



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Januar | 2023

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des -jeweiligen- Fonds zu entnehmen sind. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts »berenberg« unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum 21.12.2022



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktien auf neutral, Fokus auf Unternehmensanleihen und Rohstoffe	4
02	Volkswirtschaft Die Stimmung hellt sich auf, weil Unternehmen bereits auf das nächste Frühjahr schauen	9
03	Aktien Volatile, limitierte Aufwärtsbewegung	14
04	Anleihen Die Rückkehr des Zinses schafft Opportunitäten	20
05	Rohstoffe Preise zurück auf Anfang, Superzyklus verstärkt	25
06	Währungen Verbesserte Konjunkturdaten und Marktstimmung heben Eurokurs wieder über Parität zum US-Dollar	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 (21.11.22 - 19.12.22)	■ YTD (31.12.21 - 19.12.22)	19.12.21 19.12.22	19.12.20 19.12.21	19.12.19 19.12.20	19.12.18 19.12.19	19.12.17 19.12.18
Aktien Frontier Markets	-19,6	0,9	-19,1	30,0	-7,6	19,0	-12,5
Industriemetalle		0,9 1,7	4,7	30,8	9,1	7,3	-8,7
EUR Unternehmensanleihen	-13,1	0,2	-13,7	-0,4	2,6	6,5	-1,6
Euro-Übernachteinlage	-0,1	0,1	-0,1	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Gold	-0,7	4,8	5,4	4,2	15,4	21,7	2,5
Aktien Emerging Markets	-14,4	-0,7	-14,1	6,4	6,5	20,6	-9,4
EUR Staatsanleihen	-10,7	-1,2	-11,4	-0,8	2,0	3,3	0,0
USD/EUR-Wechselkurs	-3,4	7,2	5,9	9,1	-9,3	2,3	4,1
Globale Wandelanleihen	-16,6	-5,4	-15,8	7,3	34,1	22,5	-4,7
Aktien Industrienationen	-12,9	-5,6	-11,2	29,7	5,2	29,5	-4,7
REITs	-23,0	-6,4	-20,9	41,8	-16,1	20,6	-1,3
Brent	-10,6	41,5	48,2	68,5	-36,8	29,6	-0,8

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: 19.12.2017 – 19.12.2022

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. Europa landet in der Rezession.
- Die Europäische Zentralbank und die US-Notenbank Fed straffen die Geldpolitik weiter, aber mit etwas kleineren Schritten.
- Das Stimmungstief bei den Unternehmen scheint durchschritten. Der Blick richtet sich inzwischen oft auf das hellere Frühjahr.

Aktien



- Gewinnerwartungen dürften im Einklang mit schlechteren Konjunkturdaten weiter reduziert werden.
- In 2023 dürfte es keine wesentliche Bewertungsausweitung geben. Europa und Asien sind relativ attraktiver.
- Abverkäufe sind auch 2023 wahrscheinlich. Der Ausblick Richtung 2024 birgt jedoch begrenztes Aufwärtspotenzial.

Anleihen



- Renditesprünge bei sicheren Staatsanleihen. US-Staatspapiere bei höherer laufender Verzinsung mit klarem Attraktivitätsvorteil.
- Unternehmensanleihen wieder mit attraktiven Renditen. Lokalwährungsanleihen im Schwellenländersegment bevorzugt.
- Wir gewichten Anleihen wegen Staatsanleihen unter, sind bei Kreditrisiken aber zunehmend Übergewichtet.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Abkehr von 0-Covid-Politik in China stabilisiert Öl. US-Reserven werden von Angebotsunterstützung zum Nachfragetreiber.
- Gold profitiert von schwachem Dollar. Diversifikationswirkung begrenzt. Relative Attraktivität gegenüber Anleihen reduziert.
- Industriemetalle trotz Rezessionssorgen robust. Lagerbestände gering, Liquidität dünn. Superzyklus bleibt intakt.

Währungen



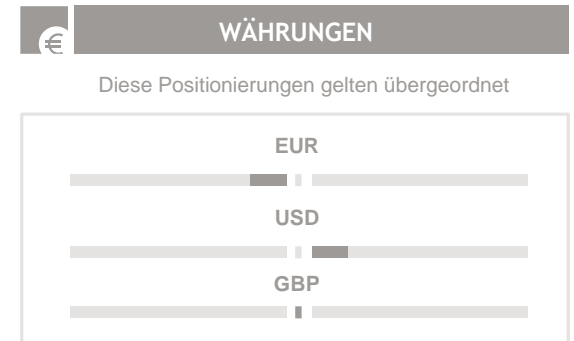
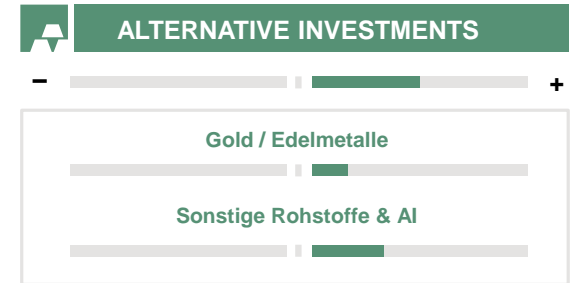
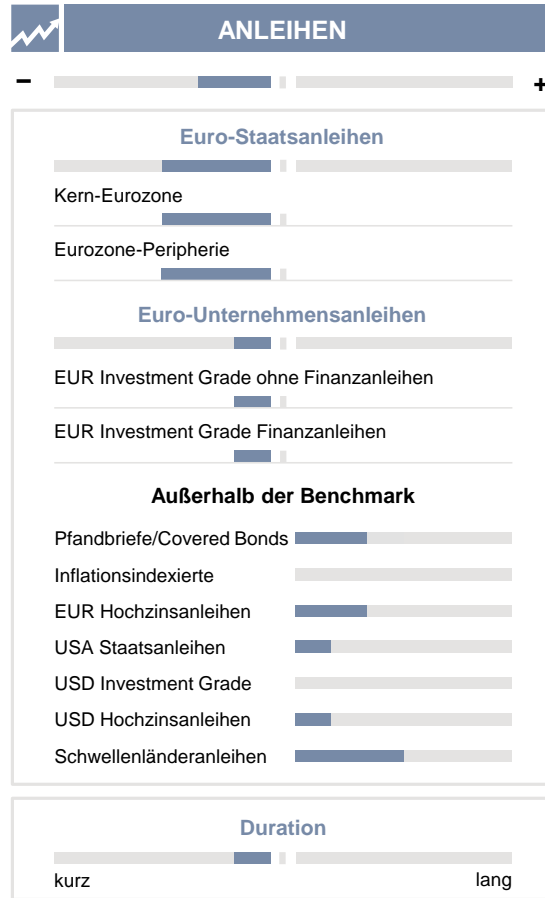
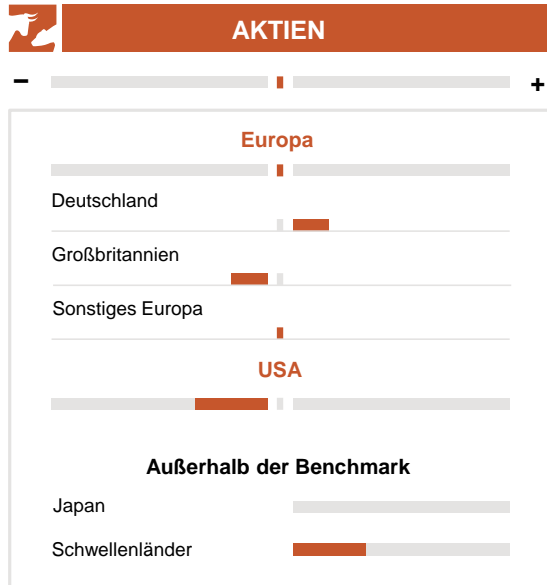
- Der Euro profitiert von der verbesserten Marktstimmung und von etwas freundlicheren Konjunkturaussichten.
- Der höhere Risikoappetit hat den US-Dollar geschwächt, sodass sich der Euro nach oben von der Parität absetzen konnte.
- Der Aufwind für den Euro dürfte sich fortsetzen, wenn der Winter ohne größere Rückschläge überstanden wird.

Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen



Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



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

- Untergewichtet | Neutral + Übergewichtet

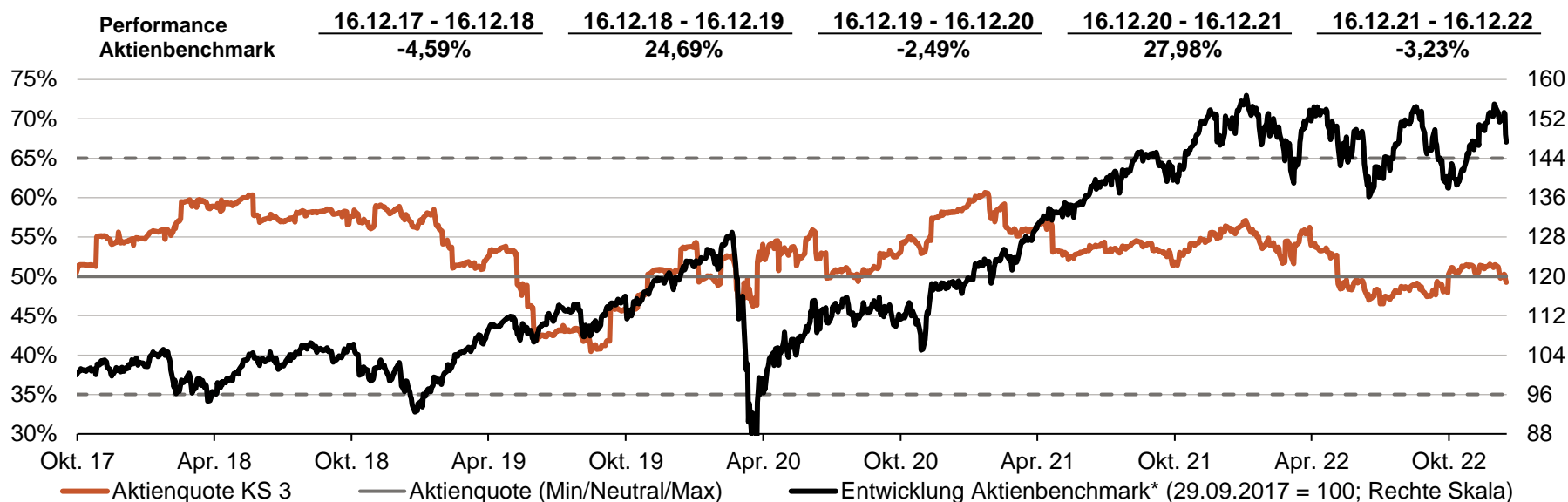
Berenberg Asset-Allokation kompakt

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: 16.12.2017 – 16.12.2022
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir hatten unsere Aktienquote im ersten Halbjahr 2022 in mehreren Schritten auf eine Untergewichtung reduziert. Darüber hinaus hatten wir nach dem massiven Zinsanstieg mittels US-Treasuries und Euro-Staatsanleihen mit langer Duration unser Anleiheuntergewicht mit Blick auf die schwelende Energiekrise und drohende Rezession reduziert. Ende September hatten wir dann unsere Aktienquote wieder antizyklisch auf neutral aufgestockt.
- Den Oktober und November haben wir für eine Erhöhung der Anleihequoten (Unternehmensanleihen) nach dem deutlichen Zinsanstieg genutzt. Zudem haben wir Gold leicht reduziert und Industriemetalle weiter aufgestockt. Innerhalb von US-Aktien haben wir nun unser Exposure teilweise währungsabgesichert und zudem Large Caps in Mid Caps gedreht, die günstiger bewertet sind.
- Nach der starken Aktienerholung im Vorfeld der Zentralbankensitzungen im Dezember haben wir unser Aktiengewicht wieder antizyklisch auf neutral reduziert, u.a. haben wir unser Gewicht in chinesischen Aktien nach der starken Rallye reduziert.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

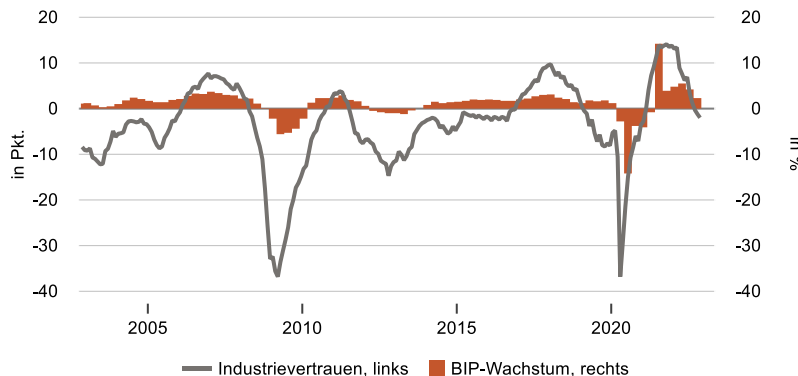


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Hauptszenario: Wiederaufschwung nach dem Winter

- Europa hat seine Gasspeicher zum Beginn der Heizsaison fast bis zum Rand füllen können. Auch das schwer angeschlagene Verbrauchervertrauen hat sich zuletzt wieder etwas erholt. In Europa mehren sich die Anzeichen für einen neuen Aufschwung nach der Winterrezession.
- Trotz der inzwischen wieder besseren Stimmung lauern weiterhin viele, schwer einzuordnende Gefahren. Insbesondere eine Gasmangellage oder eine längere Unterbrechung der Stromversorgung könnten die Stimmung schnell wieder kippen lassen. Doch dies ist nicht unser Hauptszenario.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



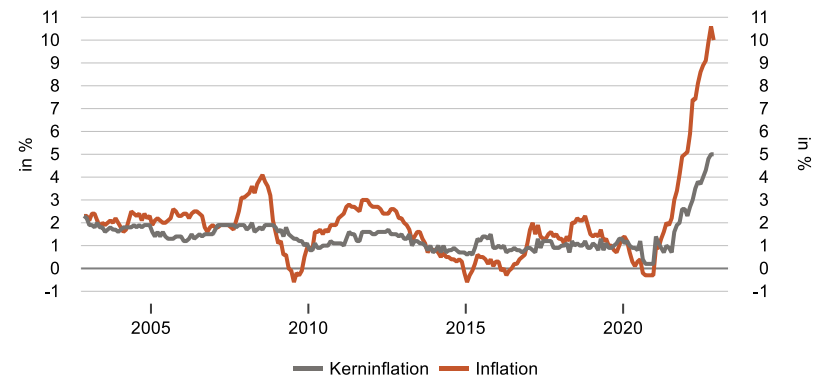
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2002 – 11/2022

