



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Februar | 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 26.01.2023



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktien auf neutral, Fokus auf Unternehmensanleihen und Rohstoffe	4
02	Volkswirtschaft Kein tiefer Einbruch mehr zu erwarten, sofern neue Schocks ausbleiben. Ausblick hellt sich auf	9
03	Aktien Optimismus hat den Jahresstart dominiert	14
04	Anleihen Erholungsrallye zum Jahresstart	20
05	Rohstoffe Gold, Öl und Industriemetalle mit starkem Jahresstart	25
06	Währungen Euro erholt sich weiter. Ausbleiben einer tiefen Rezession nimmt Druck von der Gemeinschaftswährung	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 (27.12.22 - 24.01.23)	■ YTD (30.12.22 - 24.01.23)	24.01.22 24.01.23	24.01.21 24.01.22	24.01.20 24.01.21	24.01.19 24.01.20	24.01.18 24.01.19
Aktien Emerging Markets	6,1	7,0	-8,9	-3,7	15,1	15,4	-9,0
Industriemetalle	5,3	5,9	5,4	41,5	11,3	2,5	-8,6
Gold	4,4	4,5	9,4	6,7	7,0	25,7	3,5
REITs	4,4	5,5	-11,6	30,5	-18,9	22,9	8,4
Aktien Industrienationen	3,7	4,3	-3,0	18,8	5,9	26,2	-0,7
Globale Wandelanleihen	3,2	3,7	-7,1	-6,8	37,7	19,8	1,6
EUR Unternehmensanleihen	2,4	2,5	-11,6	-1,6	1,9	6,5	-0,8
Aktien Frontier Markets	2,4	3,3	-15,4	19,2	-7,4	18,5	-10,7
EUR Staatsanleihen	2,0	2,1	-9,7	-1,5	1,2	3,1	1,0
Euro-Übernachteinlage	0,1	0,1	0,1	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Brent	-0,3	-1,1	34,2	84,0	-27,7	12,3	0,3
USD/EUR-Wechselkurs	-2,3	-1,7	4,0	7,5	-9,4	2,5	9,8

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: 24.01.2018 – 24.01.2023

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 Worst-Case-Szenarien scheinen abgewendet zu sein. Finanzmärkte schauen bereits Richtung Wiederaufschwung.
- Bei den Inflationsraten scheint der Höhepunkt überschritten. Dennoch bleibt die Teuerung weit über den Zentralbankzielen.
- Die Europäische Zentralbank und die US-Notenbank Fed straffen die Geldpolitik weiter, aber mit kleineren Schritten.



Aktien

- Starker Jahresstart dank verbreitetem Konjunkturoptimismus und deutlich fallender Inflation. China-Öffnung hat geholfen.
- Mit dem Rückgang der Inflation dürften sich die Märkte stärker auf Konjunktur- und vor allem Gewinnentwicklung fokussieren.
- Wir positionieren uns neutral mit einem Fokus auf gewinnstarke Unternehmen. Rohstoffpreisprofiteure zudem beigemischt.



Anleihen

- Erholungsrallye bei sicheren Staatsanleihen. Invertierte US- und deutsche Renditestrukturkurve deutet auf Rezession.
- Unternehmensanleihen bei attraktiven Renditen als echte Alternative zu Aktien. Lokalwährungsanleihen bei EM bevorzugt.
- Wir halten am reduzierten Untergewicht bei Anleihen fest, aber erwägen zunehmend eine weitere Reduzierung.



Alternative Investments / Rohstoffe

- Öl startet volatil ins Jahr. Nachholeffekte in China bieten Chancen. SPR-Käufe und OPEC limitieren Abwärtsrisiken.
- Positives Momentum treibt Goldpreis. Bei gleichbleibenden Realzinsen wird die Luft aus fundamentaler Sicht langsam dünn.
- Industriemetalle mit starkem Jahresstart. Das Angebot bleibt kurz- und mittelfristig knapp. Rallye temporär überhitzt.



Währungen

- Der Euro profitiert weiter von der verbesserten Marktstimmung und von den verbesserten Konjunkturaussichten.
- Der höhere Risikoappetit setzt dem US-Dollar zu. Dennoch bleibt die US-Währung hoch bewertet.
- Gegenüber dem Schweizer Franken hat der Euro zumindest wieder die Parität erreicht. Weiteres Aufwärtspotential begrenzt.



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)

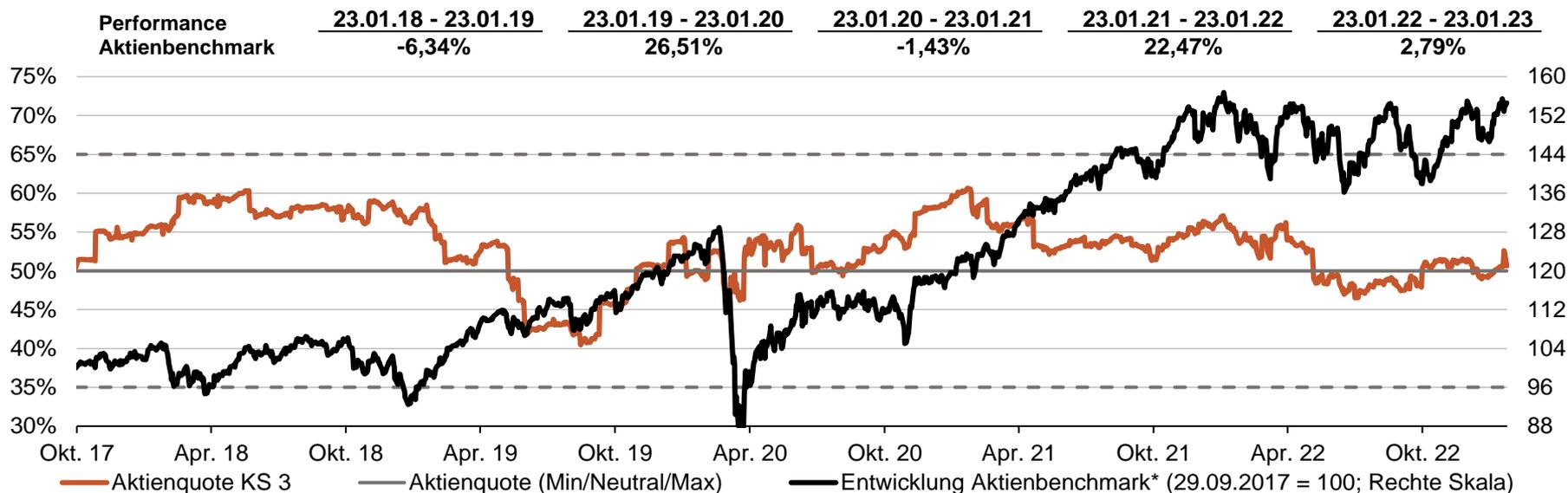
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



