



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

März | 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 23.02.2023



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktien nun wieder leicht untergewichtet, 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 Die Luft wird dünner	14
04	Anleihen Anleiherenditen setzten Aktien unter Druck	20
05	Rohstoffe Temporäre Schwäche auf breiter Front, langfristige Trends intakt	25
06	Währungen Euro dürfte sich im späteren Jahresverlauf weiter erholen	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 (24.01.23 - 21.02.23)	■ YTD (30.12.22 - 21.02.23)	21.02.22	21.02.21	21.02.20	21.02.19	21.02.18
			21.02.23	21.02.22	21.02.21	21.02.20	21.02.19
USD/EUR-Wechselkurs	2,2	0,5	6,2	7,1	-10,5	4,5	8,4
Aktien Industrienationen	1,6	5,9	-0,5	15,0	6,2	23,0	8,8
Globale Wandelanleihen	1,5	5,3	-5,0	-11,8	37,2	21,2	8,7
Aktien Frontier Markets	1,4	4,7	-15,5	19,9	-3,9	12,1	-6,2
Euro-Übernachteinlage	0,1	0,2	0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
REITs	-0,1	5,4	-8,0	22,0	-20,5	22,7	22,0
EUR Unternehmensanleihen	-1,2	1,3	-10,0	-4,0	0,8	5,9	0,9
Brent	-1,5	-2,7	22,1	75,8	-17,8	2,1	16,6
EUR Staatsanleihen	-1,7	0,4	-9,6	-3,0	0,1	3,9	1,4
Aktien Emerging Markets	-2,2	4,6	-10,7	-6,8	20,6	10,4	-3,2
Industriemetalle	-2,7	3,0	-1,9	35,7	25,1	-5,8	-4,3
Gold	-3,2	1,1	2,3	14,4	-2,8	29,7	8,3

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: 21.02.2018 – 21.02.2023

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

- Die Jahresanfangsrallye kam mit den starken US-Arbeitsmarktdaten und wieder steigenden Anleiherenditen ins Stocken.
- Gewinnseitig dürften die Märkte keinen großen Rückenwind erfahren, während die Bewertung wieder gestiegen ist.
- Technisch als auch fundamental ist die Luft dünner geworden. Wir haben daher Aktien auf ein leichtes Untergewicht reduziert.



Anleihen

- Renditeanstieg bei sicheren Staatsanleihen. 10-jährige US-Staatsanleiherenditen nun wieder bei 3,9%.
- EUR-Unternehmensanleihen scheinen nach wie vor attraktiv. Lokalwährungsanleihen bei EM bevorzugt.
- Wir haben das Untergewicht bei Anleihen jüngst reduziert und kurzlaufende EUR-Anleihen aufgestockt.



Alternative Investments / Rohstoffe

- Öl handelt volatil seitwärts. Nachfrageerholung in China läuft schleppender als erwartet an. Produzenten bleiben restriktiv.
- Starker US-Arbeitsmarkt beendet Gold-Rallye. Fundamentales Potenzial begrenzt. Makro-Risiken bleiben aber zahlreich.
- Steigende Lagerbestände bei Industriemetallen. Angebot kämpft weiter mit Produktionsausfällen. Langfristige Trends intakt.