Inflation leicht gesunken – EZB strafft weiter

- Die Inflationsrate ging im November von 10,6 % auf 10,0 % (Vorjahresvergleich) zurück. Der Preisauftrieb lag damit unter der Reuters-Konsenserwartung von 10,4 %. Die Bandbreite der Inflationsraten in den einzelnen Mitgliedstaaten der Eurozone ist weiter enorm groß. Sie reicht im November von 6,6 % in Spanien bis 21,7 % in Lettland. Frankreich (+7,1 %) profitiert davon, dass es weniger von Erdgasimporten abhängig ist und dass die Regierung die Energiepreise für die Haushalte reguliert.
- Für die EZB ist die Inflationsdynamik weiterhin deutlich zu hoch. Sie reagiert deswegen mit einer weiteren Straffung der Geldpolitik.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2002 – 11/2022

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

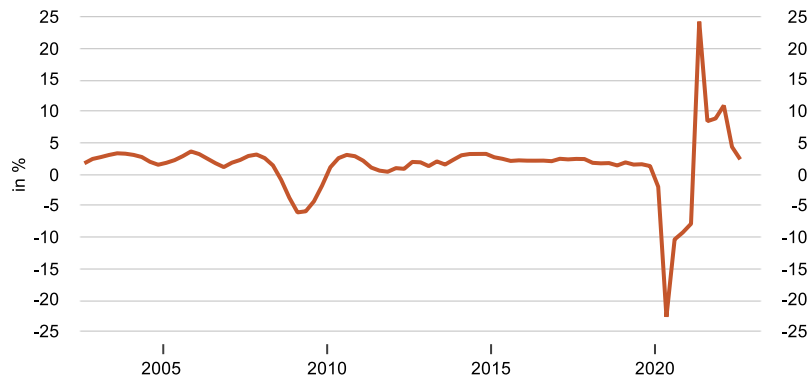


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Märkte haben sich nach Politikwechsel wieder beruhigt

- Der Einkaufsmanagerindex bewegt sich nahezu seitwärts (von 48,2 Punkten im Oktober auf 48,3 Punkte im November). Produktion und Auftragseingänge schrumpften im November jedoch weiter, wobei letztere so schnell zurückgingen wie seit fast zwei Jahren nicht mehr. Dies deutet darauf hin, dass sich der Rückgang in den kommenden Monaten noch verstärken könnte.
- Nachdem der neue Finanzminister die „Trussonomics“ beendet und auf solidere Finanzpolitik umgeschaltet hat, sind auch die Finanzmärkte wieder zur Ruhe gekommen. Die Renditen der Staatsanleihen haben sich auf deutlich niedrigeren Niveaus eingependelt und der Wechselkurs strebt zurück Richtung 0,85 Pfund je Euro.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



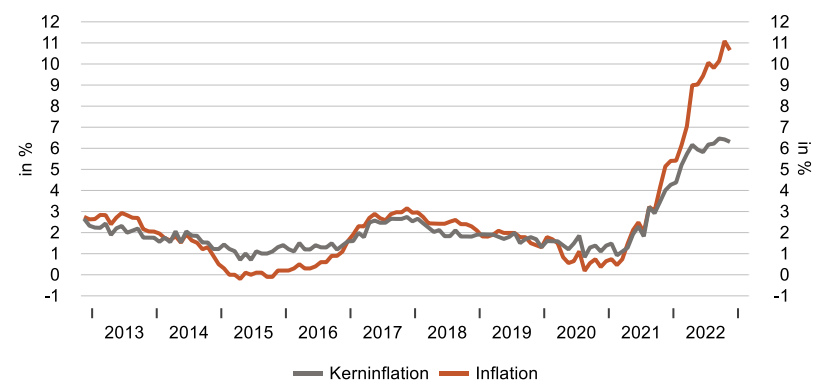
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2002 – 09/2022

Inflation: Höhepunkt überschritten?

- Die Inflation ist im November von 11,1 % auf 10,7 % etwas stärker als erwartet gefallen. Dies ist zwar ein kleiner Hoffnungsschimmer, aber die Inflation bleibt weiter deutlich zu hoch. Noch ist es zu früh, von einer Trendwende zu sprechen.
- Die Bank of England (BoE) hat den Leitzins um 50 Basispunkte auf 3,50 % erhöht. Wir gehen davon aus, dass die BoE noch eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte machen wird und der Höhepunkt im Leitzinszyklus somit bei 3,25 % erreicht wird. Im zweiten Halbjahr, wenn die Rezession den Preisauftrieb bremst, könnte die BoE den Leitzins dann schon wieder um 50 Basispunkte senken.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2012 – 11/2022

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

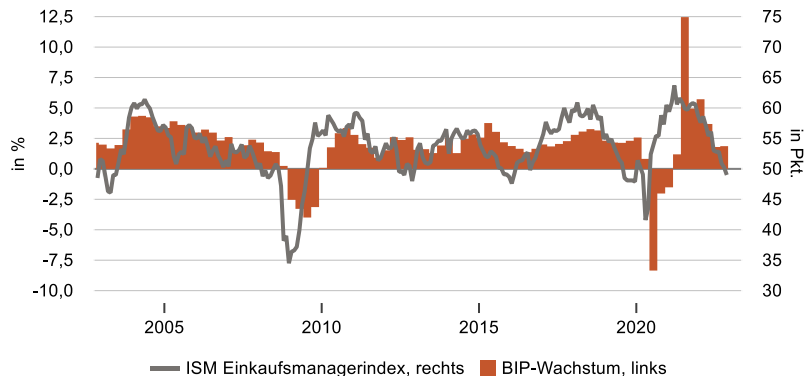


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Robuster Arbeitsmarkt

- Der Stellenzuwachs lag im November mit einem Plus von 260.000 über den Erwartungen. Er lag damit auch deutlich über der vom Fed-Präsidenten Powell geschätzten Rate von 100.000, die erforderlich wäre, um mit dem Bevölkerungswachstum Schritt zu halten.
- Für die Zentralbank ist zudem problematisch, dass sich das Nominallohnwachstum von 0,5 % auf 0,6 % im Monatsvergleich bzw. 4,9 % im Oktober und 5,1 % im Jahresvergleich beschleunigte. Der zaghafte Trend eines moderateren Lohnwachstums, der sich in den Beschäftigungsberichten vom September und Oktober angedeutet hatte, wurde somit korrigiert.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



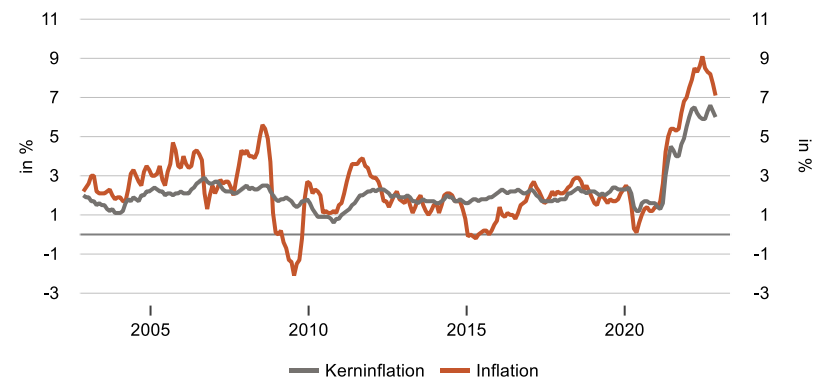
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 11/2001 – 11/2022

