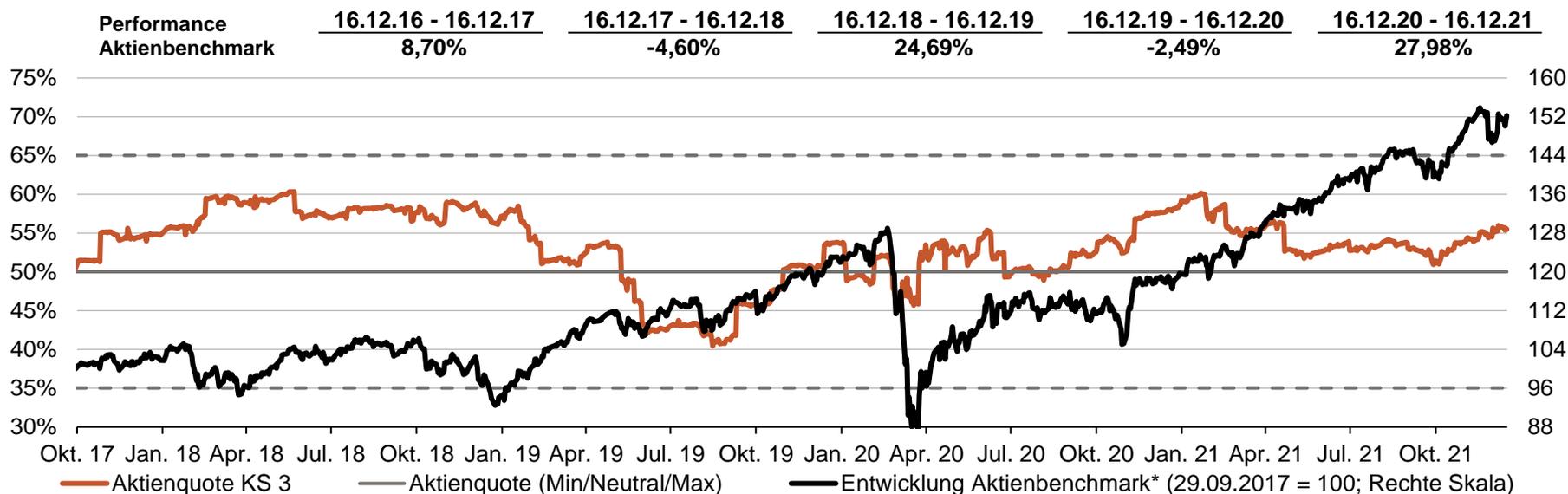
Darstellung per 17.12.2021

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3

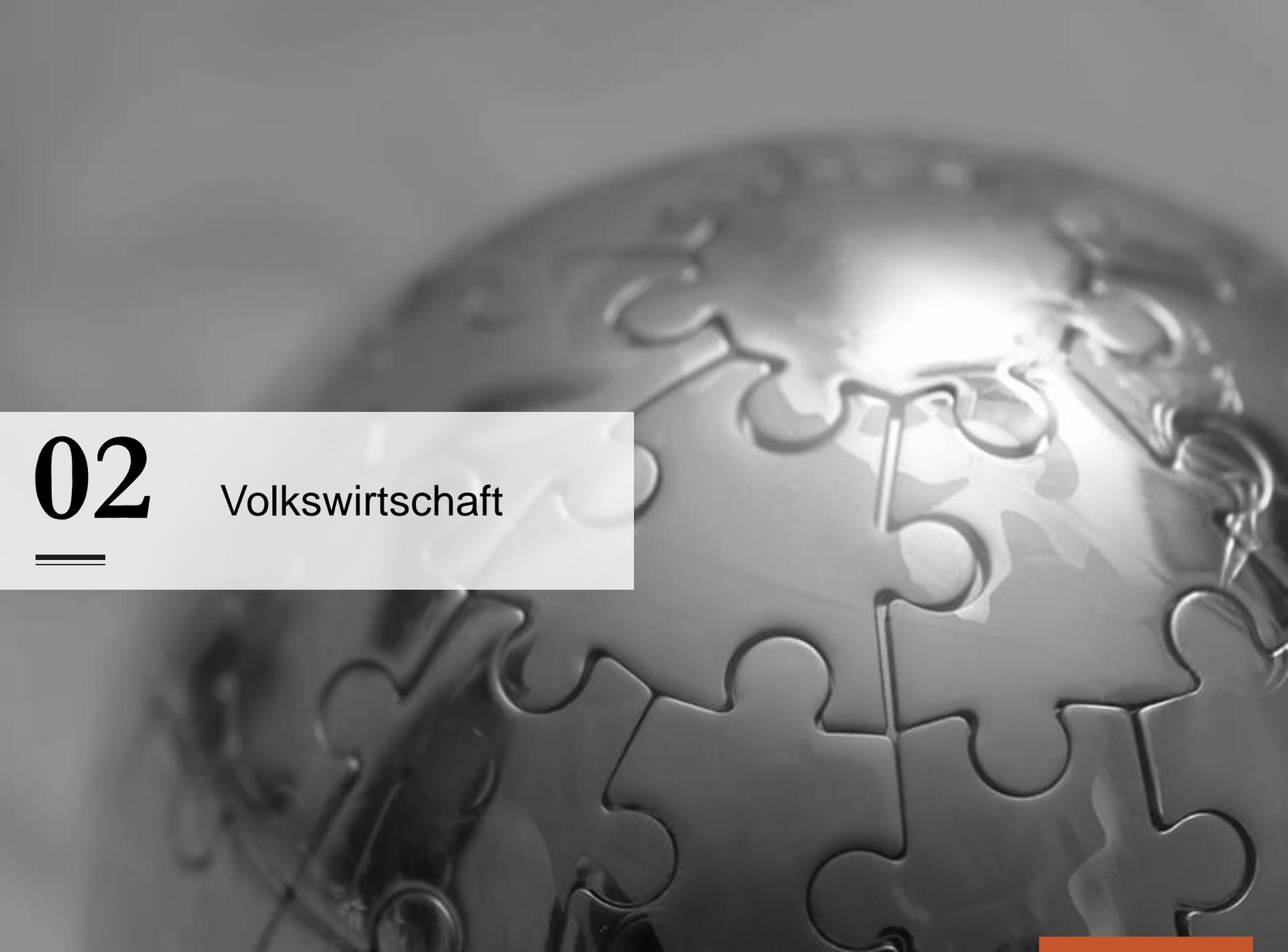


Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



Quellen: SimCorp, Bloomberg, Berenberg *„Aktienbenchmark“ setzt sich aus 70% STOXX Europe NR Index und 30% S&P 500 NR Index zusammen. Zeitraum: 16.12.2016 – 16.12.2021
 Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- In das vierte Quartal starteten wir mit einer nur leichten Übergewichtung bei Aktien. Die leichte Marktkorrektur im September/Oktober, die Klarheit über den Beginn des „Taperings“ der Anleihekäufe der amerikanischen Zentralbank Anfang November und den Rücksetzer aufgrund der Omikron-Variante nutzten wir, um die Aktiengewichtung in mehreren Schritten auf ein mittleres Übergewicht anzuheben. Unter anderem bauten wir mit Anzeichen einer Stabilisierung in China unsere Position in chinesischen Aktien aus.
- An dem Aktienübergewicht halten wir vorerst fest. Dafür sprechen der solide Konjunkturausblick, die Saisonalität, hohe Geldmarktfondsbestände, die Alternativlosigkeit von Aktien sowie die zuletzt wieder positiven Gewinnrevisionen. Die Übergewichtung gilt es voraussichtlich im Laufe des ersten Quartals 2022 zu überdenken, denn die restriktivere Fed-Politik dürfte mittelfristig die Volatilität an den Märkten wieder erhöhen. Staatsanleihen bleiben uninteressant und Unternehmensanleihen verlieren weiter an Attraktivität. Schwedenländeranleihen sind interessanter. Gold und andere Rohstoffe sind wichtige Portfoliodiversifikatoren.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