Währungen

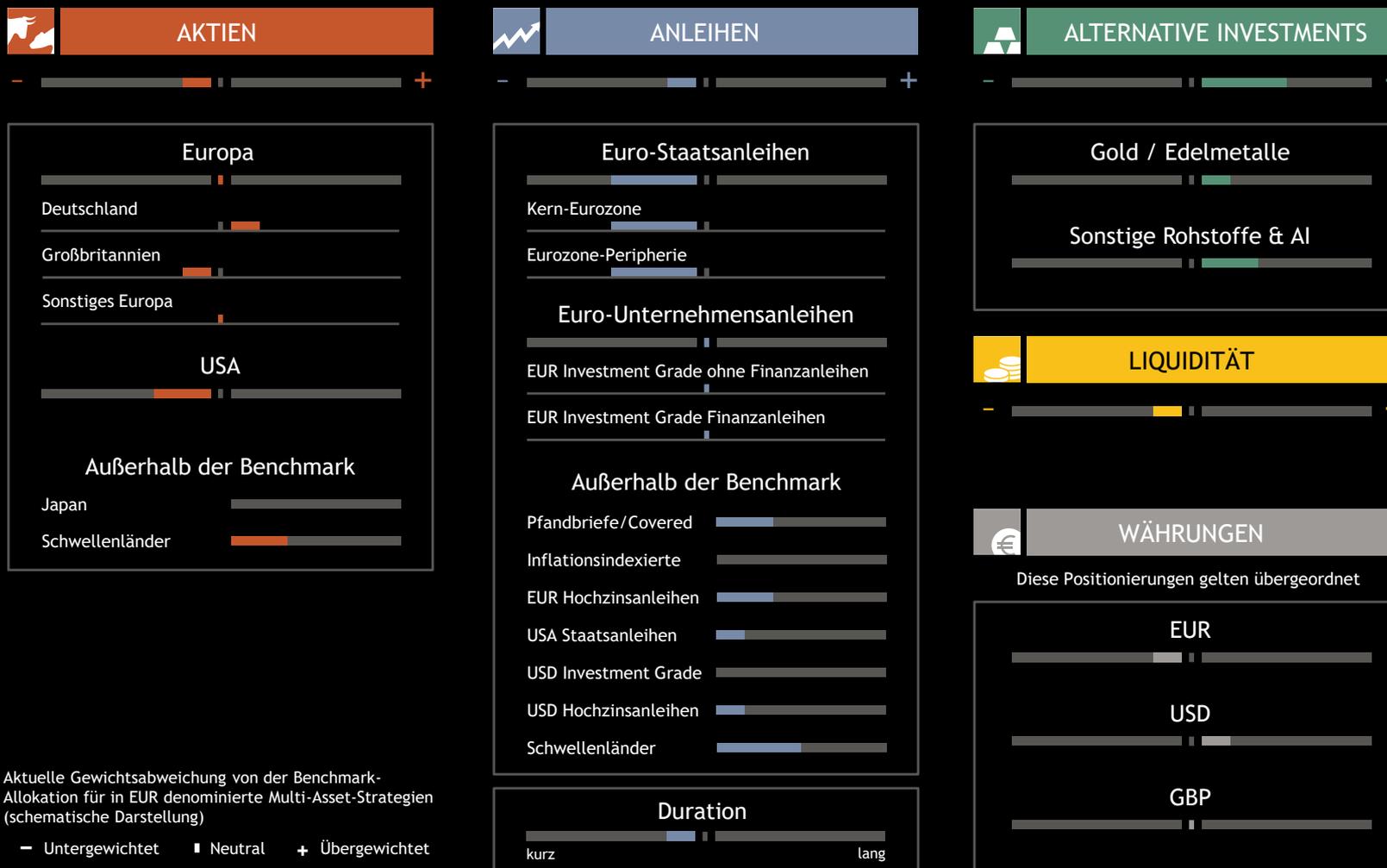
- Der Euro dürfte im Jahresverlauf von der verbesserten Marktstimmung und Konjunkturaussichten profitieren.
- Höherer Risikoappetit dämpft traditionell den US-Dollar. Dennoch bleibt die US-Währung hoch bewertet.
- Das Aufwärtspotenzial des Euro gegenüber dem Schweizer Franken über die Parität hinaus ist begrenzt.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



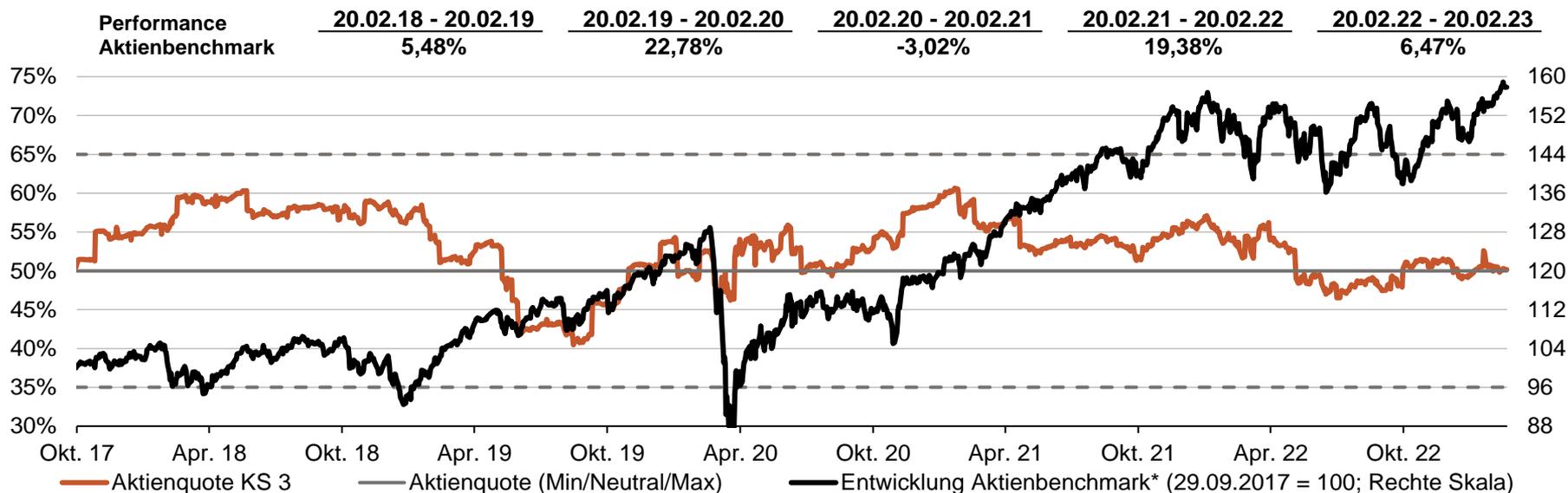
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