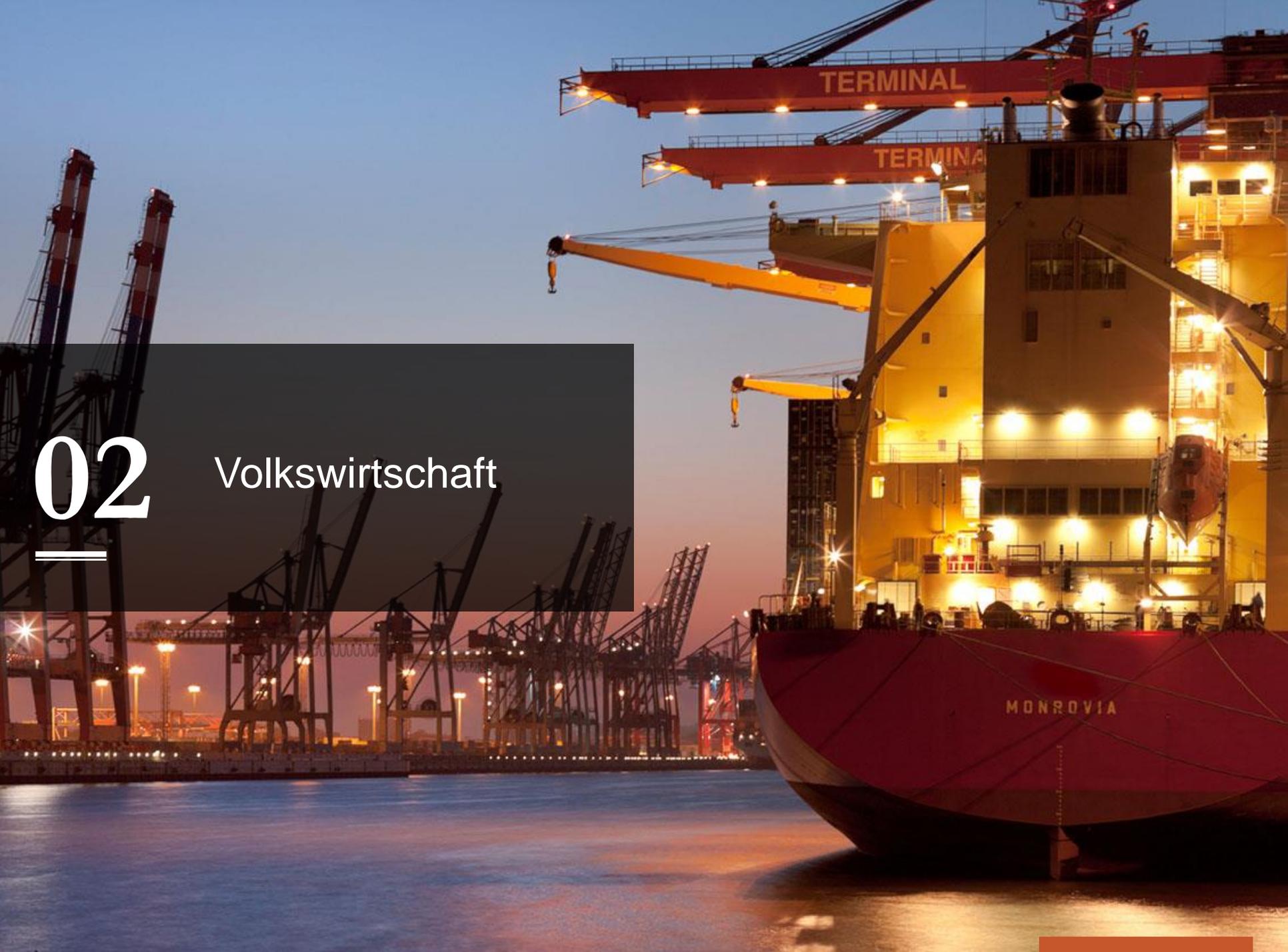
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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: 29.09.2017 – 23.01.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- 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.
- Im Januar haben wir kleinere Anpassungen am Portfolio vorgenommen. Zum einen haben wir ein US Steepener ETF (Long 2-jährige US-Treasuries, Short 10-jährige US-Treasuries) aufgebaut, nachdem sich die US-Zinsstrukturkurve deutlich invertiert hat. Zudem haben wir ein besichertes Zertifikat auf Rohstoffaktien, welches unsere ESG-Hausmeinung berücksichtigt, auflegen lassen. Im Gegenzug haben wir lateinamerikanische, britische und US-Aktien reduziert. Wir sind entsprechend Aktien weiterhin neutral positioniert.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

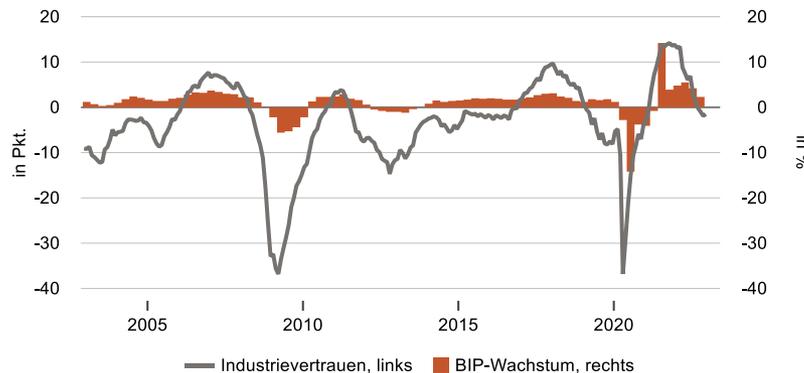
Konjunktur- und Preisentwicklung



Verbesserte Konjunkturaussichten

- Die deutschen BIP-Zahlen für Q4 und 2022 sind ein gutes Zeichen für die Eurozone. Da Deutschland den Risiken der Gas-Krise stärker ausgesetzt ist als die Eurozone insgesamt, dürfte die Eurozonen-Wirtschaft noch glimpflicher davonkommen als Deutschland. Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2023 angehoben: Statt eines leichten Rückgangs um 0,2 % erwarten wir für die Eurozone nun ein leichtes Wachstum von 0,3 %.
- Mehr Wachstum bedeutet allerdings auch, dass der Preisauftrieb nicht so stark durch den Konjunkturabschwung gebremst wird. Die EZB ist dadurch stärker gefordert. Sie wird die Geldpolitik noch etwas stärker straffen.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



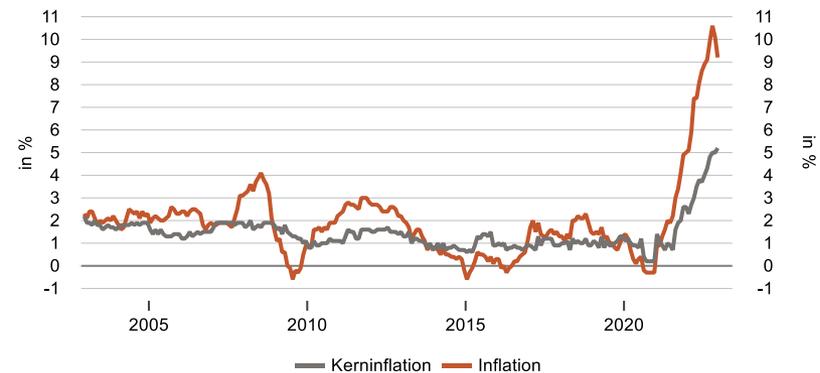
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

Inflation leicht gesunken

- Die Inflation in der Eurozone ist im Dezember den zweiten Monat in Folge auf 9,2 % gesunken. Der Preisauftrieb lag dabei erneut unter der Reuters-Konsenserwartung von 9,7 %. Die Bandbreite der Inflationsraten in den einzelnen Mitgliedstaaten ist weiterhin groß. Sie reicht im Dezember von 5,6 % in Spanien bis zu 20,7 % in Lettland (beides im Vorjahresvergleich). Italien (+12,3 %) hat für Januar angekündigt, dass die regulierten Gas- und Strompreise deutlich sinken werden.
- Für die kommenden Monate ist zu erwarten, dass die Basiseffekte immer stärker zum Tragen kommen. Das Preisniveau bleibt sehr hoch, aber die Zuwachsraten sinken.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