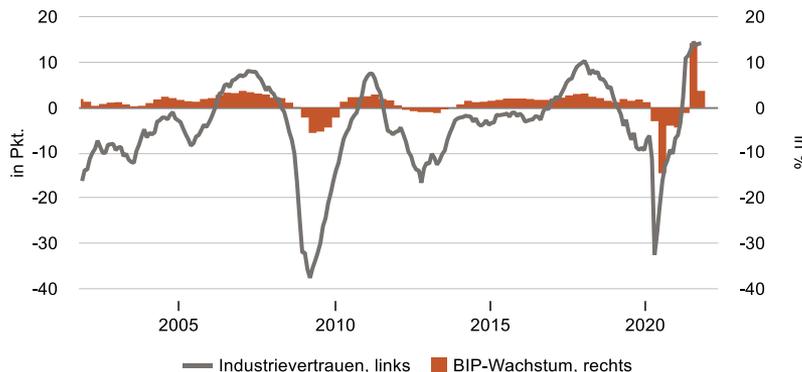


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Inflationsdruck könnte im Dezember leicht nachlassen

- Nach dem sprunghaften Anstieg auf ein 30-Jahres-Hoch von 4,9 % im November stehen die Chancen gut, dass die Inflation im Dezember allmählich nachlässt: So kostet das Barrel Brent-Rohöl derzeit ca. 65 € und ist damit gut 5,50 € billiger als im November.
- Auf der Konjunkturseite haben die Risiken aufgrund der neuen Virus-Variante erneut zugenommen. Die massive Infektionswelle dürfte weitere Einschränkungen in Wirtschaft und Gesellschaft nach sich ziehen. Diese Woche werden neue Daten zum Verbrauchervertrauen veröffentlicht, in denen ein negativer „Omikron-Effekt“ erkennbar sein dürfte.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



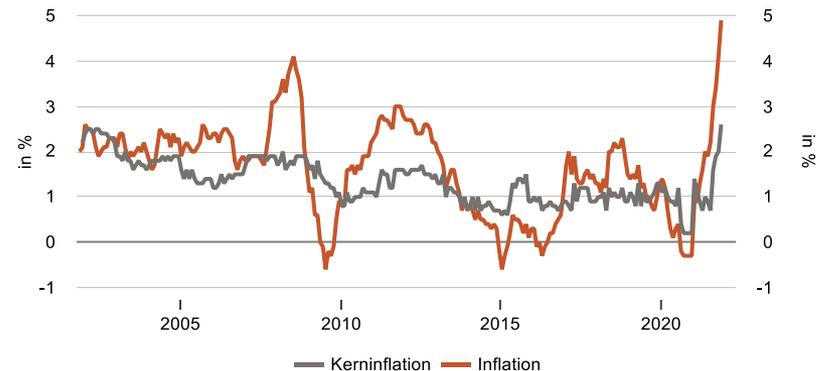
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2001 – 11/2021

EZB erhöht Inflationsprognose für 2022

- Die EZB verdoppelt ihre Inflationsprognose für 2022 nahezu von 1,7 auf 3,2 %. Ab 2023 erwartet die EZB die Inflation jedoch wieder bei 1,8 % und somit unterhalb ihres Zielwertes von 2 %.
- Im Gegensatz zur Fed und zur Bank of England sieht die EZB aber noch keine Notwendigkeit, ihre Politik stärker zu straffen. Als Treiber für die derzeit – und wohl auch 2022 – zu hohe Inflation sieht sie vor allem Faktoren, auf die sie keinen direkten Einfluss hat. Präsidentin Lagarde nennt als Gründe die Geopolitik, die Energiepreise und sogar Wetterbedingungen, die abermals für höhere Energiepreise sorgen.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2001 – 11/2021

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

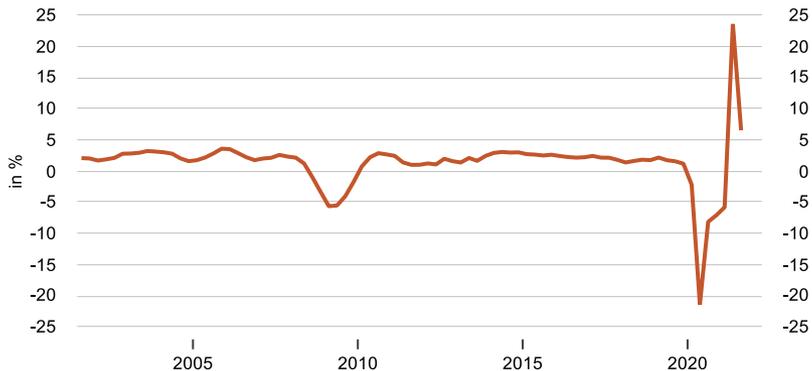


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bank of England hebt den Leitzins an

- Die BoE hat ihren Leitzins im Dezember um 15 Basispunkte auf 0,25 % angehoben. Zuvor war die November-Inflation auf 5,1 % angestiegen.
- Die Entscheidung fiel trotz der aktuell raschen Ausbreitung der Omikron-Variante und der zunehmenden Sorge, erneut strengere Maßnahmen ergreifen zu müssen. Der Kampf gegen die Inflation hat derzeit offenkundig eine höhere Priorität.
- Gegenwärtig ist der Inflationsdruck in Großbritannien durch den ausgeprägten Arbeitskräftemangel und wegen der fünfjährigen Investitionszurückhaltung seit dem Brexit-Referendum 2016 enorm.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



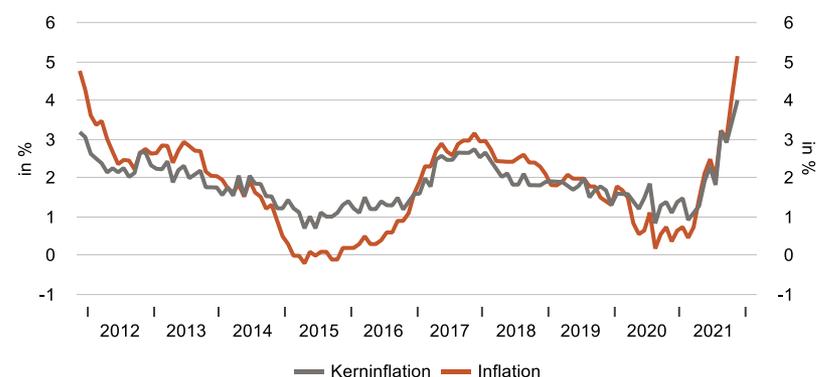
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2001 – 09/2021