US-Notenbank Fed reduziert das Straffungstempo

- Die Inflation in den USA ist im November von 7,1 % (ggü. Vorjahr) gefallen. Es war der fünfte Rückgang in Folge. Somit mehren sich die Anzeichen, dass der Inflationshöhepunkt überschritten ist.
- Der Rückgang auf immer noch sehr hohem Niveau ermöglicht es der amerikanischen Zentralbank, das Tempo der geldpolitischen Straffung zu reduzieren. Die US-Notenbank Fed hat sich deshalb im Dezember für einen Zinsschritt von „nur“ 50 Basispunkten entschieden und den Leitzins auf 4,25–4,50 % erhöht. Die Fed dürfte die Zinsen in den kommenden Monaten noch weiter anheben, voraussichtlich um insgesamt 75 Basispunkte.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond







Zeitraum: 11/2002 – 11/2022

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 19.12.2022

* 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

Größere Rückschläge auch 2023 wahrscheinlich

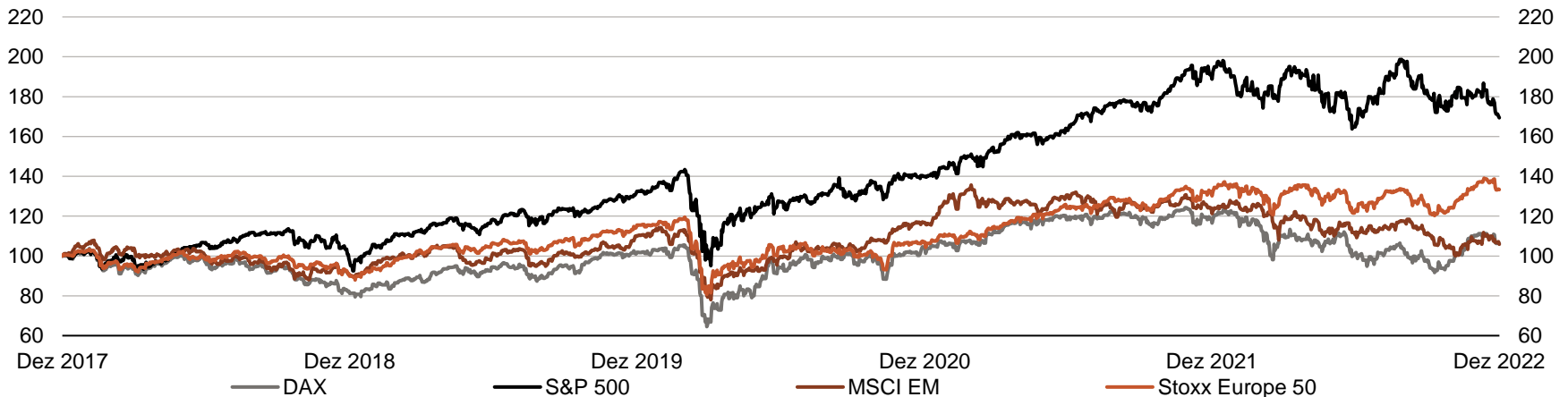


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Rezession nicht mehr voll eingepreist

- In Q3 2022 hatte der Markt zumindest in vielen Bereichen bereits eine milde Rezession eingepreist. Für Europa war der Bewertungsabschlag sogar höher. Nach der zunehmenden Hoffnung auf eine zeitnahe Fed-Kehrtwende und einem „Soft Landing“ sind die Bewertungen, insbesondere in den USA, temporär in die Höhe geschossen. Die Aktienmärkte dürften im Laufe des Jahres 2023 somit wieder stärkere Rückschläge erleben, nicht zuletzt wegen negativer Gewinnrevisionen und der quantitativen Drosselung der Zentralbanken. Dies gilt besonders dann, wenn die systematischen Strategien aufgrund der jüngst gefallen Volatilität und des besseren Preismomentums Aktien weiter in 2023 hinein aufstocken. Das macht die Märkte dann wieder anfälliger. Da der Markt Ende 2023 bereits auf ein wahrscheinlich konjunkturell deutlich besseres 2024 schauen wird, dürften sich die Aktienmärkte von ihren Rückschlägen jedoch erholen.
- Auch wenn das Aufwärtspotenzial nächstes Jahr begrenzt ist, dürften sich vor allem europäische und asiatische Aktien im Jahr 2023 freundlich entwickeln, da für beide Regionen schon deutlich mehr Negatives als in den USA eingepreist ist.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 20.12.2017 – 20.12.2022

Unternehmensgewinne

Herausforderndes Jahr steht bevor



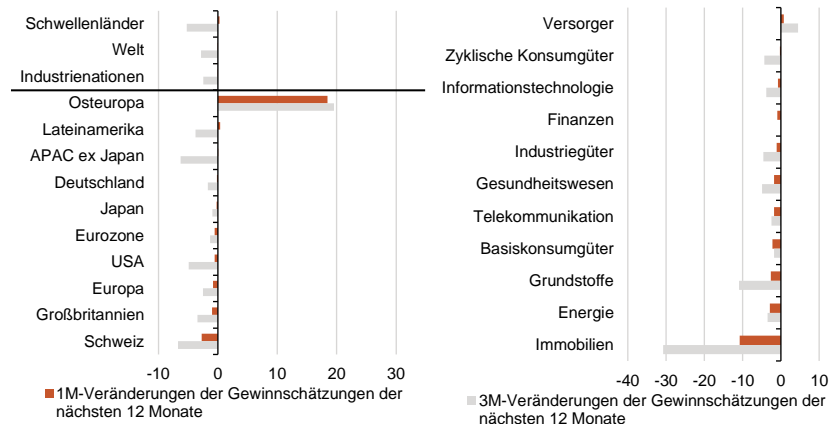
Kaum positive Gewinnrevisionen zu verzeichnen

- In den letzten vier Wochen gab es aufgrund des wirtschaftlich trüben Ausblicks für 2023 auf globaler Ebene kaum positive Gewinnrevisionen.
- Eine Ausnahme bildet Osteuropa. Ausgehend von einer geringen Gewinnschätzung für 2023 sind die Analysten wieder etwas positiver auf die Region geworden.
- In Europa sahen das Gros der Sektoren negative Revisionen. Am ausgeprägtesten war dies bei Immobilienaktien, die unter den steigenden Zinsen und der Wirtschaftssorgen leiden.

Gewinnwachstum 2023 noch zu hoch

- Das Gewinnwachstum 2023 dürfte bei den Industrieländern laut dem Konsens bei rund 4% liegen. Angesichts der drohenden Rezessionen in vielen Regionen im Jahr 2023 halten wir die Konsensschätzungen nach wie vor für zu optimistisch. Die Schwellenländer dürften laut Analysten kein Wachstum sehen.
- Die bald losgehende Q4-Berichtssaison dürfte eine Indikation geben, wohin die Reise geht, auch wenn die nachlaufenden Effekte der ausgeprägten Straffungspolitik der Zentralbanken wohl erst in späteren Quartalen sichtbar sein werden.