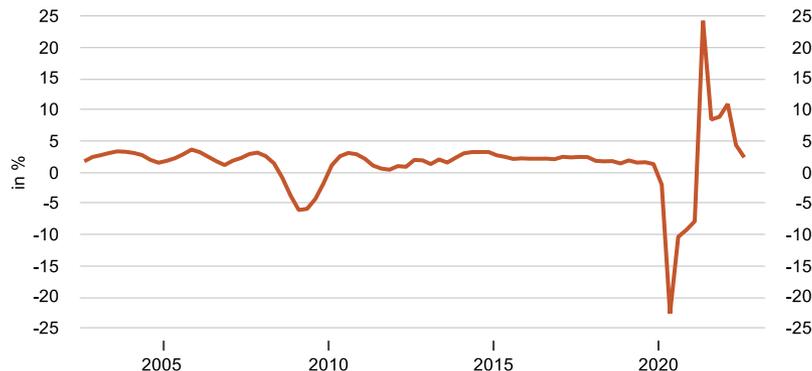


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Rezessives Umfeld

- Das Vereinigte Königreich befindet sich wohl bereits in einer Rezession – das reale BIP wird wahrscheinlich bis zum zweiten Quartal 2023 sinken. Da die hohen Ersparnisse der Haushalte, der starke Arbeitsmarkt und solide Unternehmensbilanzen die Wirtschaft stützen, könnte die Rezession relativ mild ausfallen.
- Aufgrund der Inflation sind die realen Einzelhandelsumsätze (ohne Kraftstoff) im Dezember um 1,1 % im Vergleich zum Vormonat zurückgegangen. Auch das Verbrauchervertrauen ist im Januar auf –45 von –42 im Dezember gesunken und liegt damit deutlich unter dem von Bloomberg erwarteten Wert von –40.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



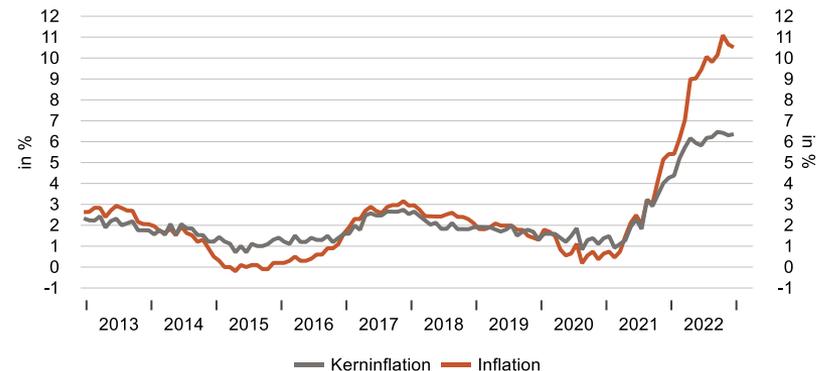
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 09/2002 – 09/2022

Inflation: Höhepunkt überschritten?

- Die Inflationsrate ging im Dezember von 10,7 % im November auf 10,5 % im Vorjahresvergleich zurück. Im Vormonatsvergleich bleibt der Preisdruck jedoch weiterhin hoch. Die Inflation im Dienstleistungssektor ist auf 6,8 % im Dezember ggü. dem Vorjahr gestiegen. Der Anstieg der Warenpreise hingegen hat sich im Dezember auf 13,4 % im Vorjahresvergleich (von 14,0 % im November) verlangsamt.
- Am 02. Februar entscheidet die Bank of England (BoE) über die weitere Geldpolitik. Aufgrund der schwächelnden Wirtschaft erwarten wir eine Zinserhöhung um nur 25 Basispunkte auf 3,75 %.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2012 – 12/2022

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

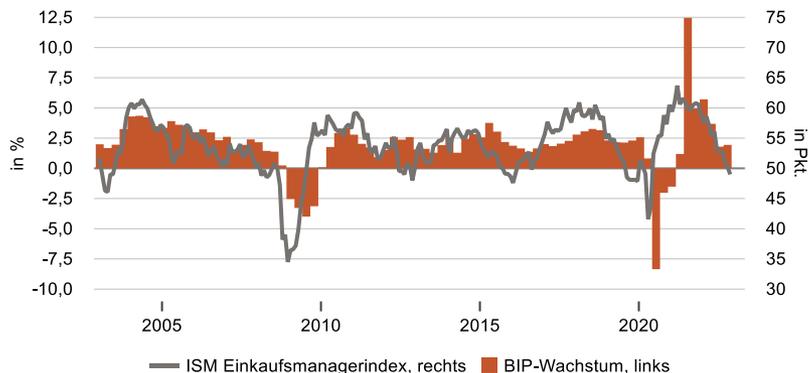


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Solide Daten, insgesamt starker Arbeitsmarkt

- Die Arbeitsmarktdaten für Dezember waren solide. Der Stellenzuwachs außerhalb des Agrarsektors ist mit rund 220.000 etwas höher ausgefallen als erwartet. Die Arbeitslosenquote ist wieder auf ihr Vor-Corona-Niveau von 3,5 % gefallen. Niedriger lag die Arbeitslosenquote zuletzt 1969 (mit 3,4 %). Das Lohnwachstum kühlt sich ab. Im Dezember lagen die Löhne um 4,6 % über dem Vorjahreswert (nach 4,8 % im November).
- Insgesamt ergibt sich ein Bild allmählich abkühlender Arbeitsnachfrage und eines erhöhten, aber moderaten Lohnwachstums.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex

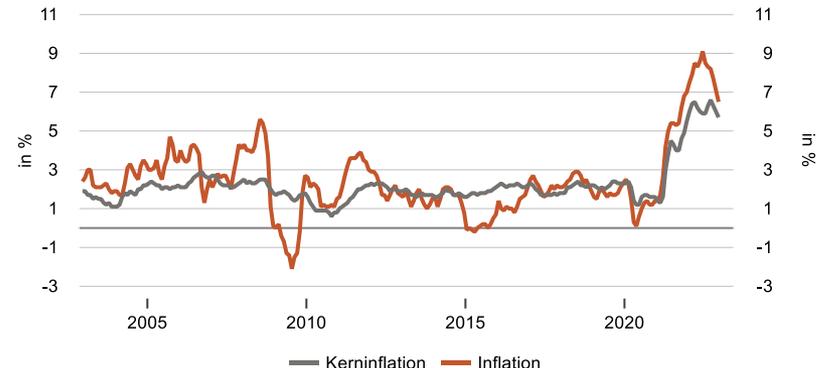


Zeitraum: 12/2001 – 12/2022

Weiterer Rückgang der Inflation

- Neben dem Verbraucherpreisindex ist auch der Produzentenpreisindex (PPI) für die Endnachfrage im Dezember gesunken – um 0,5 % im Vergleich zum Vormonat. Der Kern-PPI (ohne Nahrungsmittel, Energie und Handelsdienstleistungen) ist im Dezember nur um 0,1 % im Vormonatsvergleich gestiegen, der geringste monatliche Anstieg seit November 2021. Die Entwicklung des PPI deutet auf eine weitere Verringerung des Inflationstempos hin.
- Wir gehen davon aus, dass die Fed auf ihrer nächsten Sitzung am 31.01.2023/01.02.2023 den Leitzins um nur 0,25 Basispunkte anheben wird. In der Spitze dürfte der US-Leitzins bis Mitte des Jahres auf 5,00–5,25 % steigen.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.01.2023