Abseits von Omikron sind die Aussichten positiv

- Trotz anhaltender COVID-19-Unsicherheiten und globaler Verwerfungen auf der Angebotsseite, die das reale Produktionswachstum temporär bremsen werden, sind die Aussichten für Großbritannien grundsätzlich positiv.
- Die Einkommen der privaten Haushalte sind robust, da der Arbeitsmarkt floriert. Die Unternehmen werden zunehmend optimistischer.
- Aufgrund des privaten Konsums und einer Erholung der Investitionen dürfte das Gesamtwachstum mittelfristig über dem Trend liegen.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2011 – 11/2021

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

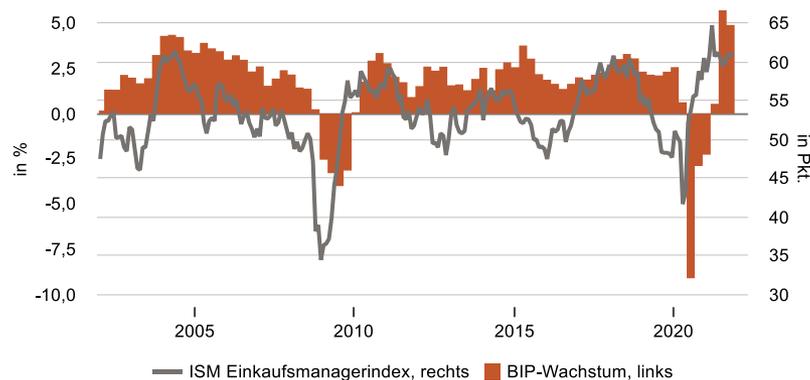


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Industrieproduktion zeigt sich stark

- Die US-Industrieproduktion stieg um 0,5% gegenüber dem Vormonat. Damit liegt sie um rund 1 % höher als vor der Pandemie und hat sich seit April 2020 mit 21,5 % deutlich erholt.
- Die Novemberdaten deuten mit einem Anstieg von 0,7 % auf die Stärke des verarbeitenden Gewerbes hin, wobei praktisch alle Industriegruppen einen gesunden Zuwachs gegenüber dem Vormonat verzeichneten.
- Die Industrieproduktion dürfte weiter steigen, da sich die Lieferengpässe lockern und die Engpässe bei Teilen und Vertrieb, die die Produktion insbesondere in der Automobilindustrie beeinträchtigt haben, beseitigt werden.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



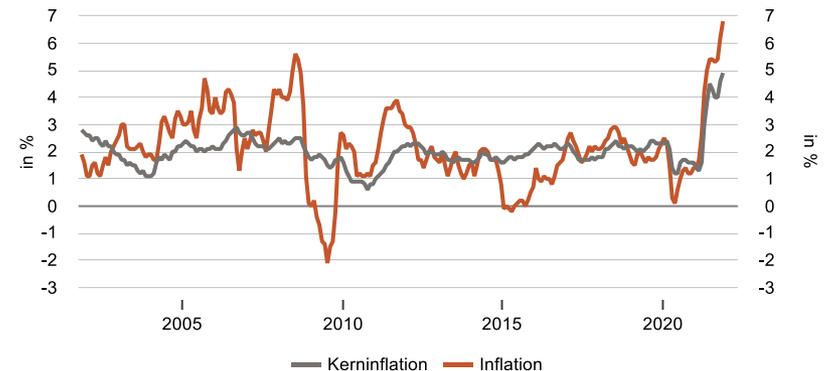
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2000 – 11/2021

U.S. Einzelhandel steigt im November nur leicht an

- Die Einzelhandelsumsätze in den USA stiegen im November um 0,3 %. Sie liegen damit deutlich unter dem Konsens von 0,8 %, nachdem sie im Oktober zuletzt um 1,8 % gestiegen waren.
- Die Gesamtumsätze wurden durch einen Rückgang in Kaufhäusern um 5,5 % belastet. Trotz der Verlangsamung des Umsatzwachstums im Einzelhandel sind die Umsätze um 23% höher als im Februar 2020.
- Anhaltendes Beschäftigungswachstum, steigende Nominallöhne und gesunde Bilanzen der privaten Haushalte dürften das Wachstum der Einzelhandelsumsätze bis zum Weihnachtsgeschäft unterstützen.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2001 – 11/2021

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

BIP-Wachstum (in %)

Inflation (in %)

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2021		2022		2023		2021		2022		2023	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	5,5	5,6	4,1	3,9	3,3	2,5	4,7	4,7	4,6	4,2	3,1	2,4
Eurozone	5,1	5,1	4,5	4,2	2,9	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	1,9	1,5
Deutschland	2,6	2,8	4,2	4,1	3,0	2,2	3,2	3,1	2,7	2,6	2,0	1,7
Frankreich	6,7	6,7	4,4	4,0	2,8	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0	1,8	1,5
Italien	6,3	6,3	4,6	4,5	2,2	2,1	1,9	1,9	2,4	2,2	1,7	1,2
Spanien	4,4	4,5	6,2	5,8	3,5	3,3	2,9	2,9	2,7	2,7	2,0	1,4
Großbritannien	6,8	6,9	4,8	4,8	2,4	2,2	2,5	2,5	4,1	4,0	2,6	2,1
Japan	2,0	1,8	3,1	2,9	1,4	1,4	-0,1	-0,2	1,1	0,7	0,7	0,7
China	8,0	8,0	5,2	5,2	5,1	5,3	0,9	1,0	1,9	2,2	2,3	2,2
Welt*	5,7	-	4,3	-	3,5	-	-	-	-	-	-	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 17.12.2021