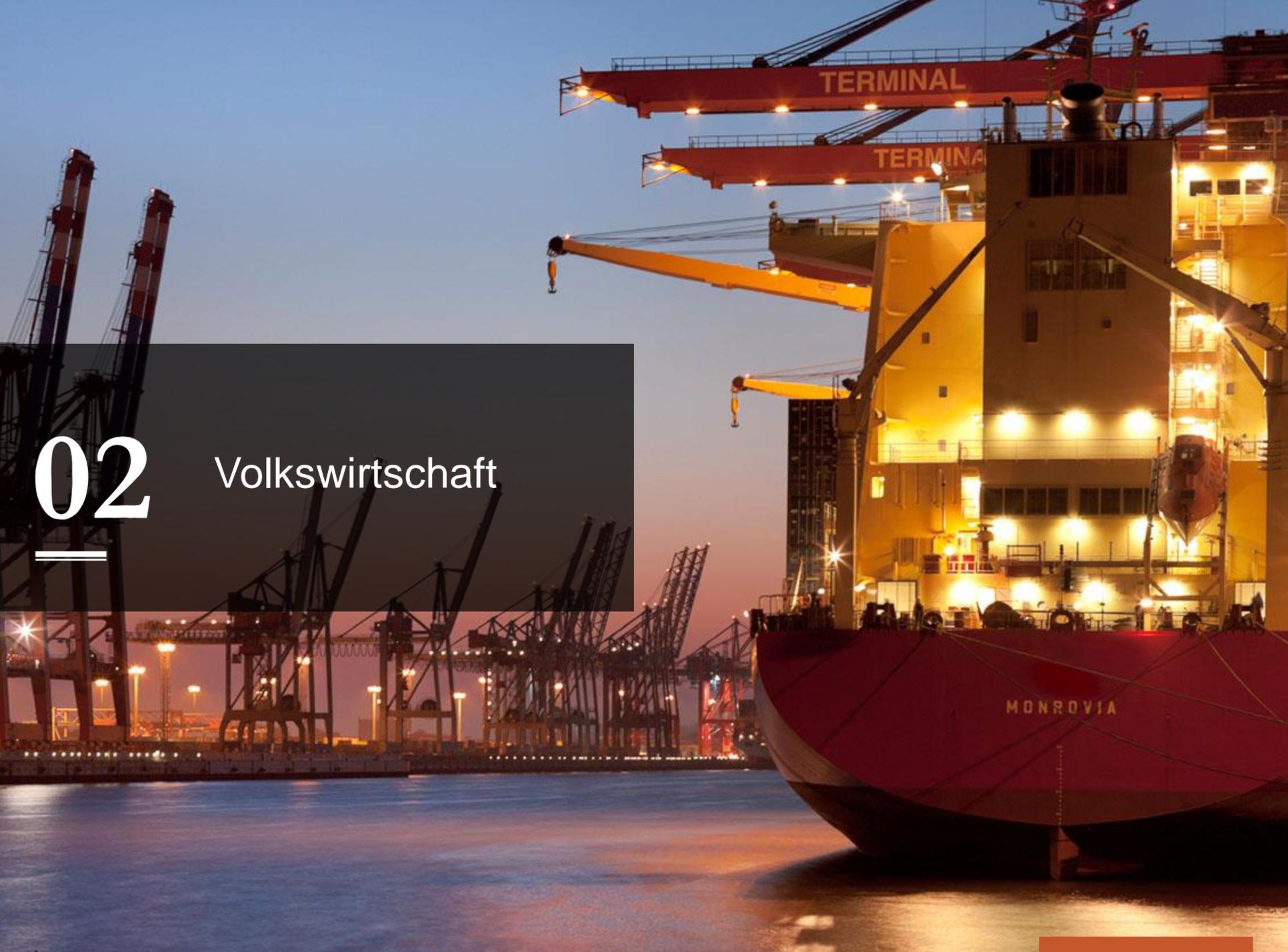
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 – 20.02.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Im Januar hatten wir kleinere Anpassungen am Portfolio vorgenommen. Zum einen hatten 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 hatten wir ein besichertes Zertifikat auf Rohstoffaktien, welches unsere ESG-Hausmeinung berücksichtigt, auflegen lassen. Im Gegenzug hatten wir die starke Jahresanfangsrallye genutzt, um Gewinne mitzunehmen und die Aktienquote antizyklisch auf neutral zu bringen.
- Nachdem wir seit Ende September Aktien Übergewichtet oder neutral gewichtet waren, haben wir dann im Februar die Aktienquote mittels einer Reduzierung des S&P 500 ETFs auf ein leichtes Untergewicht reduziert und das Geld in kurzlaufende Anleihen geparkt. Die Anlegerstimmung ist nun wesentlich optimistischer und die Positionierung, besonders von systematischen Strategien, deutlich exponierter gegenüber Aktien. Der Markt ist also anfälliger für Korrekturen, auch weil die Bewertungen deutlich gestiegen sind, getrieben durch steigende Kurse und fallende Gewinnerwartungen. Das Aufwärtspotential für Aktien dürfte damit fundamental limitiert sein.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