* 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

Optimismus auf dem Vormarsch

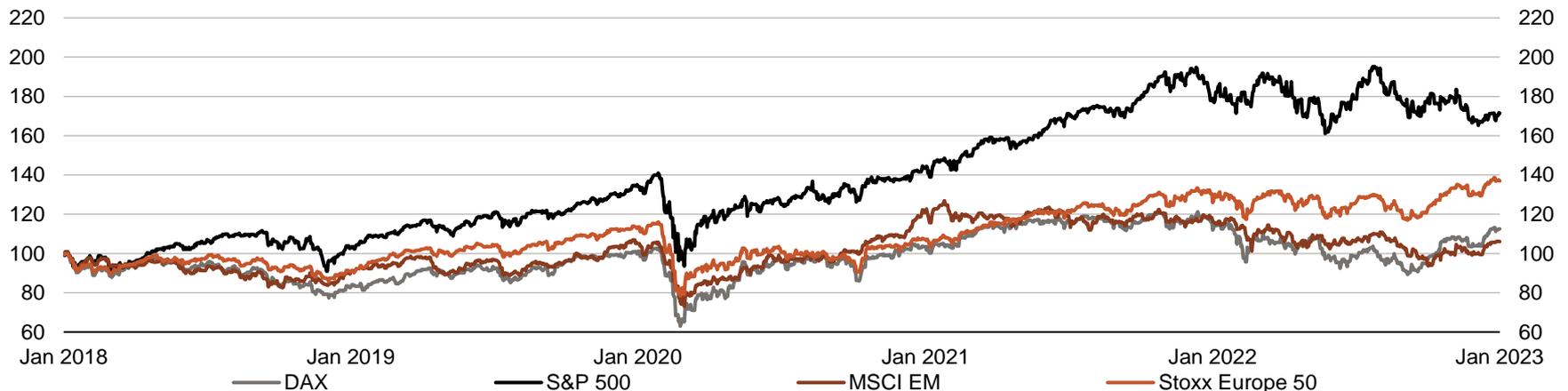


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Rohstoff- und gewinnstarke Unternehmen mit Vorteilen

- Das „Soft Landing“-Narrativ hat sich seit Jahresanfang an den Märkten durchgesetzt. Während 2022 noch Inflations- und Rezessionsängste die Märkte nach unten trieben, preist der Markt aktuell ein Szenario ein, bei welchem die Inflation deutlich zurückkommt und die Wirtschaft in keine harte Rezession fällt. Sowohl die Anleihe- als auch die Aktienmärkte haben seit Jahresanfang deutlich zugelegt. Auch die von uns langfristig bevorzugten Wachstumsaktien erholten sich. Der breite Markt ist unserer Ansicht nach kurzfristig nun jedoch etwas zu optimistisch gepreist.
- Zwar erwarten auch wir keine harte Rezession, aber im Laufe des Jahres dürfte das China-Reopening und die stabile globale Konjunktur den Rohstoffpreisen wieder Rückenwind geben. Eine massive Disinflation, wie vom Markt gepreist, erscheint somit unwahrscheinlich. Zudem dürfte die Preissetzungsmacht der Unternehmen abgenommen haben, was für Margendruck und schwaches Gewinnwachstum spricht. Wir positionieren uns daher mit einer neutralen Aktienquoten. Unser Fokus auf wachstumsstarke Qualitätsunternehmen sowie die Allokation in rohstofflastige Anlagen dürften helfen.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 24.01.2018 – 24.01.2023

Unternehmensgewinne

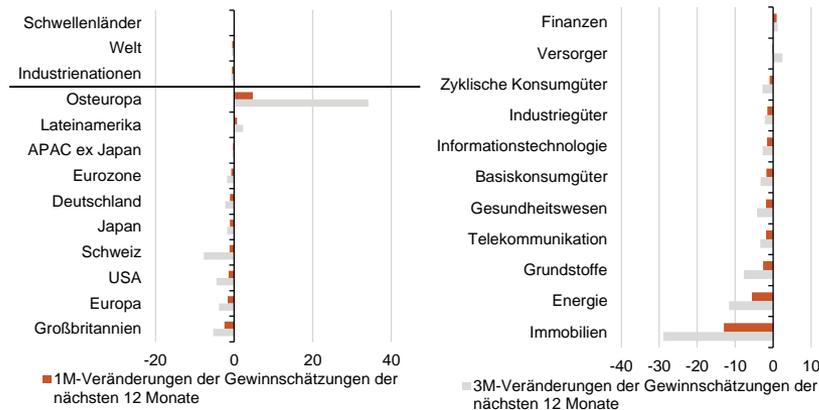
Gewinnwachstum ist rar



Negative Gewinnrevisionen dominieren

- Im Einklang mit der Aussicht einer milden globalen Rezession haben die Analysten die globalen Gewinnerwartungen nur leicht reduziert.
- Die negativen Gewinnrevisionen waren bei Industrienationen stärker als bei Schwellenländern ausgeprägt. Bei den Industrienationen wurden zuletzt die Gewinnaussichten am stärksten für Unternehmen in der Schweiz und Großbritannien reduziert.
- Positive Gewinnrevisionen waren hingegen bei Schwellenländerregionen wie Lateinamerika oder Osteuropa zu beobachten.

Leicht negative Gewinnrevisionen



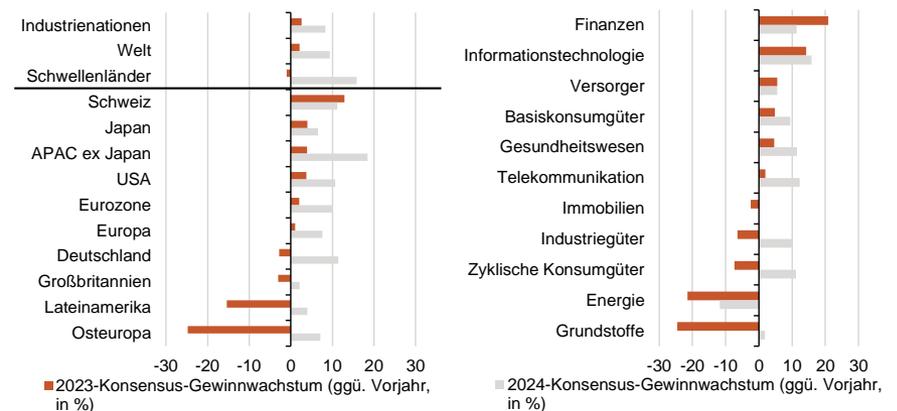
Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 24.01.2023

2023er-Gewinnwachstum kratzt an der Null

- Das Gewinnwachstum 2023 dürfte nach den jüngsten negativen Gewinnrevisionen bei den Industrieländern laut dem Konsens unter 3% liegen. Schwellenländer dürften trotz China-Öffnung sogar ein negatives Wachstum sehen.
- Die Q4-Berichtssaison verläuft jedoch besser als bisher erwartet. Das Gros der S&P 500 und STOXX 600 Unternehmen berichtet jedoch erst noch. Hier dürfte vor allem der Ausblick der Unternehmen entscheidend sein.
- Bei den Sektoren dürften dieses Jahr nach der Sonderkonjunktur 2022 vor allem Energie- und Grundstoffunternehmen sinkende Gewinne sehen.