* 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

Bewegter Abschied aus dem alten Jahr

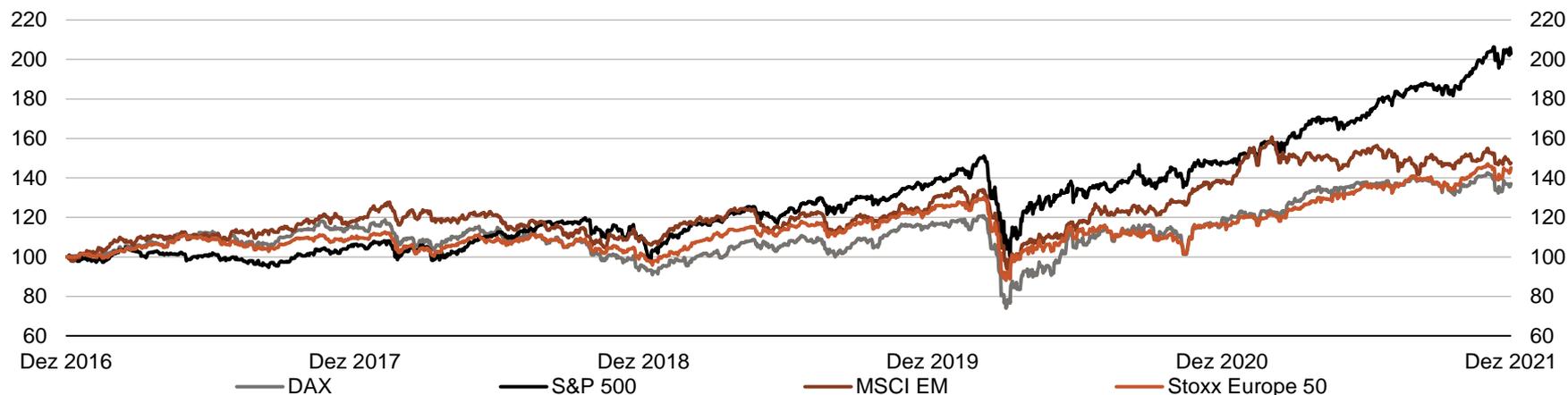


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Viertes Quartal geprägt durch erhöhte Volatilität

- Das vierte Quartal war durch eine erhöhte Volatilität gekennzeichnet, was wohlmöglich als Vorgeschmack auf das kommende Jahr verstanden werden dürfte. Nach den Verlusten im September im Zuge der Tapering- und China-Sorgen startete das Quartal mit einer kräftigen Gegenbewegung nach oben, unterstützt durch eine erfreuliche Q3-Berichtssaison. Viele Aktienmärkte erreichten Mitte November neue Allzeithochs, ehe dann die Omikron-Variante die Anlegerstimmung deutlich drückte. Zudem gestand die amerikanische Zentralbank ein, dass die Inflation wohl doch nicht nur temporär sei und man entsprechend auch ein stärkeres Zurückfahren der Anleihekäufe in Betracht ziehen müsste.
- Zyklische Aktienregionen entwickelten sich in Q4 am schlechtesten, allen voran Osteuropa und Japan. Aber auch Europa gab in der Spitze mehr als 8% ab, während sich die USA am besten hielten, unterstützt durch einen stärkeren US-Dollar, Aktienrückkaufprogramme und Privatanleger-Flows.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 16.12.2016 – 16.12.2021

Unternehmensgewinne

Normaleres, aber solides Gewinnwachstum in 2022 erwartet

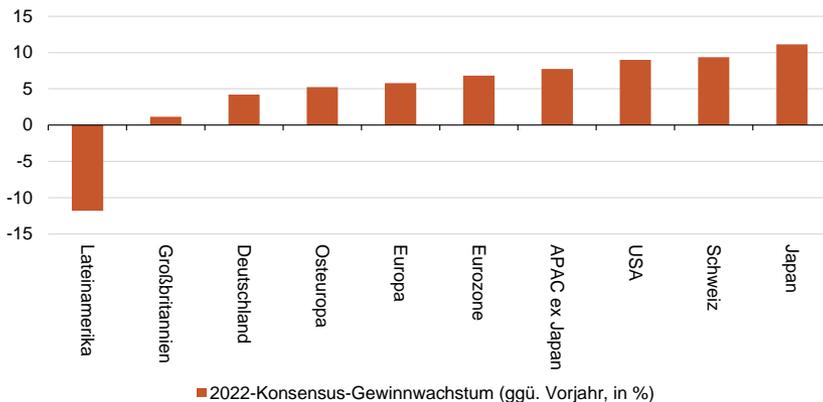


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Normaleres Gewinnwachstum auf breiter Front

- Nachdem die Unternehmensgewinne im Jahr 2021 aufgrund von Basiseffekten kräftig gestiegen sind, dürfe es nächstes Jahr zu einer Normalisierung kommen.
- Für die Eurozone wird ein solides Gewinnwachstum von 7% gesehen, während der Konsensus mit einer Erwartung von 11% am optimistischsten für Japan ist. Asien und die USA folgen dahinter.
- Einzig Lateinamerika dürfte nächstes Jahr einen Gewinnrückgang sehen, nachdem es in diesem Jahr einen Anstieg von +200% verzeichnet hat.

Solides Gewinnwachstum im Jahr 2022 erwartet



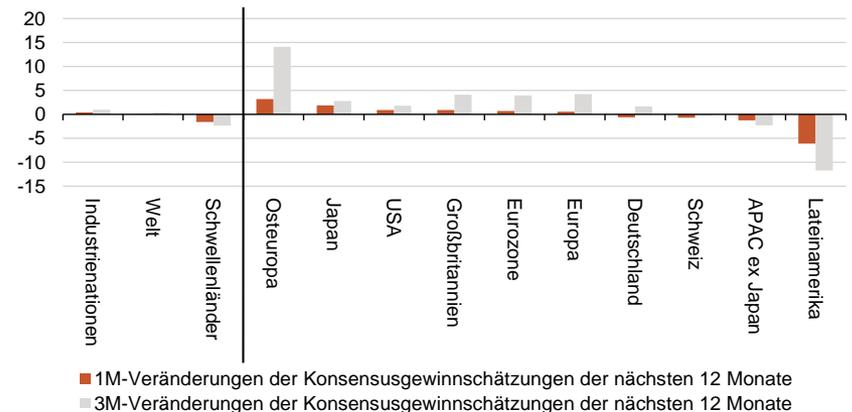
Quelle: Factset

Stand: 16.12.2021

Verbrauchernachfrage und Investitionen unterstützen

- Wir denken, dass die vorsichtig optimistischen Analystenschätzungen realistisch sind. Unsere Volkswirte sind zuversichtlich bezüglich 2022 und erwarten beispielsweise, dass das BIP der Eurozone im nächsten Jahr ähnlich stark wie in diesem Jahr wächst.
- Das Gewinnwachstum wird zudem durch mehr Unternehmensinvestitionen und hohe Gewinnmargen unterstützt. Die Unternehmen waren bisher weitgehend in der Lage, höhere Inputkosten weiterzugeben. Die fortschreitende Digitalisierung hilft dabei, die Profitabilität zu erhöhen.