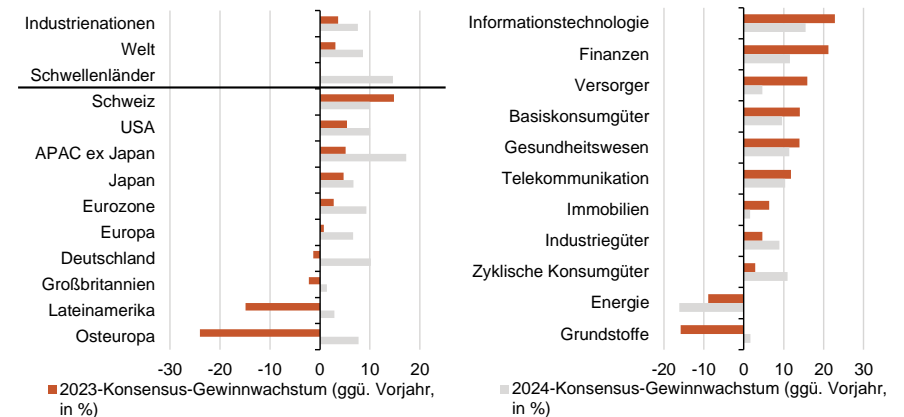
Negative Gewinnrevisionen setzten sich vereinzelt fort



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 20.12.2022

Konsens noch zu positiv bei den Gewinnen 2023



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 20.12.2022

Bewertung & Positionierung

Ausgangsbasis für 2023 besser als 2022



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

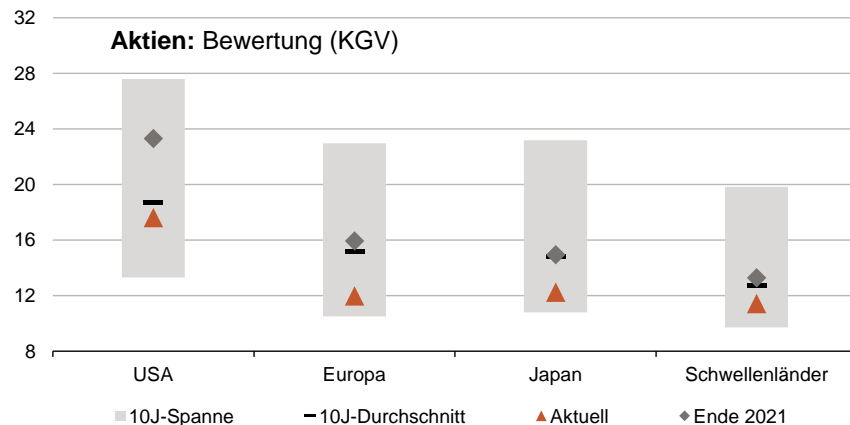
2023 günstigere Ausgangsbasis als im Vorjahr

- 2022 war für Anleger ein Jahr zum Vergessen. Neben Anleihen haben auch Aktien aufgrund der steigenden Inflation und Zinsen deutlich an Wert verloren.
- Die gute Nachricht ist jedoch, dass die Ausgangslage, basierend auf Bewertungskennzahlen, für globale Anleger Opportunitäten bietet.
- Die Bewertung europäischer, japanischer und Schwellenländer-Aktien ist im 10-Jahres-Vergleich sehr attraktiv. Wir rechnen für 2023 daher trotz Rezession mit einem besseren Jahr als 2022, auch wenn das Potenzial nach oben begrenzt sein dürfte.

US-Privatanleger bleiben skeptisch

- Die Stimmung der US-Privatanleger hat sich nun schon die fünfte Woche in Folge verschlechtert. Von Euphorie Richtung 2023 kann somit keine Rede sein.
- Dieses Jahr gab es überhaupt nur eine Woche, in der der Bull/Bär-Spread positiv war. Das ist absoluter Rekord. Das zweitschlechteste Jahr war 2008. Damals war der Spread immerhin 14 Wochen positiv.
- Die schlechte Stimmung und die niedrige Positionierung der Anleger, zumindest der systematischen Anleger, dürfte das Abwärtspotenzial 2023 begrenzen.

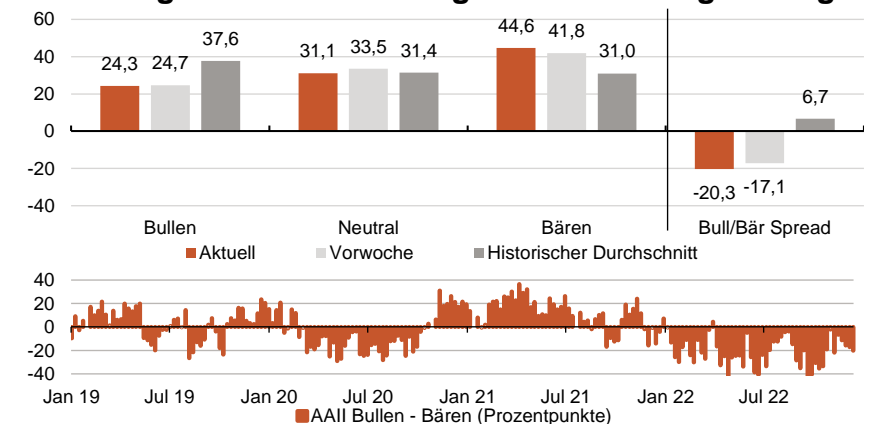
Bewertung deutlich unter den Levels von Ende 2021



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 20.12.2012 – 20.12.2022

Stimmung der US-Privatanleger weiterhin angeschlagen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

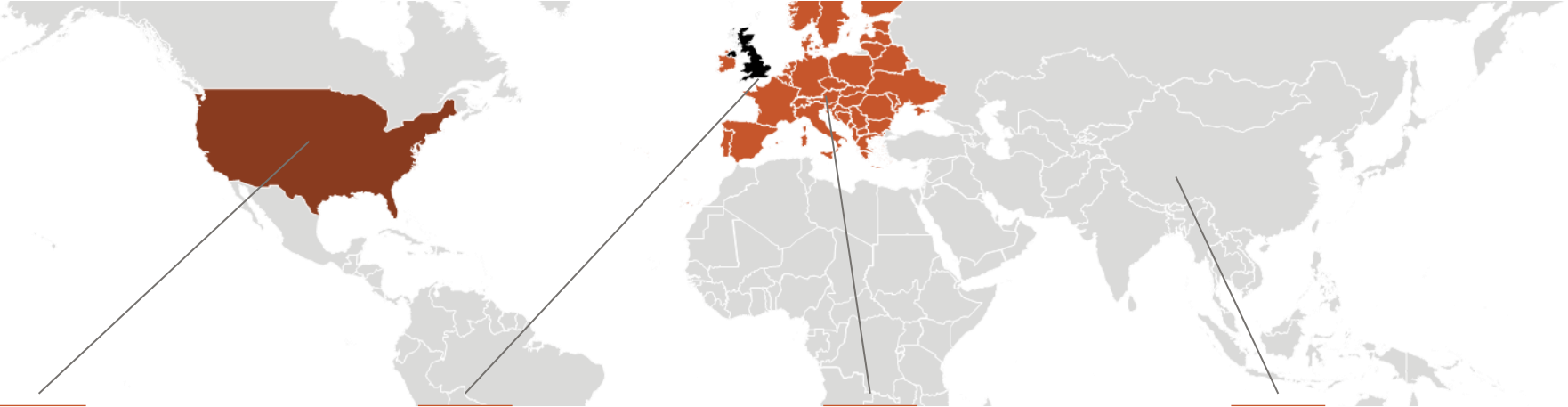
Zeitraum: 23.07.1987 – 15.12.2021

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Die Gewinnerwartungen der US-Unternehmen sind angesichts der hohen Lohninflation, 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 im Laufe des Jahres reduziert.

Europa ex. UK

Übergewichten

- Russlands Ukraine-Krieg und der damit einhergehende Inflationsanstieg dürften europäische Unternehmen weiter belasten.
- Allerdings sind europäische Aktien mittlerweile gegenüber der eigenen Historie und gegenüber den USA sehr günstig bewertet und bieten bei sehr pessimistischer Stimmung Aufholpotenzial. Wir sind Europa ex UK leicht übergewichtet.