Kaum Gewinnwachstum im Jahr 2023 laut Konsens



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 24.01.2023

Bewertung & Positionierung

Bewertungen steigen dank besserer Stimmung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

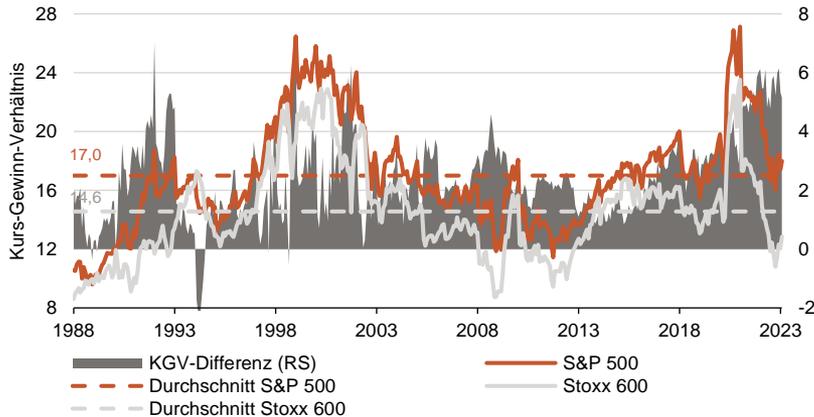
Rallye führte zu steigenden Bewertungen

- Die Rallye seit Jahresanfang hat die Bewertung von US- und auch von europäischen Aktien steigen lassen. Die Hoffnung auf eine lediglich milde Rezession bei gleichzeitig fallender Inflation und somit weniger restriktiver Geldpolitik waren dabei die Haupttreiber.
- Damit einher ging ein Short-Covering, auch aufgrund des Ausbleiben einer Energiekrise, welches vor allem europäische Aktien Rückenwind verlieh. Die Bewertungsprämie bei US-Aktien hat sich somit jüngst etwas verringert, auch wenn sie hoch bleibt.

Pessimismus hat abgenommen

- Die US-Privatanleger sind zwar weiterhin pessimistisch, aber viel weniger pessimistisch als noch Ende 2022. Die Öffnung Chinas und die Hoffnung auf eine weniger stark restriktive Fed haben die Sorgen, welche die Anleger 2022 plagten, abnehmen lassen.
- Das Gros der Anleger dürfte weiterhin unterinvestiert sein. Somit stellen auch steigende Märkte für viele Anleger ein Risiko dar, da sie unterproportional partizipieren. Die Absicherung gegen steigende Märkte ist zwar teuer, aber gefragt. Der Druck nach oben könnte somit kurzfristig anhalten.

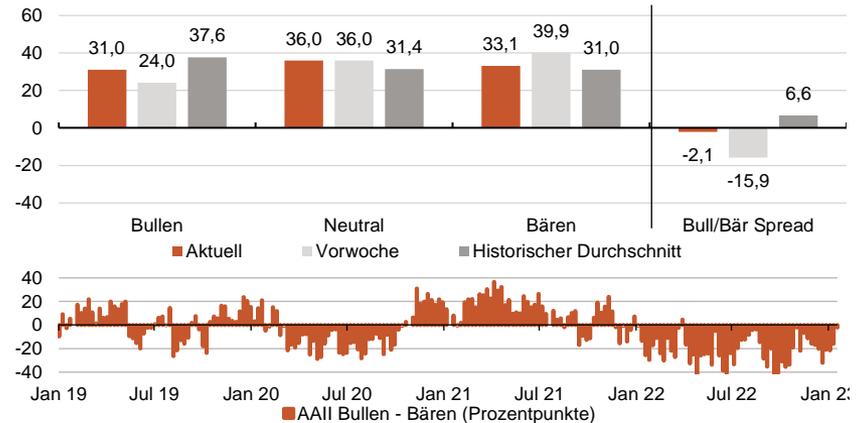
Bewertungsprämie von US-Aktien gesunken



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1988 – 24.01.2023

Stimmung nicht mehr so negativ wie Ende 2022



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 23.07.1987 – 19.01.2023

Aktien Allokation

Übergewicht in EM und Europa ex. UK



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Der steigende Gewinndruck und die weiterhin hohe Bewertung von US-Aktien macht die Region gegenüber eher günstige Regionen wie Europa oder Schwellenländer weniger attraktiv. Zudem dürften US-Aktien weniger stark von der China-Öffnung profitieren.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir US-Aktien untergewichtet.

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 bleiben jedoch leicht untergewichtet, da wir in anderen Regionen größere Chancen sehen.

Europa ex. UK

Übergewichten

- Schlechte Finanzierungsbedingungen und weiterhin hohe Energiekosten dürften europäische Unternehmen weiterhin belasten. Der Druck hat zuletzt jedoch deutlich abgenommen und viel Negatives ist bereits eingepreist.
- Europäische Aktien sind gegenüber der eigenen Historie und gegenüber den USA günstig bewertet. Wir sind Europa ex UK leicht übergewichtet.

Schwellenländer

Übergewichten

- Lateinamerikanische Aktien dürften von den gestiegenen Rohstoffpreisen weiter profitieren und bieten eine Value-lastige Portfolioergänzung.
- Das positive Momentum bei chinesischen Aktien aufgrund des China-Reopening und dank geringer Positionierung dürfte weiter anhalten. Zudem dürften Lokalinvestoren noch deutliches Investitionspotenzial haben. Wir bleiben aktiv positioniert.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	24.01.2023	30.06.2023	31.12.2023	in 12 Monaten
S&P 500	4.017	4.150	4.300	4.521
DAX	15.093	15.000	15.700	17.782
Euro Stoxx 50	4.153	4.100	4.250	4.709
MSCI Großbritannien	2.224	2.250	2.350	2.546
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	3,3	7,0	12,5
DAX	-	-0,6	4,0	17,8
Euro Stoxx 50	-	-1,3	2,3	13,4
MSCI Großbritannien	-	1,2	5,7	14,5

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.01.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Erholungsrallye zum Jahresstart



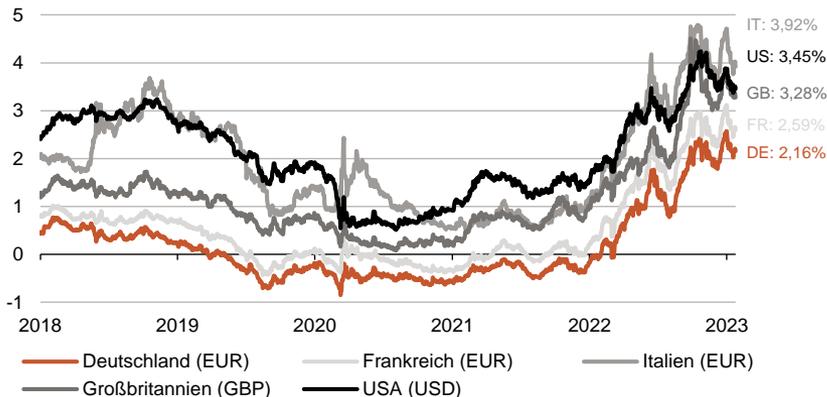
Staatsanleihen erholen sich nach schwierigem 2022

- Der Jahresstart bei sicheren Staatsanleihen entwickelte sich zu der ersten stärkeren Erholungsrallye seit Spätherbst 2022. Die Märkte waren vom Optimismus beflügelt, dass sich der Kampf gegen die Rezession dem Ende nähert und damit die Notwendigkeit weiterer Zinserhöhungen verringert wird. Über die letzten Tage stabilisierte sich jedoch der Renditeabschwung. Die mit den Markterwartungen übereinstimmenden US-Inflations- und Einkaufsmanagerdaten konnten in Anbetracht der Zentralbanksitzungen nächste Woche nur wenig Richtungsweisung bieten. 10-jährige US- und deutsche Staatsanleihen rentieren aktuell wieder bei jeweils 3,45% und 2,16%.