Gemischte Gewinnrevisionen



Quelle: Factset

Stand: 16.12.2021

Bewertung & Sentiment

Voraussichtliche Normalisierung der Bewertungen in 2022



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

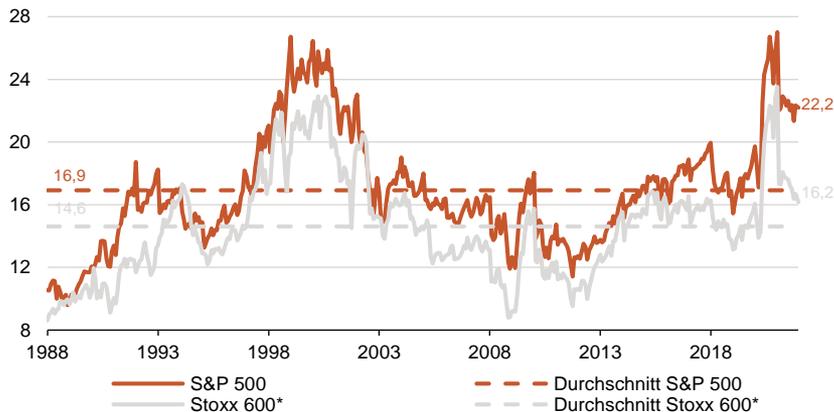
Bewertungen dürften leicht zurückgehen

- Die Bewertungen sind in diesem Jahr wie von uns erwartet gesunken. Die Aktienkurse stiegen weniger stark als die Unternehmensgewinne. US-Aktien konnten beispielsweise 25% zulegen, die Gewinne stiegen aber um 50%. Verglichen mit dem eigenen historischen KGV bleiben die meisten Aktienregionen jedoch hoch bewertet. Steigende Anleiherenditen dürften zu einer Normalisierung bei den Bewertungsniveaus führen, allerdings nicht im selben Maße wie in der Vergangenheit, da es vermehrt bewertungsinsensitive Anleger (z.B. ETF-Sparpläne) gibt.

Aktienmärkte bleiben volatil und fragil

- Die realisierte Volatilität von Aktien der Industrieländer ist zuletzt deutlich angesprungen und notiert nun untypischerweise über der Volatilität von Schwellenländeraktien.
- Der VIX erreichte Anfang Dezember mit über 30 den höchsten Stand seit Januar dieses Jahres, fiel allerdings in der Folge schnell wieder auf unter 20, um dann erneut zu steigen. Die Aktienmärkte bleiben weiterhin sehr fragil. Aber auch in den anderen Anlageklassen lässt sich eine erhöhte Anfälligkeit beobachten.

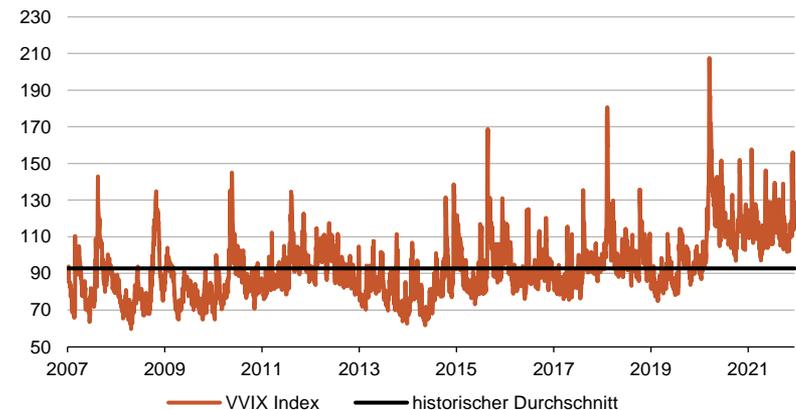
US-Aktien bleiben ambitioniert bewertet



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 31.12.1987 – 16.12.2021

Die Volatilität des VIX bleibt überdurchschnittlich



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

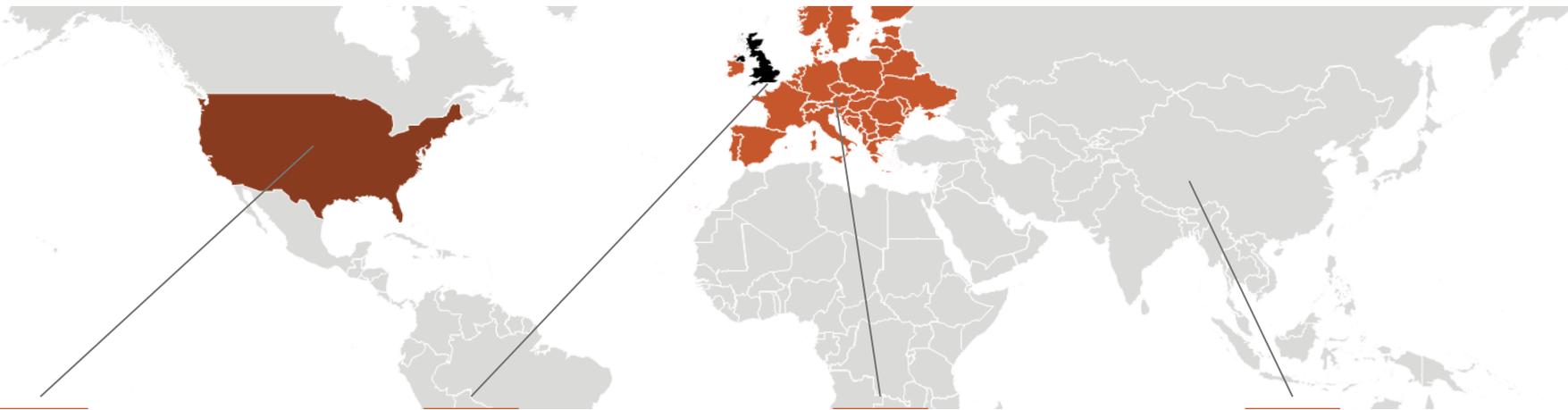
Zeitraum: 01.01.2007 - 16.12.2021

Aktien Allokation

Aufstockung chinesischer Aktien



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Neutral

- Steigende Anleiherenditen dürften hochbewertete US-Aktien belasten, während die strukturelle Wachstumsstärke Sicherheit gegenüber aufkommenden Wachstumssorgen liefert.
- Die USA bleibt die Region, die am stärksten durch Aktienrückkaufprogramme und durch Aktienfondszuflüsse unterstützt wird.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir US-Aktien nach einer leichten Aufstockung nun neutral gewichtet.

Großbritannien

Untergewichten

- Nachdem wir im Frühling bereits schon teilweise Gewinne bei britischen Aktien im Small-Cap-Bereich realisiert hatten, haben wir uns zuletzt von unserem Large-Cap-ETF komplett getrennt.
- Wir bleiben britische Aktien leicht untergewichtet.

Europa ex. UK

Übergewichten

- Der Abbau von Angebotsengpässen dürfte insbesondere exportabhängigen europäischen Unternehmen zugute kommen.
- Der schwächere Euro, die beschlossenen Fiskalpakete sowie die Geldpolitik der EZB dürften zudem unterstützen.