Schwellenländer

Übergewichten

- Wir haben lateinamerikanische Aktien in Q1 aufgenommen, da sie von den gestiegenen Rohstoffpreisen profitieren dürften und eine Value-lastige Portfolioergänzung darstellen.
- Die Stimmung, Positionierung und die Bewertung bei chinesischen Aktien ist sehr gedrückt. Die expansiven Maßnahmen und die Loslösung von 0-Covid könnten die chinesischen Märkte 2023 beflügeln. Risiken bestehen jedoch vorerst weiterhin.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	19.12.2022	30.06.2023	31.12.2023	in 12 Monaten
S&P 500	3.818	4.150	4.300	4.517
DAX	13.943	15.000	15.700	17.627
Euro Stoxx 50	3.811	4.100	4.250	4.651
MSCI Großbritannien	2.117	2.250	2.350	2.519
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	8,7	12,6	18,3
DAX	-	7,6	12,6	26,4
Euro Stoxx 50	-	7,6	11,5	22,0
MSCI Großbritannien	-	6,3	11,0	19,0

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 19.12.2022

*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

Differenzierung kann sich lohnen



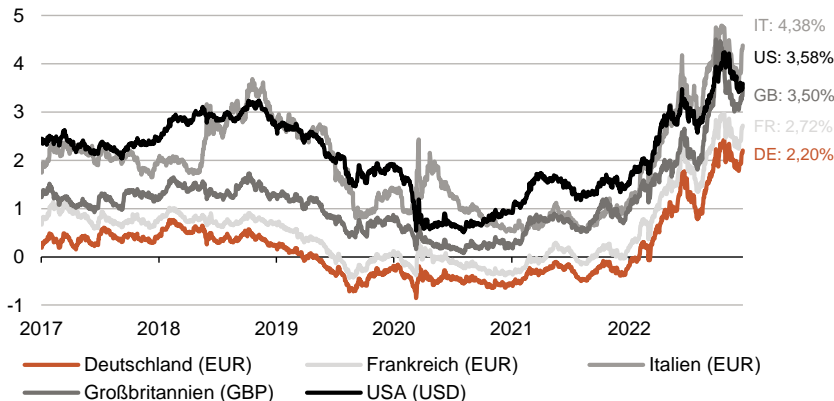
Zukünftig regional heterogener Verlauf bei Staatsanleihen

- Sichere Staatsanleihen verzeichneten 2022 sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks zweistellige Verluste. Die deutlich restriktiver als von den Märkten erwarteten Dezembersitzungen der großen Zentralbanken, vor allem der EZB, führten zu erneuten Renditesprüngen bei europäischen Staatsanleihen.
- Für die kommenden Monate rechnen wir mit einem regional heterogenen Verlauf. Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass die Inflation den Gipfel in den USA bereits überschritten haben dürfte, während dieser in Europa noch bevorsteht. Folglich wird sich die geldpolitische Dynamik zwischen den Währungsräumen unterscheiden.

Staatsanleihen: US-Staatspapiere mit Attraktivitätsvorteil

- Während die Fed ihren Leitzins bereits in H1 auf 5,25% anheben, dann aber im zweiten Halbjahr wieder senken dürfte, erwarten unsere Volkswirte von der EZB bis Jahresmitte zwei Schritte à 50 Basispunkte, ohne dass sie ihren Hauptrefinanzierungssatz in der Folge wieder herabsetzt.
- Dies bedeutet bis Ende 2023 wieder sinkende Renditen in den USA, bei deutschen Bundesanleihen jedoch das Gegenteil. Zusammen mit der höheren laufenden Verzinsung ergibt sich somit ein klarer Attraktivitätsvorteil für US-Staatspapiere. Euro-Anleger sollten allerdings die mögliche Wechselkursänderung oder Absicherungskosten berücksichtigen.

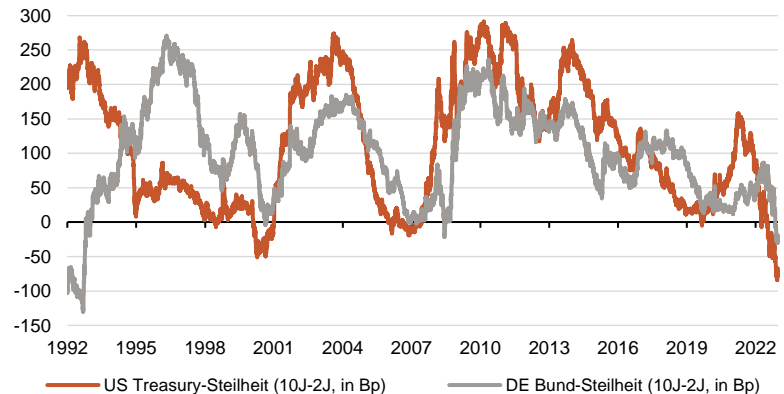
Renditesprünge bei sicheren Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 19.12.2022

US- und deutsche Renditestrukturkurve weiter invers



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1992 – 19.12.2022

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Die Rückkehr des Zinses schafft Opportunitäten

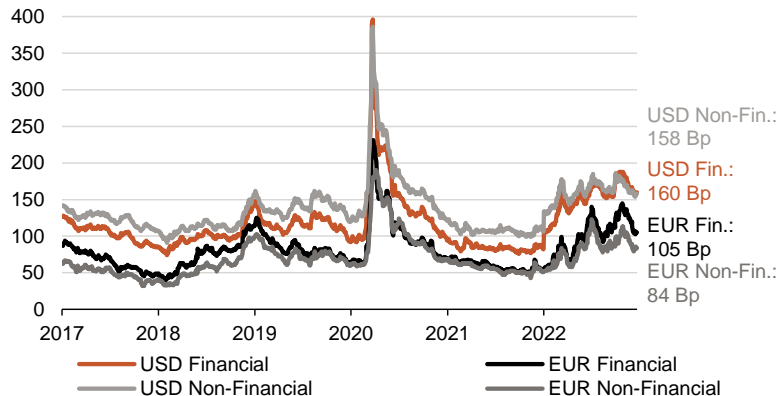


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Europäische Unternehmensanleihen 2023 mit Potenzial

- Europäische IG-Unternehmensanleihen bieten endlich wieder eine auskömmliche Verzinsung, wie wir sie in dieser Höhe zuletzt 2012 gesehen haben. Selbst im Falle kurzfristig moderater Renditeanstiege sollte 2023 auf Jahressicht eine absolut positive Entwicklung erzielt werden können.
- Denn trotz zweieinhalb Jahren Corona-Pandemie, hoher Energiepreise und inflationsbedingten Kostendrucks präsentieren sich die Unternehmensbilanzen aufgeräumt und robust. Zudem stimmen uns die Neuemissionstätigkeit und eine Stabilisierung der Fondsflüsse bei Unternehmensanleihen positiver. So haben wir jüngst unser Übergewicht erhöht und bevorzugen weiterhin Finanzanleihen.