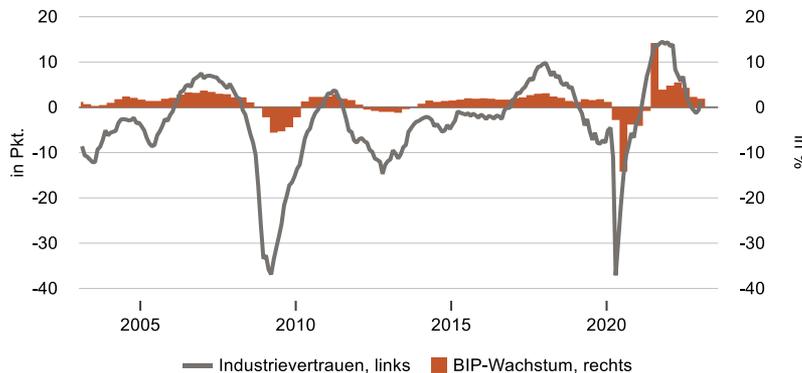


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volle Gasspeicher

- Die Gefahr einer Gas-Mangellage konnte in diesem Winter abgewendet werden. Im Gegenteil: Die Gasspeicher sind zu 64 % gefüllt – 19 Prozentpunkte mehr als im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2020 zu dieser Jahreszeit. Vor Russlands Invasion der Ukraine machten russische Gaslieferungen 40-50 % der Gasimporte der EU aus, derzeit sind es weniger als 9 %. Die milden Temperaturen haben zu einem deutlich geringeren Gasverbrauch beigetragen.
- Bei gleichbleibenden Faktoren stehen die Chancen für eine gesicherte Gasversorgung im Winter 2023/2024 gut.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



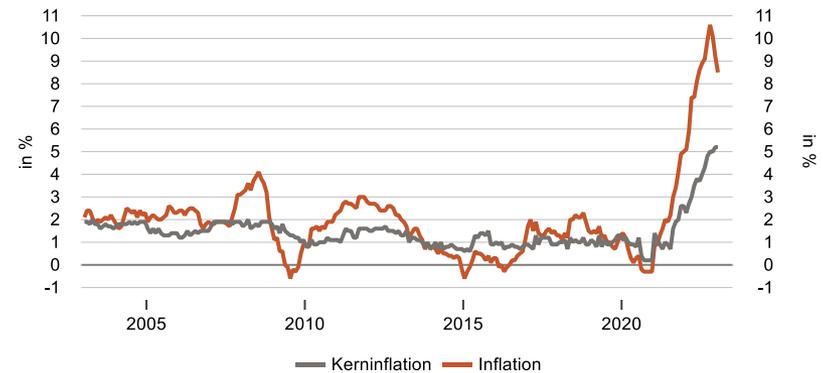
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2003 – 02/2023

Inflation sinkt weiter

- Das Schlimmste dürfte überstanden sein: Die Inflation ist im Januar auf 8,5 % zurückgegangen (von 9,2 % im Dezember). Selbst wenn die nachgereichten deutschen Inflationsdaten eingerechnet werden, wird es bei einem Rückgang gegenüber Dezember bleiben. Ausschlaggebend ist eine weitere Verlangsamung der Energiepreisinflation. Sie sank von 25,5 % im Dezember auf 17,2 % im Januar. Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) bleibt mit 5,2 % allerdings unverändert hoch.
- Der Preisdruck dürfte im Laufe des Jahres 2023 deutlich zurückgehen, was durch Basiseffekte aus dem Preisanstieg im Jahr 2022 unterstützt wird.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2003 – 01/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