Schwellenländer

Übergewichten

- Schwellenländer-Aktien dürften einer der Hauptprofiteure einer Erholung der Weltkonjunktur sein.
- Wir haben chinesische Aktien jüngst aufgestockt, nachdem sie sich im Oktober/November stabilisiert und auch die regulatorischen Störfeuer nachgelassen hatten. Zumal die Bewertungen schon hohe Risikoprämien einpreisen.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	17.12.2021	30.06.2022	31.12.2022	in 12 Monaten
S&P 500	4.621	4.850	4.950	5.199
DAX	15.532	16.500	17.000	18.857
Euro Stoxx 50	4.161	4.400	4.600	4.925
MSCI Großbritannien	2.050	2.125	2.200	2.387
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	5,0	7,1	12,5
DAX	-	6,2	9,5	21,4
Euro Stoxx 50	-	5,7	10,5	18,4
MSCI Großbritannien	-	3,7	7,3	16,5

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 17.12.2021

*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 / 3.37	29	11/20

Staatsanleihen

Steigende Renditen belasten weiter



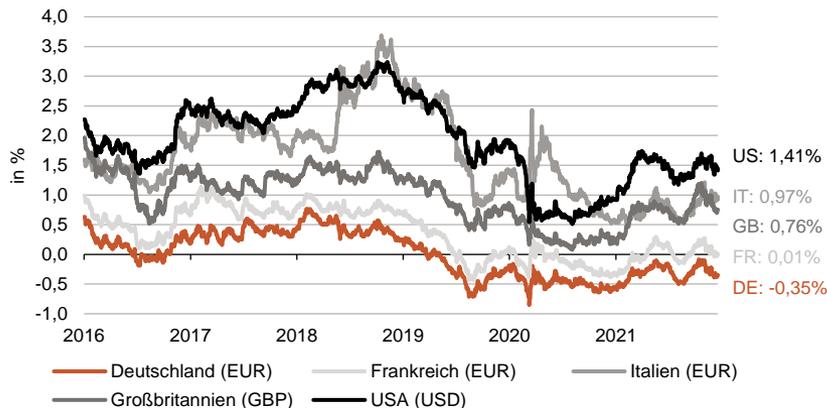
Staatsanleihen kämpfen unverändert mit Gegenwind

- Nach einem für sichere Staatsanleihen schwierigen Jahr sollten auch die kommenden Monate keine wesentliche Trendumkehr mit sich bringen.
- Zwar würden dauerhaft hohe Corona-Infektionszahlen, geopolitische Turbulenzen oder chinesische Wachstumssorgen die Nachfrage nach Sicherheit stützen, jedoch sind dies nicht unsere Hauptszenarien. Vielmehr erwarten wir im Rahmen einer gesamtwirtschaftlich soliden Post-Covid-Nachfrage sowohl für deutsche Bundesanleihen als auch für US-Staatspapiere steigende (Real-)Renditen.

2022 dürfte ein Verlustjahr werden

- Die Fed dürfte neben der Rückführung ihrer Anleihekäufe auch in Form von Leitzinserhöhungen restriktiver agieren. Wir rechnen mit vier Zinsschritten à 25 Basispunkten bis zum Jahresende 2022. Die EZB dürfte die flexible Anpassung ihrer Geldpolitik zunächst ausschließlich über ihr Anleihekaufvolumen steuern und noch keine Zinserhöhungen vornehmen.
- Genauso wenig wie die im Jahresverlauf wieder sinkenden Inflationsraten wird dies allerdings ausreichen, um sicheren Staatsanleihen Wind unter den Flügeln zu verschaffen. Im Gegenteil, mit ihnen dürfte auch 2022 kein Geld zu verdienen sein.

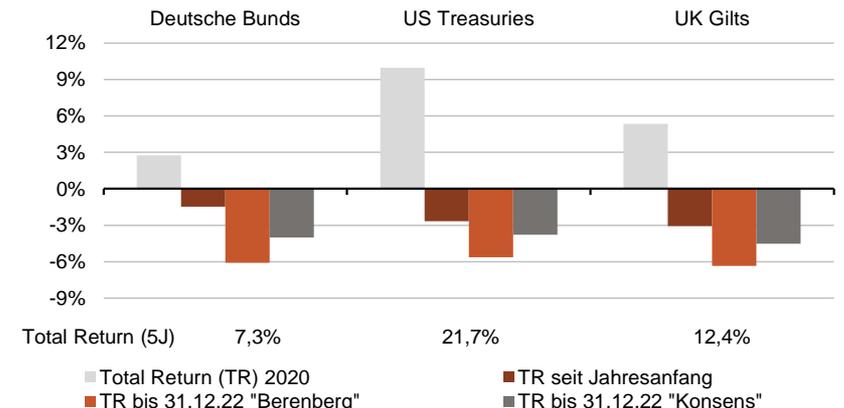
Renditen auf dem Weg nach oben



Quelle: Bloomberg, 10-jährige Staatsanleihen

Zeitraum: 01.01.2016 - 16.12.2021

Weiteres Verlustjahr voraus



Quelle: Bloomberg, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7–10 Jahre, TR)

Zeitraum: 16.12.2016 – 16.12.2021

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Fokus auf kurzlaufender Carry



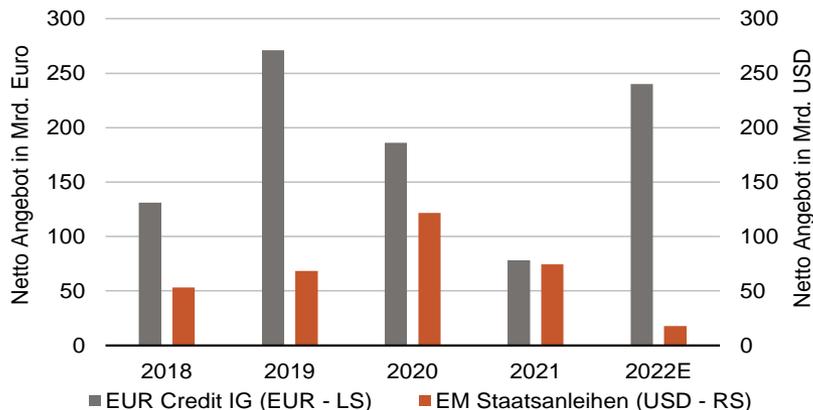
Geringe Attraktivität bei historisch niedrigen Spreads

- Hohe Bewertungen und sukzessiv nachlassende Nachfrage der EZB bedingen eine eher verhaltene Ertragserwartung bei Unternehmensanleihen.
- Zudem wird im Jahr 2022 ein hohes Angebot an Neuemissionen prognostiziert. Nach mehreren Quartalen der Bilanzreparatur beginnen europäische Unternehmen, Liquiditätspolster zu reduzieren und neue Verschuldung in Kauf zu nehmen, um anstehende Investitionen zu tätigen.
- Unter dem Strich erwarten wir moderate Ausweitungen bei den Risikoprämien und steigende Renditen.