Staatsanleihen: Zentralbanksitzungen nächste Woche

- Vor den Zentralbanksitzungen der Fed und EZB in der ersten Februarwoche preist der Markt für Februar für die Fed nur eine und für die EZB zwei Zinsanhebungen von 25 Basispunkten. Den Zinserhöhungsgipfel sieht der Markt dabei derzeit für die Fed bereits im Mai und für die EZB ab Juli dieses Jahres.
- Die US- und deutsche Renditestrukturkurve (10J-2J) sind weiterhin stark invers und deuten somit auf eine Rezession hin. Die Renditedifferenz zwischen kurz- und langfristigen US-Zinsen ist so negativ wie seit Anfang der 80er Jahre nicht. Wir rechnen entsprechend mit einer Versteilerung der US-Zinsstrukturkurve in diesem Jahr. In der Vergangenheit hat diese sich immer während einer Rezession versteilert.

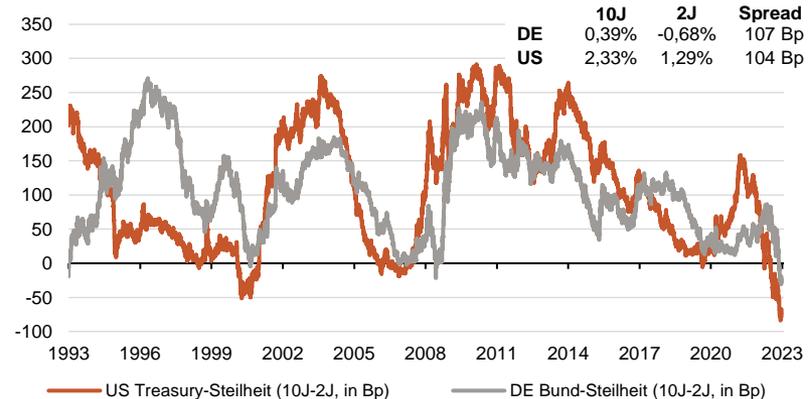
Renditelevel stabilisierten sich nach Renditeabschwung



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 24.01.2023

US- und deutsche Renditestrukturkurve weiter invers



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1993 – 24.01.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

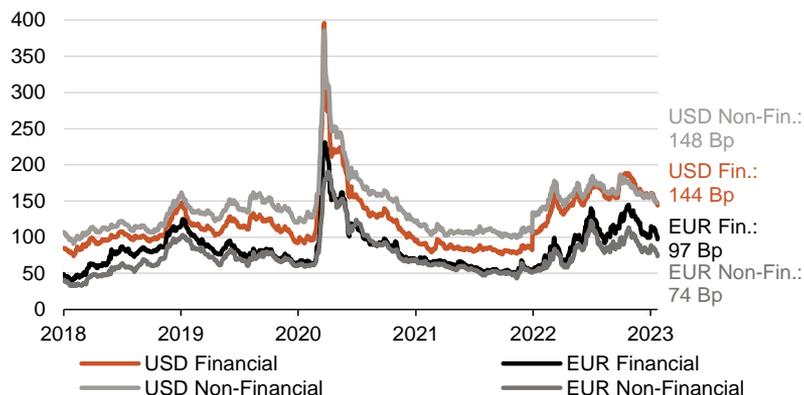
Anleihen als echte Alternative zu Aktien



Unternehmensanleihen attraktiv bei hohen Renditen

- Analog zu Staatsanleihen bahnten sich auch Unternehmensanleihen seit Jahresstart den Weg zu einer neuen Erholungsrallye. Die Risikoaufschläge von IG-Unternehmensanleihen gaben entsprechend nach. So sahen USD-Finanzanleihen über die letzten vier Wochen eine Spreadeinengung von 13 Bp, Nicht-Finanzanleihen nur eine Einengung von 7 Bp.
- Nach der jahrelangen Periode niedriger Verzinsung ist der Optimismus der Anleger bei wieder attraktiveren Renditen und finanzieller Gesundheit der Unternehmen trotz der wirtschaftlichen Turbulenzen leicht nachzuvollziehen. Auch die relative Attraktivität von Anleihen gegenüber Aktien ist aufgrund des Renditeanstiegs deutlich gestiegen.

EUR- und US-Risikoaufschläge deutlich gesunken



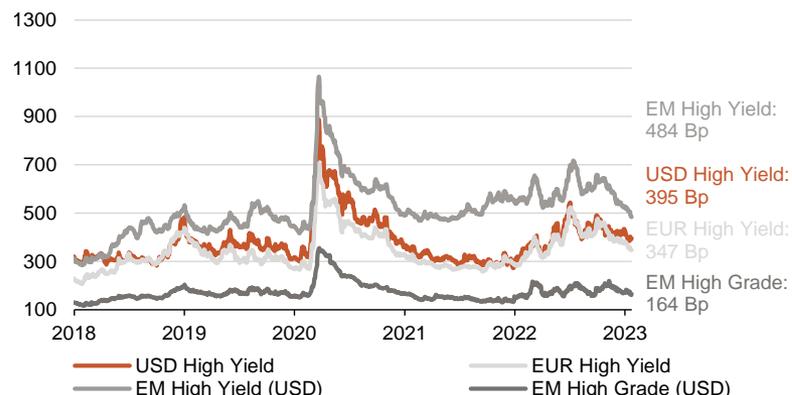
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 24.01.2023

Schwellenländer: Lokalwährungen unverändert präferiert

- Der Hochzinsanleihemarkt erfuhr über die letzten vier Wochen ebenfalls eine merkliche Einengung der Risikoprämien. Neben EUR-Hochzinsanleihen erlebten Schwellenländer mit einem Verfall von 46 Bp die deutlichste Einengung. Dennoch bleiben die Risiken einer stärkeren Wirtschaftsabkühlung und strikteren Zentralbankpolitik bestehen, was die Wahrscheinlichkeit einer stärkeren Einengung begrenzen dürfte.
- Schwellenländeranleihen setzten die Erholungsbewegung in das neue Jahr hinein fort. Aus EUR-Investorensicht bevorzugen wir Lokalwährungsanleihen. Nachdem 2022 hauptsächlich die Währungskomponente Performancetreiber war, dürfte insbesondere in H2 die Duration als Werttreiber helfen.