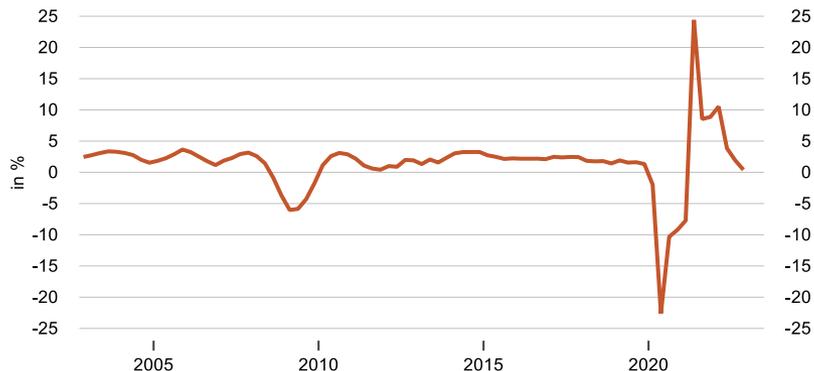
Konjunktur: Relativ widerstandsfähig

- Das Vereinigte Königreich ist im zweiten Halbjahr 2022 knapp an einer technischen Rezession vorbeigeschrammt. Nachdem die Wirtschaftsleistung im dritten Quartal rückläufig war ($-0,2\%$), ging es im vierten Quartal seitwärts ($0,0\%$).
- Angesichts des starken Gegenwinds durch die hohe Inflation und die Straffung der Geldpolitik – mit dem zusätzlichen finanziellen Schock am Rentenmarkt Ende September und Anfang Oktober – deutet die Tatsache, dass die Produktion eher stagniert als sinkt, auf eine gewisse Widerstandsfähigkeit hin.

Schwacher Immobilienmarkt

- Die Inflationsrate ist im Januar etwas überraschend von $10,5\%$ auf $10,1\%$ gesunken. Der Rückgang ist insbesondere auf niedrigere Preise für Benzin sowie Hotels und Restaurants zurückzuführen. Im Jahresverlauf dürfte auch in Großbritannien die Inflationsrate deutlich sinken.
- Gemäß des RICS-Survey ist die Aktivität auf dem britischen Immobilienmarkt zu Jahresbeginn weiter zurückgegangen. Der Saldo zwischen den Befragten, die steigende respektive fallende Hauspreise sahen, sank von $-42,2$ Pp im Dezember auf $-47,0$ Pp im Januar. Dies ist der niedrigste monatliche Saldo seit April 2009, als die globale Finanzkrise auch den britischen Immobilienmarkt belastete.

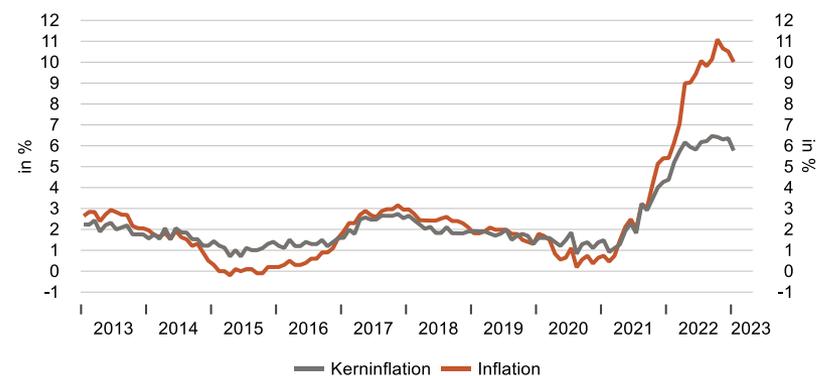
Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 01/2013 – 01/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

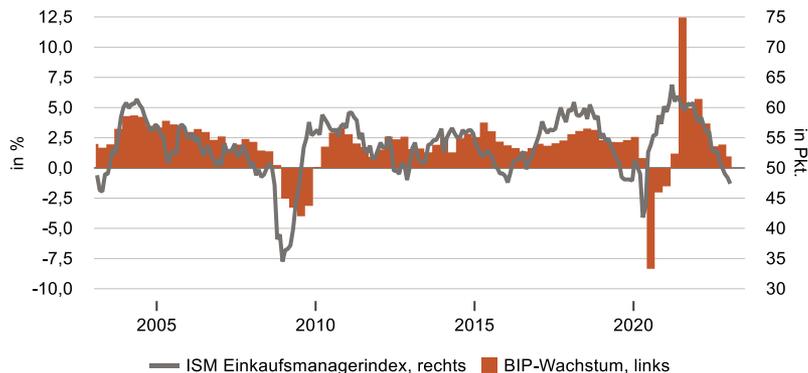


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Langsamer Rückgang der Inflation

- Der Verbraucherpreisindex ist im Januar um 0,5 % im Vergleich zum Vormonat gestiegen. Der Anstieg ist vor allem auf die erhöhten Wohnkosten und Energiepreise zurückzuführen. Im Jahresvergleich ist die Inflation im Januar auf 6,4 % gefallen, verglichen mit 6,5 % im Dezember und 7,1 % im November. Auch der Erzeugerpreisindex (PPI) ist nach einem Rückgang von 0,2 % im Dezember im Januar um 0,7 % im Vergleich zum Vormonat gestiegen. Im Jahresvergleich ist der PPI von 6,5 % im Dezember auf 6 % im Januar gesunken.
- Der verlangsamte Rückgang der Inflation dürfte die Fed dazu veranlassen die Zinsen weiter anzuheben, um ihr 2 % Ziel zu erreichen.