Schwellenländeranleihen: Bewertungen sind attraktiv

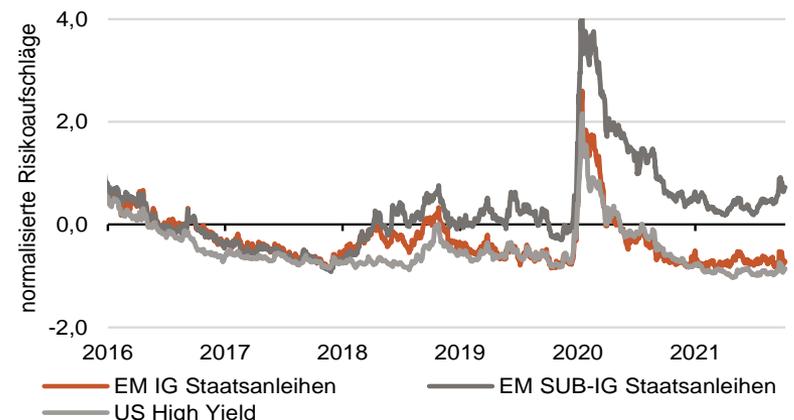
- Allgemein bergen hohe Inflation und steigende Zinsen, vor allem in den USA, erhöhte Risiken für Schwellenländerinvestments.
- Positiv stimmen uns jedoch die aktuellen Bewertungen sowie das technische Gesamtbild. Die Risikoaufschläge im Hartwährungsbereich sind auf attraktive Einstiegsniveaus gestiegen. Ein ähnliches Bild zeigt sich im Lokalwährungssegment, wo die Renditen mit Ausnahme der Corona-Krise im März 2020 so hoch sind wie zuletzt vor drei Jahren.

Neuemissionen: divergierende Trends



Quelle: J.P. Morgan 01.01.2018–31.12.2022 (für 2022: erwartete Werte)

EM: Hochzins-Risikoprämien sehr attraktiv



Quelle: Bloomberg, Darstellung: historischer Z-Score, Betrachtungszeitraum 15 Jahre Zeitraum: 14.12.2016 – 14.12.2021

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Euro-Anleihen haben ihren zu Jahresbeginn begonnenen Abwärtstrend zuletzt unterbrochen und die Renditen sind wieder unattraktiver geworden. Im Falle hoher Bonitäten bleiben sichere Staatsanleihen in Risk-Off-Phasen grundsätzlich gefragt.
- Wir rechnen mit wieder steigenden Renditen, wenngleich sich die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken fortsetzt. Die Duration sollte kurz gehalten werden - Zinsänderungsrisiken werden nicht ausreichend vergütet.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Die lockere Geldpolitik und die geringen Renditen bei Staatsanleihen lassen uns trotz inzwischen begrenzter Spread-Spielräume Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen präferieren.
- Innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen bevorzugen wir Titel mit etwas mehr Kreditrisiko und 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.
- Die asiatische Region sehen wir im Vorteil gegenüber anderen, insbesondere die Lokalwährungskomponente erscheint uns hier opportun.



Hochzinsanleihen Neutral

- An der Beimischungen von Hochzinsanleihen halten wir vorerst fest, werden aber vorsichtiger, da die historisch niedrigen Risikoaufschläge 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

	17.12.2021	30.06.2022		31.12.2022	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	0,00-0,25	0,25-0,50	0,38	1,00-1,25	0,77
10J US-Rendite	1,40	1,80	1,85	2,20	2,04
Eurozone					
Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Bund-Rendite	-0,38	0,00	-0,02	0,30	0,08
Großbritannien					
Leitzins	0,25	0,50	0,45	0,75	0,65
10J Gilts-Rendite	0,76	1,10	1,27	1,60	1,40

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 17.12.2021

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe





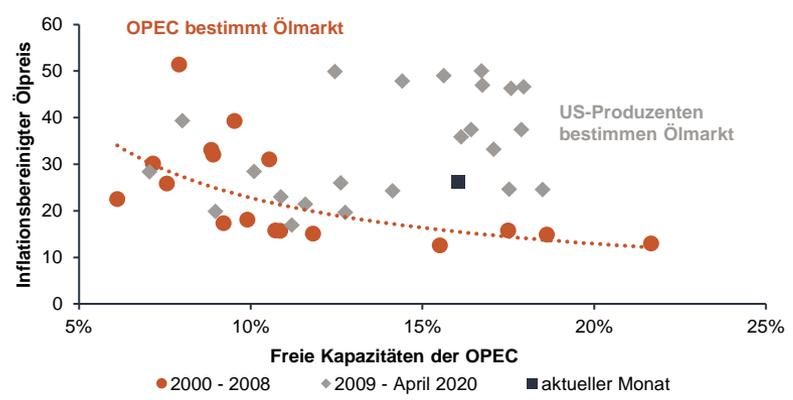
Rohöl

Öl zu Unrecht im Bärenmarkt

Öl bei sich entspannender Infektionslage mit Aufwärtsschancen

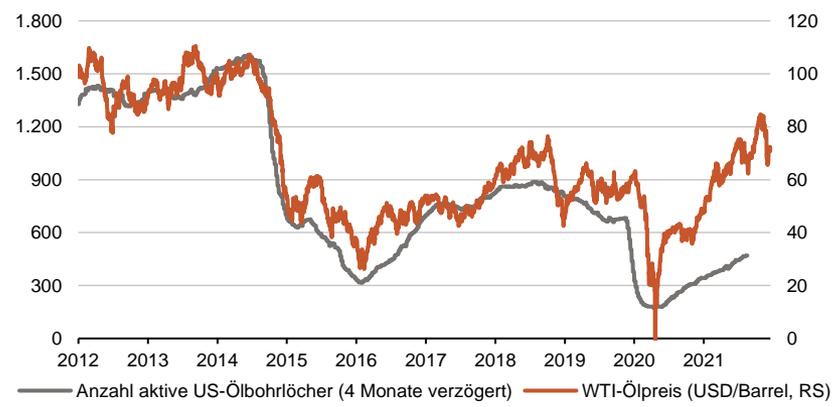
- Das vierte Quartal am Ölmarkt war geprägt von Höhen und Tiefen. Im Oktober erreichte Öl noch den höchsten Stand seit sieben Jahren, bevor es dann im November mit Ausbreitung der Omikron-Variante in einen Bärenmarkt rutschte.
- Das Ausmaß des Abverkaufs scheint allerdings übertrieben, denn es impliziert einen stärkeren Nachfragerückgang über die kommenden Monate als letzten Winter. Mit dem Abebben der Veränderung der täglichen Neuinfektionen dürfte Öl kurzfristig wieder spürbar hinzugewinnen.
- Behält die OPEC+ wie seit April 2020 die Kontrolle über den Ölmarkt, könnte Öl mittelfristig von einer anhaltenden Angebotsknappheit profitieren. Denn wie auch die US-Schieferölproduzenten haben einige Kartellmitglieder ihre Investitionsausgaben stark zurückgefahren, was schließlich in einer sinkenden Produktionskapazität münden und dem Ölpreis Rückenwind geben dürfte.