EUR- und US-Risikoaufschläge merklich gesunken



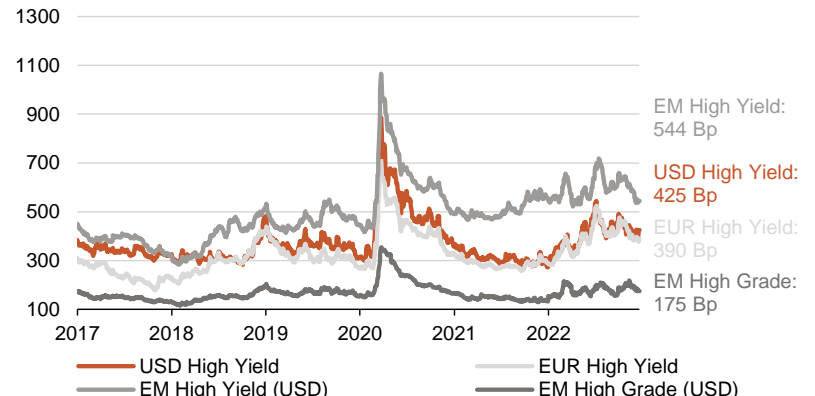
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 19.12.2022

Schwellenländer: Lokalwährungen unverändert präferiert

- Trotz der durch das Hartwährungssegment getriebenen Erholung von Schwellenländeranleihen in Q4, hat es für eine absolut positive Wertentwicklung 2022 nicht gereicht.
- Für den Beginn des neuen Jahres erwarten wir, dass wenn in vielen Schwellenländern die Zinserhöhungszyklen auslaufen und die Inflation gipfeln wird, die laufende Rendite stärker an Bedeutung gewinnen wird. Daher halten wir an einer sukzessiven Erhöhung der Duration bei Lokalwährungsanleihen fest. Zudem erscheint ein Einstieg in Länder im Hochzinsbereich bei niedriger Investorenpositionierung, wenig Sensitivität gegenüber US-Renditen und überschaubarer Emissionstätigkeit lohnenswert.

Rückgang der Risikoprämien bei Schwellenländeranleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 19.12.2022

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Im Falle hoher Bonitäten bleiben sichere Staatsanleihen in Risk-Off-Phasen grundsätzlich gefragt. Diese betrachten wir regional differenziert und sehen in jeweils lokaler Währung klare Vorteile für US- gegenüber deutschen Bundespapieren. 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 an relativer Attraktivität gegenüber Staatsanleihen sowie Aktien gewonnen.
- 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. Wir bevorzugen weiterhin das Lokalwährungssegment und finden den Einstieg in ausgewählte Hochzinsländer interessant.
- Die asiatische Region sehen wir im Vorteil gegenüber anderen, insbesondere die Lokalwährungskomponente erscheint uns hier wie auch in Lateinamerika attraktiv.



Hochzinsanleihen Übergewichten

- Auf inzwischen erhöhten Renditeniveaus sind Unternehmensanleihen im Hochzinssegment wieder attraktiv geworden. Insbesondere mögen wir den Finanzsektor und nachrangige Emissionen erstklassiger Schuldner.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	19.12.2022	30.06.2023		31.12.2023	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,25-4,50	5,00-5,25	5,05	4,75-5,00	4,70
10J US-Rendite	3,59	3,50	3,88	3,60	3,50
Eurozone					
Leitzins	2,50	3,50	3,10	3,50	3,05
10J Bund-Rendite	2,20	2,40	2,19	2,70	1,90
Großbritannien					
Leitzins	3,50	3,75	4,10	3,25	4,00
10J Gilts-Rendite	3,50	3,40	3,39	3,40	3,18

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 19.12.2022

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



Rohöl

Preise zurück auf Anfang



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Ölnachfrage kurzfristig schwach, Angebot letztlich noch schwächer

- Rohöl erlebte ein schwieriges viertes Quartal und fiel von in der Spitze fast 100 USD je Barrel auf unter 75 USD Mitte Dezember. Mit Rezessionssorgen im Westen und steigenden Corona-Zahlen in China dominierte die Angst vor einer Nachfrageschwäche. Zuletzt gab das Abrücken der Null-Covid-Politik in China Hoffnungen auf einen nur milden globalen Nachfragerückgang trotz der bevorstehenden Rezessionen im Westen. Und so steht Öl mit aktuell 80 USD je Barrel in etwa wieder da, wo es Anfang des Jahres stand.
- Der trübe wirtschaftliche Ausblick limitiert temporär das Aufwärtspotenzial. Die Probleme auf der Angebotsseite scheinen hingegen strukturell. Ölproduzenten sowohl in den USA als auch im Mittleren Osten üben sich weiter in Investitionszurückhaltung und mit dem EU-Ölembargo dürfte ein Teil des russischen Angebots langfristig verloren gehen, sofern China und Indien die zusätzlichen Barrel nicht vollständig abnehmen können.
- Zudem läuft zum Jahresende die Freigabe der strategischen US-Ölreserven aus. Die US-Regierung hat jüngst angekündigt im Februar erstmals sogar 3 Millionen Barrel wieder zu kaufen. Aus einer Angebotsunterstützung in diesem Jahr wird also zusätzliche Nachfrage im Nächsten. Wir erwarten einen knappen Ölmarkt und steigende Preise.

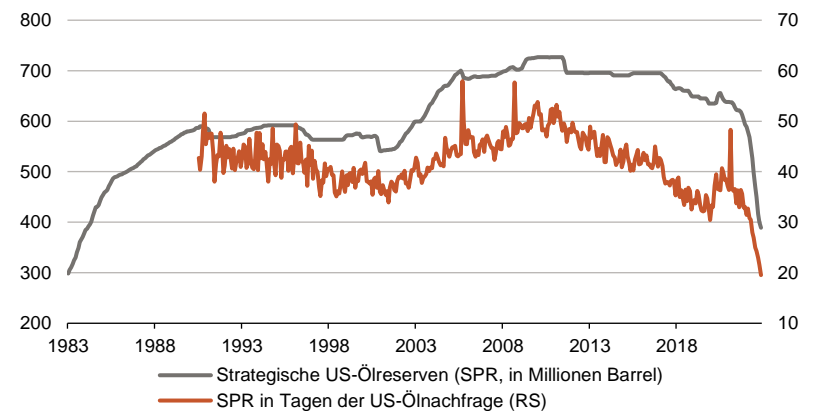
Ölpreis wieder zurück auf Anfang dieses Jahres



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2021 – 19.12.2022

250m Barrel aus der US-Reserve seit 2020 abgeflossen



Quelle: Bloomberg, DOE, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1983 – 30.11.2022

Edel- und Industriemetalle

Superzyklus bei Industriemetallen verstärkt

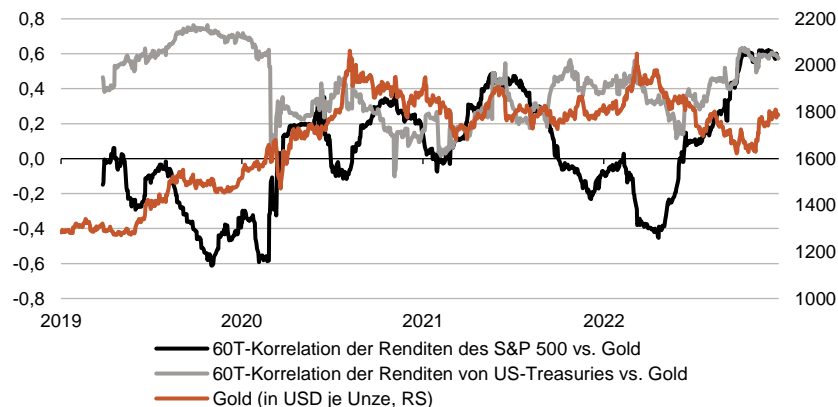


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Positiver Ausblick für Gold, aber geringere Attraktivität

- Gold gelang es in Q4, den Abwärtstrend des Sommers zu durchbrechen. Ausschlaggebend für die neue Stärke war die Schwäche des US-Dollars. Indessen boten endlich stagnierende Realzinsen weniger Gegenwind.
- Das Abwärtspotenzial dürfte begrenzt bleiben in den nächsten Monaten. Denn Anleger haben mittlerweile mehr als die Hälfte der im Zuge der Corona-Krise aufgebauten Bestände wieder verkauft. Der Trend der Dedollarisierung von Zentralbankreserven hat sich hingegen seit Putins Krieg deutlich beschleunigt. Trotzdem hat die Attraktivität von Gold abgenommen. Zum einen bleibt es weiter Spielball der Fed und damit positiv korreliert zu Aktien und Renten. Und zum anderen erwirtschaften andere sichere Häfen wie US-Staatsanleihen zunehmend attraktive laufende Erträge.