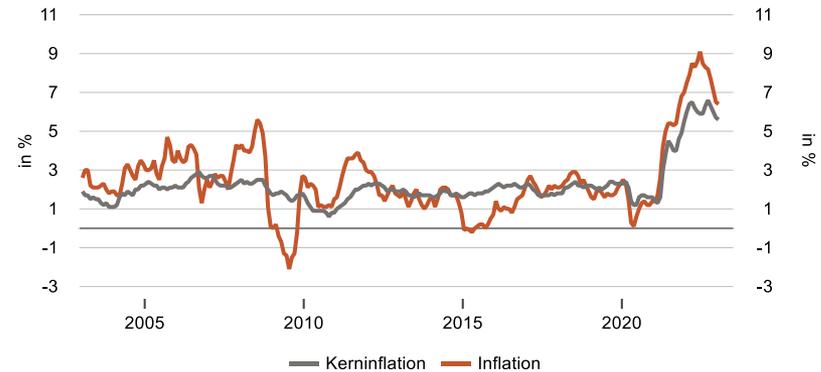
USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



Robuste Verbrauchernachfrage

- Die Einzelhandelsumsätze sind nach einem Rückgang im November und Dezember im Januar um 3 % im Vergleich zum Vormonat gestiegen. Das deutet auf eine robuste Verbrauchernachfrage hin. Das ungewöhnlich warme Wetter im Januar mag die Stärke im Einzelhandel überzeichnen. Dennoch zeigt sich eine gewisse Grunddynamik, die auch zu den robusten Daten am Arbeitsmarkt passt.
- Die Industrieproduktion stagnierte im Januar, nachdem sie im Dezember um 1 % ggü. dem Vormonat gesunken war. Die Januar-Daten deuten kurzfristig auf eine moderate Widerstandsfähigkeit hin. Mit der konjunkturellen Eintrübung wird dies aber wahrscheinlich nachlassen.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

	BIP-Wachstum (in %)						Inflation (in %)					
	2023		2024		2025		2023		2024		2025	
		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**		Ø**
USA	0,7	0,6	0,8	1,2	2,2	2,2	4,2	3,8	2,6	2,5	2,4	2,1
Eurozone	0,7	0,4	1,6	1,2	1,5	1,5	5,7	5,5	2,4	2,4	2,5	2,1
Deutschland	0,1	0,0	1,6	1,2	1,6	1,6	5,8	6,1	2,4	2,6	2,5	2,0
Frankreich	0,5	0,5	1,7	1,2	1,7	1,4	5,4	4,9	2,3	2,3	2,5	1,9
Italien	0,3	0,5	1,1	1,0	1,1	1,2	6,8	6,5	2,3	2,2	2,5	2,0
Spanien	1,3	1,1	1,8	1,9	2,0	1,9	4,4	4,3	2,4	2,5	2,5	2,1
Großbritannien	-0,8	-0,7	1,6	0,9	1,7	1,5	6,6	6,7	2,0	2,4	2,3	2,0
Japan	1,4	1,2	1,2	1,1	1,6	1,2	2,5	2,1	1,2	1,2	0,8	1,1
China	4,7	5,2	4,2	5,0	3,9	5,0	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3
Welt*	1,8	-	2,3	-	2,6	-	-	-	-	-	-	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 21.02.2023

* 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

Die Luft nach oben wird dünner

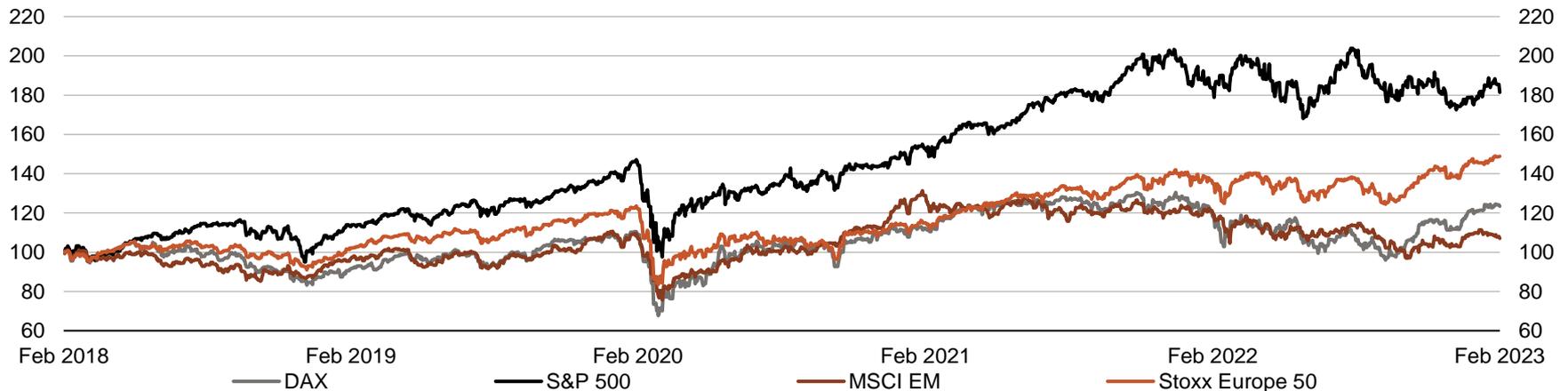


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Aktien antizyklisch reduziert