Ölpreis steigt mit sinkender Produktionskapazität



Quelle: J.P. Morgan, Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2000 – 30.11.2021

US-Bohraktivität weiterhin sehr verhalten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.2012 – 16.12.2021



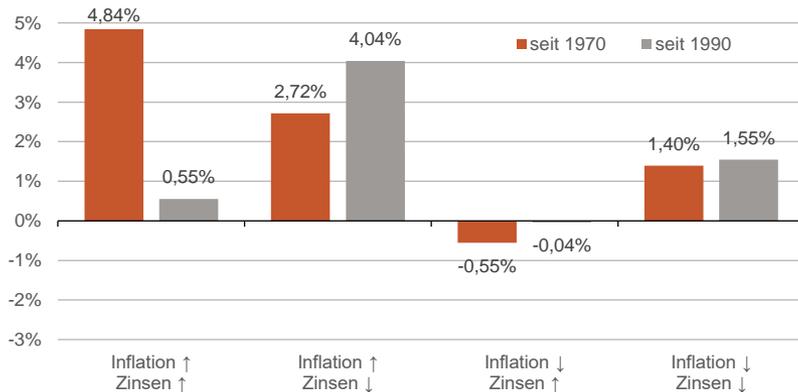
Edel- und Industriemetalle

Zyklische Rohstoffe mit Chance

Gold verharrt in alten Mustern

- Gold konnte auch in Q4 nicht aus dem Muster der Vormonate ausbrechen und bewegte sich weiter volatil seitwärts. Angesichts der kräftigen USD-Aufwertung hielt sich Gold dank gestiegener Inflationserwartungen aber erstaunlich gut.
- In Anbetracht tendenziell steigender Realzinsen dürfte es auch in den kommenden Monaten für Gold nicht einfacher werden. In Summe erwarten wir weiter eine volatile Seitwärtsbewegung. Dennoch erachten wir Gold als Absicherung gegen Tail-Risiken wie Stagflationsängste oder in den Hintergrund gerückte geopolitische Konflikte als wichtigen Portfoliobaustein.

Potenziell steigende Realzinsen bremsen Gold



Durchschnittliche rollierende 3m-Goldpreisentwicklung

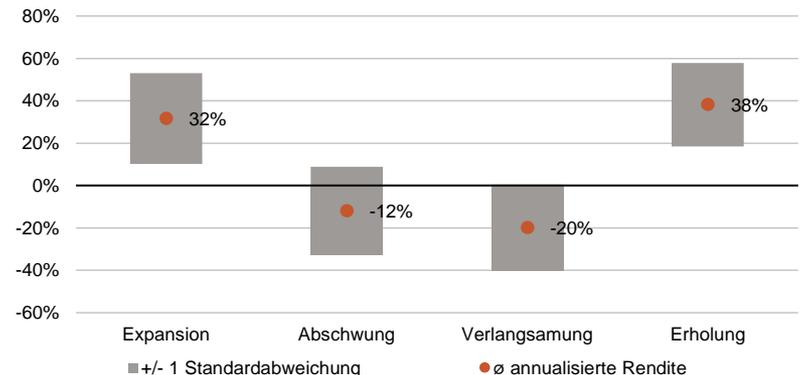
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1970 – 30.11.2021

Industriemetalle als Profiteure wirtschaftlicher Expansion

- Industriemetalle gehören zu den Gewinnern von 2021. Allerdings hat sich der Aufwärtstrend im vierten Quartal mit vermehrt negativen Konjunkturüberraschungen nicht weiter fortgesetzt.
- Während das Thema Nachhaltigkeit sowohl die Nachfrage (Verwendung von Metallen in grünen Technologien) als auch das Angebot (Reduktion von Emissionen bei der Rohstoffgewinnung) beschäftigt und damit für längerfristigen Rückenwind sorgt, dürfte in den nächsten Monaten der kurz- bis mittelfristige globale Konjunkturausblick über die weitere Entwicklung der Industriemetalle entscheiden.

Konjunkturausblick bestimmt Entwicklung von Metallen



Durchschnitt der gleichgewichteten ann. Renditen von Kupfer, Aluminium, Nickel & Zink in Abhängigkeit vom OECD & Major 6 NME Frühindikator

Quelle: Bloomberg, OECD, eigene Berechnungen Zeitraum: 01.01.1998 – 30.11.2021



06

Währungen



Marktentwicklung

Geld & Währung

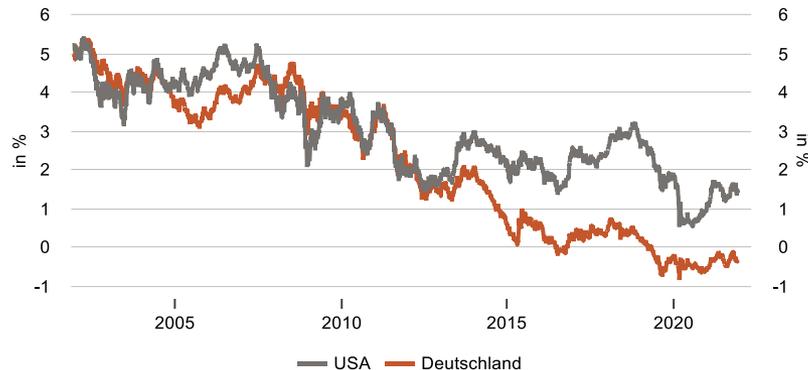


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Fed und BoE straffen die Geldpolitik

- Die Fed hat die Inflationsprognosen angehoben. Die Wertpapierkäufe werden deshalb schneller gedrosselt, sodass die Netto-Käufe im März 2022 enden.
- Für 2022 stehen drei Zinsschritte in Aussicht. Wir erwarten sogar vier Schritte auf dann 1,00-1,25 %. 2023 dürften weitere drei Schritte folgen.
- Die Bank of England macht den ersten Trippelschritt: Der Leitzins steigt von 0,10 auf 0,25 %. Wir erwarten für die Jahre 2022, 2023 und 2024 jeweils zwei Schritte à 25 Basispunkte.
- Auch die Marktzinsen dürften 2022 anziehen.

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2001 – 12/2021

EZB bleibt zurückhaltend

- Die EZB hebt ihre Inflationsprognose für 2022 von 1,7 auf 3,2 %. Ab 2023 erwartet die EZB die Inflation jedoch wieder bei 1,8 %. Sie sieht die Gründe für den Preisauftrieb überwiegend in vorübergehenden Faktoren, auf die sie nur begrenzten Einfluss hat. Deshalb strafft sie die Geldpolitik lediglich über eine Reduktion ihrer Wertpapierkäufe.
- Dem Eurokurs hat die EZB-Entscheidung nicht weiter geschadet. Offenbar hatten die Märkte die geldpolitischen Divergenzen bereits antizipiert. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass der Euro-Dollarkurs seinen Boden gefunden hat.

Wechselkurs EUR/US-Dollar



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2016 – 12/2021

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	17.12.2021	30.06.2022		31.12.2022	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,12	1,14	1,13	1,17	1,16
EUR/GBP	0,85	0,85	0,84	0,85	0,84
EUR/CHF	1,04	1,05	1,07	1,08	1,09
EUR/JPY	128	127	130	128	132
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,4	-0,5	-3,9	-3,1
GBP	-	-0,1	1,1	-0,1	1,1
CHF	-	-1,1	-2,9	-3,8	-4,7
JPY	-	0,7	-1,7	-0,1	-3,2

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 17.12.2021

*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

Dr. Jörn Quitzau

Senior Economist

Kontakt

www.berenberg.de

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de