Diversifikationswirkung von Gold aktuell begrenzt



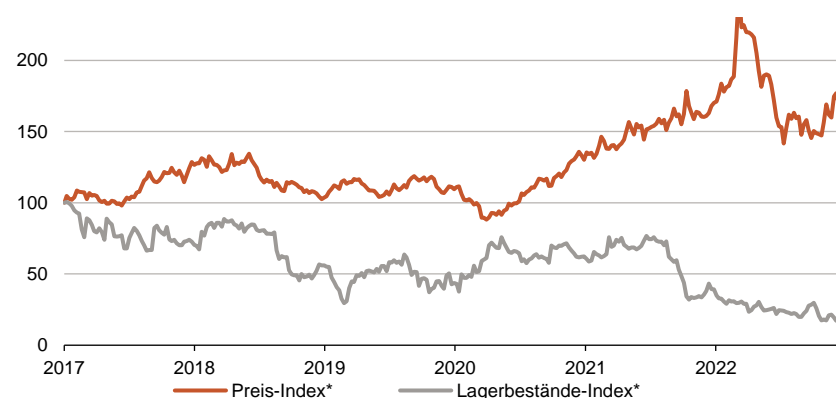
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2019 – 19.12.2022

Langfristiger Aufwärtstrend bei Metallen beschleunigt

- Industriemetalle entwickelten sich trotz trüber Konjunkturaussichten im Westen in Q4 erfreulich. Unterstützung kam aus China seitens der Maßnahmen zur Stützung des Immobiliensektors sowie seitens der Nachfrage aus den Bereichen Netzausbau und Elektromobilität. Die sehr niedrigen Lagerbestände signalisieren, dass die Metallmärkte jetzt schon knapp versorgt sind.
- Zudem dürften die weiter hohen Energiepreise, ein großer Teil der Produktionskosten, das Abwärtspotenzial begrenzen. Liegt die Rezession hinter uns, dürften Industriemetalle kräftig hinzugewinnen – nicht zuletzt weil sich die Nachfrage durch die Energiewende im Zuge des Russland-Ukraine-Krieges beschleunigt haben dürfte.

Knappes Industriemetallangebot begrenzt Abwärtsrisiken



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

* aus Kupfer, Aluminium, Nickel & Zink

Zeitraum: 01.01.2017 – 19.12.2022



06

Währungen



Marktentwicklung

Währungen

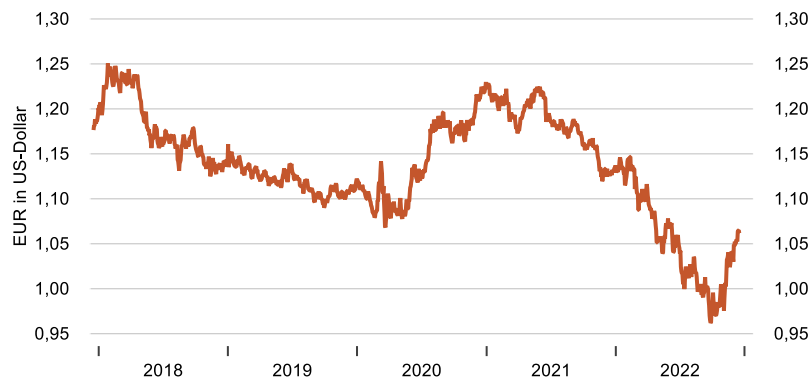


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Halbwegs versöhnliches Jahresende für den Euro

- In unsicheren Zeiten suchen Anleger sichere Häfen wie den US-Dollar. Treiben im Jahr 2023 keine neuen Katastrophen die Anleger in den US-Dollar, könnte die Aussicht auf einen abnehmenden Zinsabstand zwischen der US-Fed und der EZB dafür sorgen, dass der Euro sich bis Ende 2023 auf rund 1,15 zum US-Dollar erholt.
- Die letzten beiden Monate des Jahres waren jedenfalls ein wenig versöhnlich für den Euro. Nachdem die Gemeinschaftswährung zum US-Dollar im Jahresverlauf zeitweilig deutlich unter die Parität gefallen war, kletterte der Wechselkurs im November und Dezember Stück für Stück auf aktuell immerhin 1,06 US-Dollar je Euro.

Wechselkurs EUR/USD



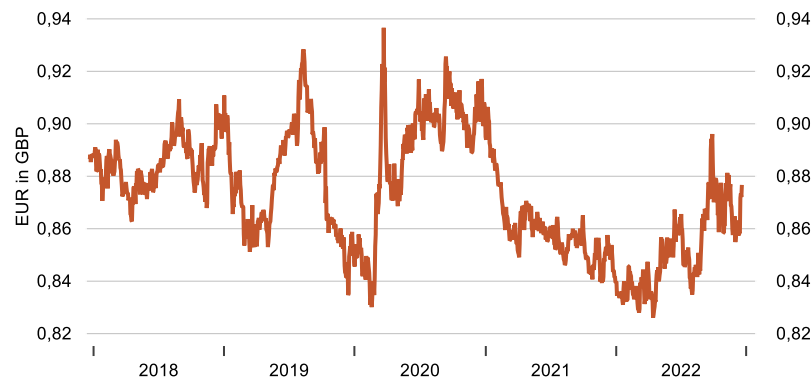
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2017 – 12/2022

Zwischen Ruhe und Sturm

- Ruhig war es 2022 für den Schweizer Franken, der krisenbedingt bärenstark ist und Rückendeckung von der Schweizerischen Nationalbank erhält. Wir rechnen auch 2023 mit einem starken Franken.
- Das Britische Pfund musste hingegen die Turbulenzen im Umfeld des Regierungschao überstehen. Inzwischen ist aber wieder weitgehend Ruhe eingeleitet.
- Der Yen ging erst auf Tauchstation, konnte sich in den letzten Wochen aber deutlich erholen. Die Aussichten haben sich verbessert, da die Bank of Japan die Yield Curve Control im Dezember gelockert und die Geldpolitik damit etwas gestrafft hat.

Wechselkurs EUR/GBP



Quelle: Macrobond



Zeitraum: 12/2017 – 12/2022

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

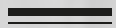
Wechselkursprognosen	19.12.2022	30.06.2023		31.12.2023	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,06	1,10	1,04	1,15	1,07
EUR/GBP	0,87	0,85	0,88	0,85	0,89
EUR/CHF	0,98	1,00	0,99	1,02	1,01
EUR/JPY	145	143	141	144	141
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-3,6	2,0	-7,8	-0,9
GBP	-	2,7	-0,8	2,7	-1,9
CHF	-	-1,5	-0,5	-3,4	-2,5
JPY	-	1,5	3,0	0,8	3,0

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 19.12.2022

*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, CFA
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Philina Kuhzarani
Analyst Multi Asset Strategy & Research

Dr. Jörn Quitzau
Senior Economist

Kontakt

www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de