Rückgang der Risikoprämien bei Schwellenländeranleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 24.01.2023

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



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 bleiben trotz Spread-Einengung dieses Jahres relativ attraktiv gegenüber Staatsanleihen sowie Aktien.
- 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.
- Insbesondere Lateinamerika erscheint uns in lokaler Währung 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

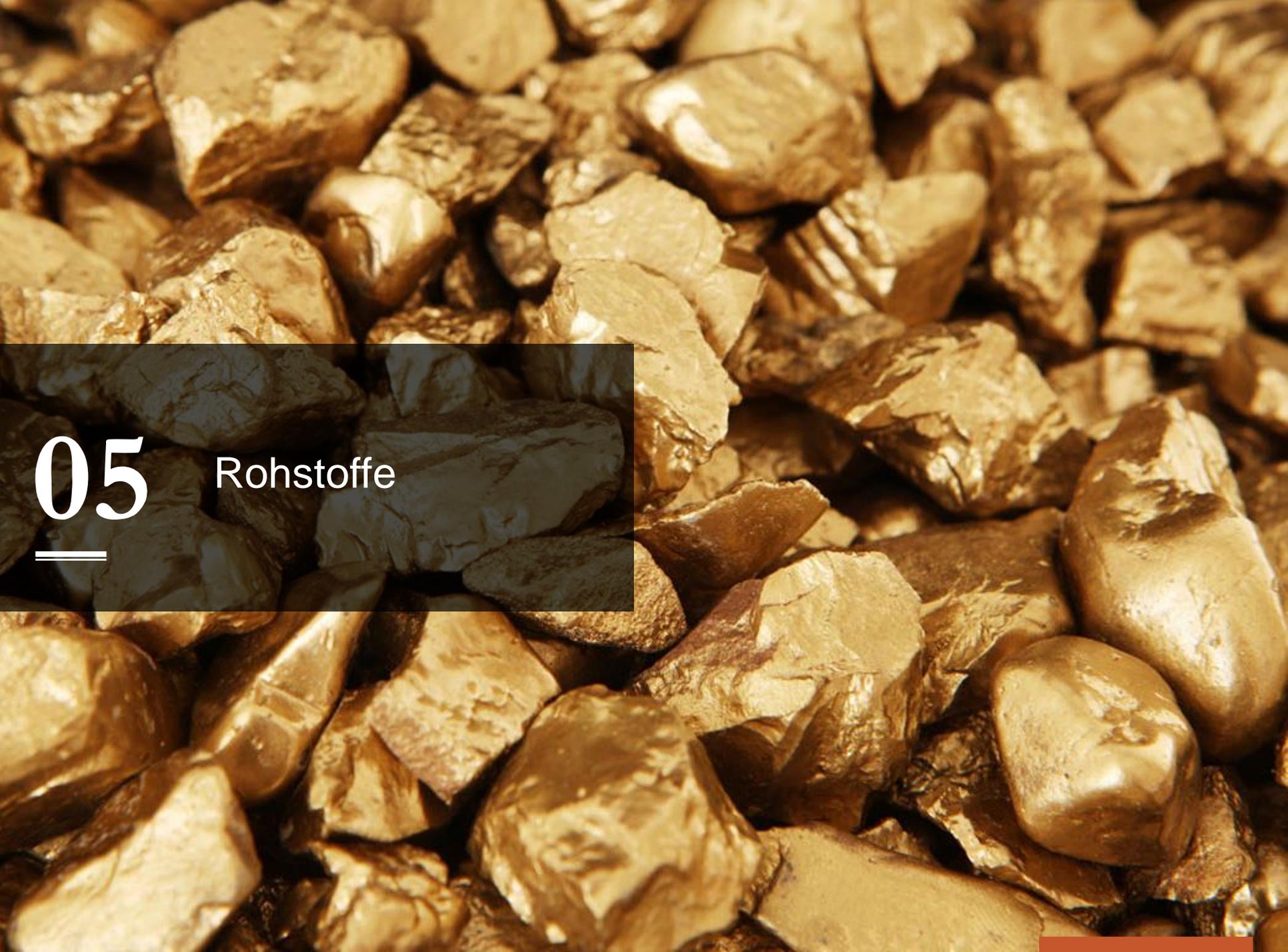
Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte

**BERENBERG**
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	24.01.2023	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	4,75
10J US-Rendite	3,46	3,60	3,65	3,60	3,40
Eurozone					
Leitzins	2,50	3,75	3,60	3,75	3,55
10J Bund-Rendite	2,15	2,50	2,36	2,70	2,08
Großbritannien					
Leitzins	3,50	4,00	4,20	3,50	4,15
10J Gilts-Rendite	3,27	3,50	3,50	3,20	3,24

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.01.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

positive Asymmetrie

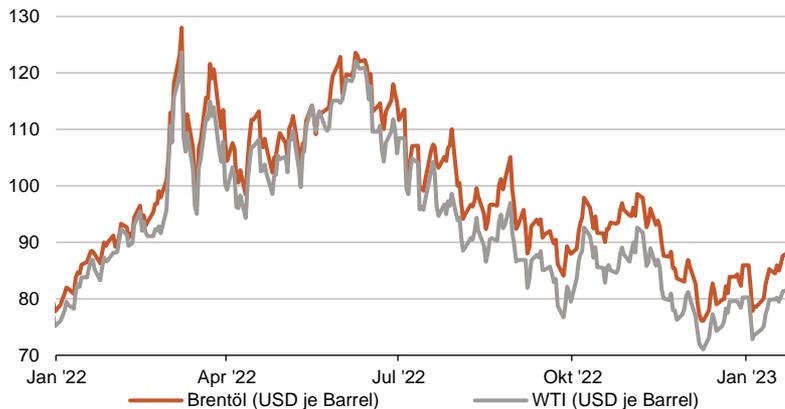


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

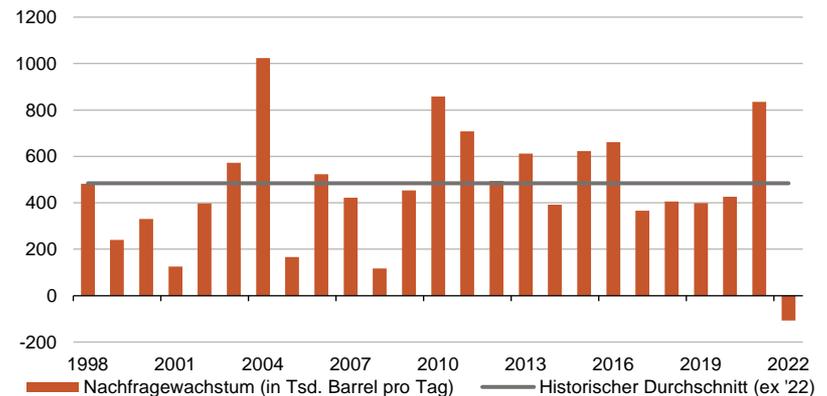
Nachfragewachstum steht und steigt mit China

- Rohöl erlebte einen sehr volatilen Start ins neue Jahr. In den ersten zwei Handelstagen fiel der Ölpreis um fast 10%. Seitdem ging es allerdings wieder kräftig aufwärts, sodass die Sorte WTI aktuell knapp unter 81 USD je Barrel und damit im positiven Bereich seit Jahresanfang notiert. Für viel Wirbel sorgte neben dem warmen Wetter vor allem die Kehrtwende Chinas in seiner 0-Covid-Politik. Zunächst fürchteten Anleger mit steigenden Infektionszahlen weniger Nachfrage, später überwogen die Hoffnungen auf steigende Mobilität.
- Auch wenn kurzfristig der Ölmarkt leicht überversorgt sein dürfte, spricht Vieles für ein sich mittelfristig verknappendes Angebot-Nachfrage-Gefüge. Zwar dürften die US-Schieferölproduzenten, Venezuela und Guyana ihre Produktion im Jahresverlauf ausweiten, allerdings sollte die russische Produktion gleichzeitig rückläufig sein. Die globale Nachfrage wiederum steht und steigt mit China. In der Vergangenheit folgten auf Krisenjahre bis zu 1mbpd Nachfragewachstum. Mit einer erstmals seit über 20 Jahren rückläufigen Nachfrage in `22 stehen die Chancen für kräftige Nachholeffekte gut. Damit würde der Ölmarkt ins Defizit geraten und die Preise weiter steigen. Das Abwärtspotenzial ist indessen begrenzt. Zum einen hat die US-Regierung angekündigt bei 70 USD je Barrel WTI ihre strategischen Reserven auffüllen zu wollen. Zum anderen unterstrich die OPEC zuletzt immer wieder, falls nötig, ihre Produktion zu drosseln, um ein Marktgleichgewicht herzustellen.