- Der Jahresanfangsrallye scheint nach den starken US-Arbeitsmarktdaten Anfang Februar die Luft ausgegangen zu sein. Auch andere Konjunkturdaten sind stärker als vom Konsensus erwartet ausgefallen. Zudem kamen die Inflationsraten nicht so stark runter wie vom Markt erwartet. Eine Abkehr von der restriktiven Zentralbankpolitik im Jahr 2023 ist somit unwahrscheinlicher geworden. Die hohe Inflation dürfte uns wahrscheinlich noch etwas länger begleiten. Der Markt preiste dies in Form von zuletzt steigenden Renditen und fallenden US-Aktienmärkten.
- Wir haben die starke Erholungsrallye seit September genutzt, um die Aktienquote antizyklisch auf ein leichtes Untergewicht zu reduzieren. Die globale Konjunktur kommt zwar besser durch den Zinsschock als von Vielen erwartet, dies dürfte jedoch auch den Rückgang der Inflation verlangsamen. Den Unternehmen fällt es zudem zunehmend schwer, die gestiegenen Kosten an die Verbraucher weiterzugeben. Die Gewinnaussichten dürften Aktien somit wenig beflügeln, während das Bewertungsausweitungspotenzial begrenzt sein dürfte.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 21.02.2018 – 21.02.2023

Unternehmensgewinne

Gewinnwachstum auf dem Rückgang

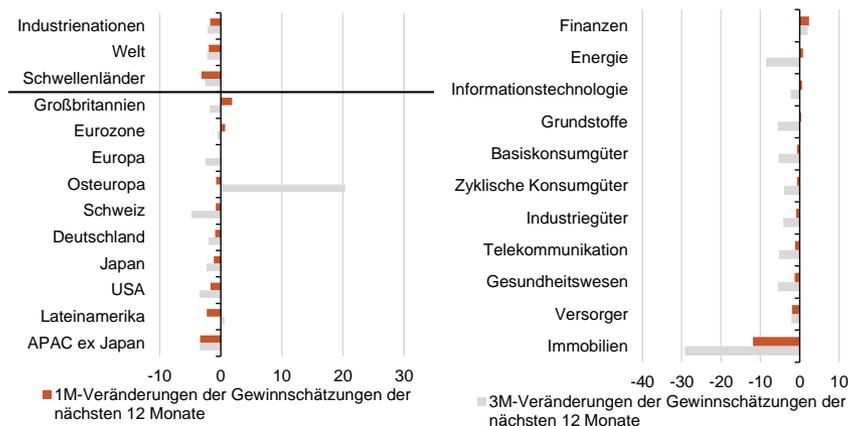
Gewinnprognosen fallen weiter

- Der Kostendruck auf die Unternehmen, welcher in der Q4-Berichtssaison stark thematisiert wurde, schränkt die Gewinnaussichten der Unternehmen zunehmend ein. Die Analysten reagierten darauf mit einer Reduktion der Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate.
- Regional waren die negativen Gewinnrevisionen am ausgeprägtesten für die USA, Lateinamerika und Asien ex Japan. Positive Gewinnrevisionen sahen hingegen Großbritannien und die Eurozone. In Europa sticht dabei insbesondere der Finanzsektor positiv hervor.

2023er-Gewinnwachstum sieht mau aus

- Das globale Gewinnwachstum 2023 dürfte nach den erneut negativen Gewinnrevisionen laut dem Konsens nur noch bei um die 1% liegen.
- Schwellenländer dürften trotz China-Öffnung sogar ein negatives Wachstum sehen. Während Asien ex Japan laut Analysten 2023 ein leicht positives Gewinnwachstum erzielen dürfte, sind die Gewinnwachstumsaussichten für Lateinamerika und Osteuropa deutlich negativ.
- Von den mauren Gewinnwachstumsaussichten sind nicht alle Sektoren betroffen. Deutlich positives Gewinnwachstum dürften der Finanz- und der IT-Sektor erzielen.