Volatiler Start in das neue Jahr



Chinesische Nachfrage birgt kräftige Nachholeffekte



Edel- und Industriemetalle

Goldener Start ins Jahr

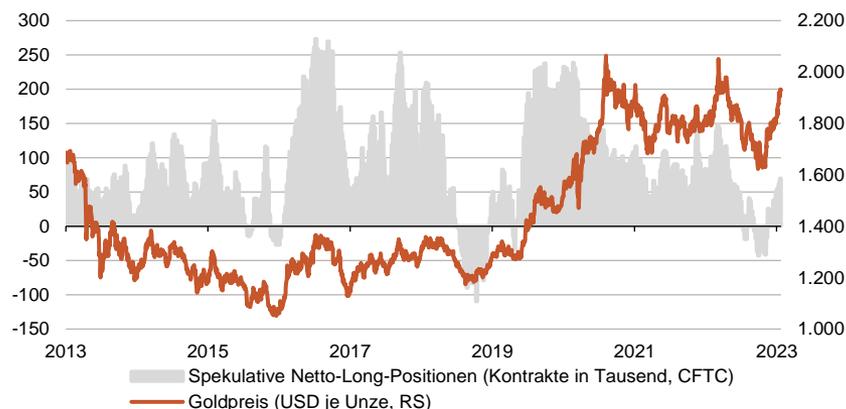


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Positives Momentum, fundamentaler Gegenwind

- Gold setzte seinen Aufwärtstrend aus dem letzten Jahr im Januar weiter fort und notiert aktuell sogar über der Marke von 1.900 USD je Unze.
- Maßgeblich preistreibend dürfte die Technik gewesen sein. So ist das Momentum über 1, 3, 6 und 12 Monate mittlerweile deutlich positiv. Zudem hat die 50-Tagelinie Mitte Januar die 200-Tagelinie nach oben durchbrochen – ein starkes technisches Signal genannt „Golden Cross“.
- Vor allem CTAs dürften Long-Positionen aufgebaut haben. ETF-Investoren haben hingegen noch nicht gekauft.
- Auch wenn kurzfristig die Rallye anhalten kann, wird die Luft allerdings bei gleichbleibenden Realzinsen aus fundamentaler Sicht langsam dünn für Gold.

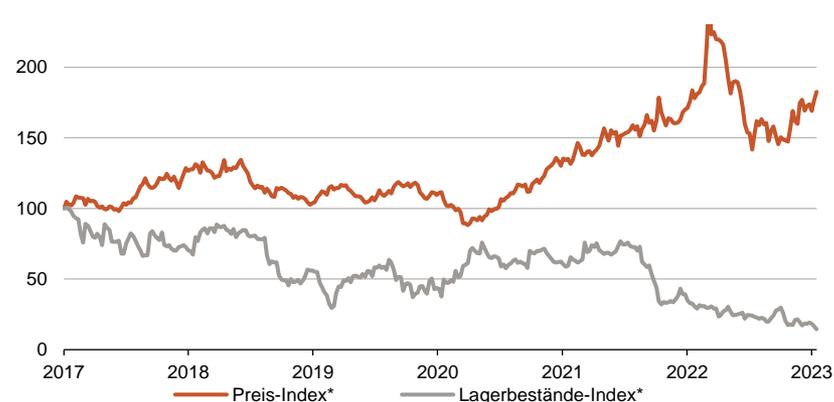
Spekulative Anleger treiben Goldpreis



Industriemetalle bleiben knapp

- Die meisten Industriemetalle legten einen steilen Start in das neue Jahr hin. Kupfer, Aluminium und Zink legten jeweils über 10% zu. Lediglich Nickel verbuchte Verluste.
- Die (wirtschaftliche) Öffnung Chinas dürfte die Nachfrage kräftig ankurbeln, wohingegen die Angebotsseite weiter mit Disruptionen zu kämpfen hat. So wird der von vielen Analysten ursprünglich erwartete Angebotsüberschuss dieses Jahr bei Kupfer immer unwahrscheinlicher.
- Die sehr niedrigen und weiter fallenden Lagerbestände deuten trotz trüber Konjunktur im Westen auf die anhaltende Knappheit vieler Metalle. Bei steigender Nachfrage von grünen Technologien, dürften die Preise weiter zulegen. Kurzfristig scheint die Rallye etwas überhitzt.

Knappes Industriemetallangebot begrenzt Abwärtsrisiken





06

Währungen



Marktentwicklung

Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Euro: Stück für Stück aufwärts

- In unsicheren Zeiten suchen Anleger sichere Häfen wie den US-Dollar. Treiben in 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.
- Nachdem die Gemeinschaftswährung zum US-Dollar im Jahresverlauf 2022 zeitweilig deutlich unter die Parität gefallen war, ist der Wechselkurs inzwischen auf 1,09 US-Dollar je Euro gestiegen. Der Anstieg reflektiert die verbesserten Konjunkturaussichten in der Eurozone sowie die sinkende Wahrscheinlichkeit für die Risikoszenarien.

Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2018 – 01/2023

EUR/CHF: Kampf um die Parität

- Rund ein halbes Jahr lag der EUR/CHF-Wechselkurs unter der Parität. Jetzt konnte der Euro im Zuge seiner generellen Erholung gegenüber dem Franken bis zur Parität bzw. sogar etwas darüber steigen. Wie der US-Dollar wird auch die Schweizer Währung in Krisenzeiten stark nachgefragt. Da die Zeichen an den Finanzmärkten seit einigen Wochen auf Entspannung stehen, verliert der Franken auch einen Teil seiner Attraktivität.
- Die Schweizerische Nationalbank setzt beim Kampf gegen die Inflation allerdings auf einen starken Franken. Das Abwärtspotential des Franken (bzw. Aufwärtspotential des Euro) ist deshalb wohl begrenzt.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2018 – 01/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

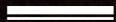
	24.01.2023	30.06.2023		31.12.2023	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,09	1,10	1,08	1,15	1,10
EUR/GBP	0,88	0,85	0,88	0,85	0,89
EUR/CHF	1,00	1,00	1,00	1,02	1,02
EUR/JPY	142	143	138	144	137
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-1,0	0,8	-5,3	-1,0
GBP	-	3,8	0,3	3,8	-0,8
CHF	-	0,4	0,4	-1,5	-1,5
JPY	-	-0,9	2,7	-1,6	3,4

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 24.01.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



Impressum





BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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