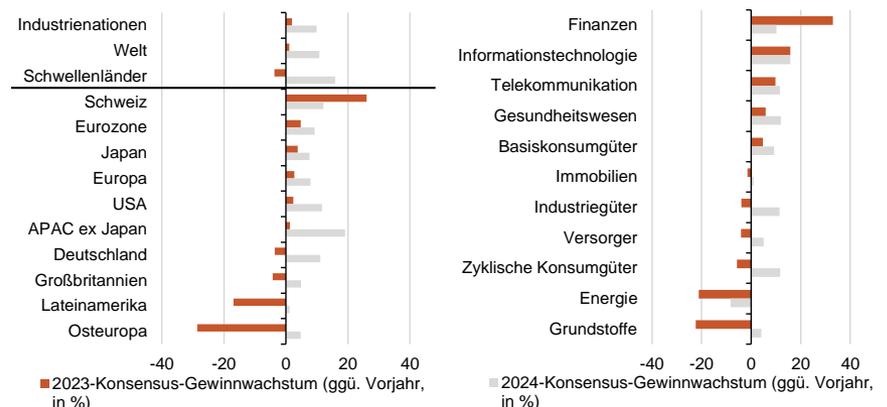
Anhaltend negative Gewinnrevisionen



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 21.02.2023

Globales Gewinnwachstums kratzt an der Null



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 21.02.2023

Bewertung & Positionierung

Positive Stimmung hielt nur kurz an



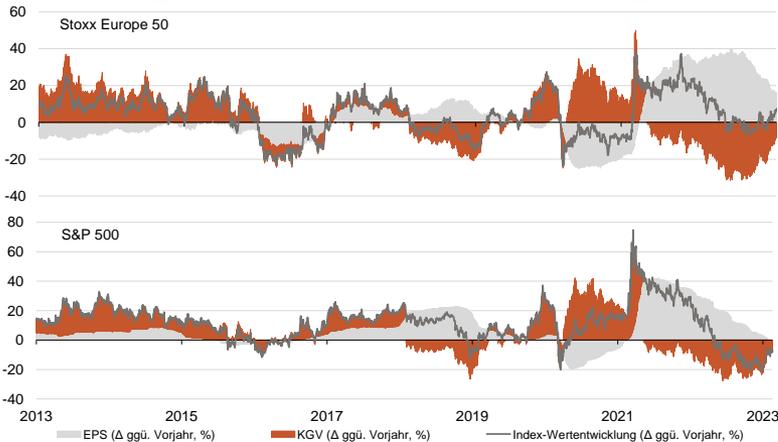
Bewertungsdruck hat abgenommen

- Der Stoxx Europe 50 verzeichnet im Jahresvergleich nun eine deutlich positive Entwicklung. Treiber der Erholung war jedoch nicht nur ein anhaltend hohes Gewinnwachstum, sondern auch eine zuletzt wieder steigende Bewertung. Der Bewertungsdruck hat in den letzten Monaten somit abgenommen.
- Der S&P 500 entwickelte sich in den letzten zwölf Monaten zwar negativ, konnte sich jüngst aber ebenfalls erholen. Auch hier hat der Bewertungsdruck somit abgenommen. Die Gewinne sind aber im Jahresvergleich nun sogar leicht gefallen.

Optimisten gewannen temporär die Oberhand

- Mitte Februar überwogen bei den US-Privatanlegern das erste Mal seit März 2022 wieder die Optimisten die Pessimisten. Gründe dürften neben der Konjunkturrobustheit die gute Aktienmarktperformance seit Jahresanfang sein. Zuletzt hat sich die Stimmung aber wieder eingetrübt.
- Viele Privatanleger haben bei temporär besserer Anlegerstimmung Aktien deutlich zugekauft und systematische Anleger sind durch die Rallye in den Markt getrieben worden. Weiteres Aufwärtspotenzial dürfte somit begrenzter sein.

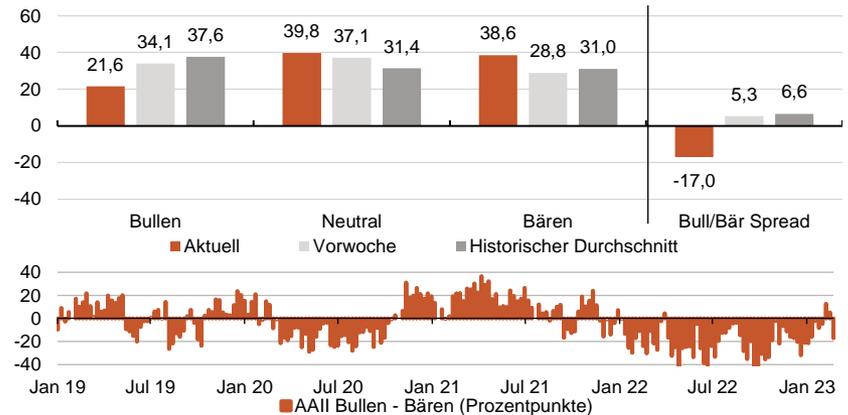
Bewertungsrückenwind seit Jahresanfang



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2013 – 21.02.2023

US-Privatanleger mit schwankender Stimmung



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

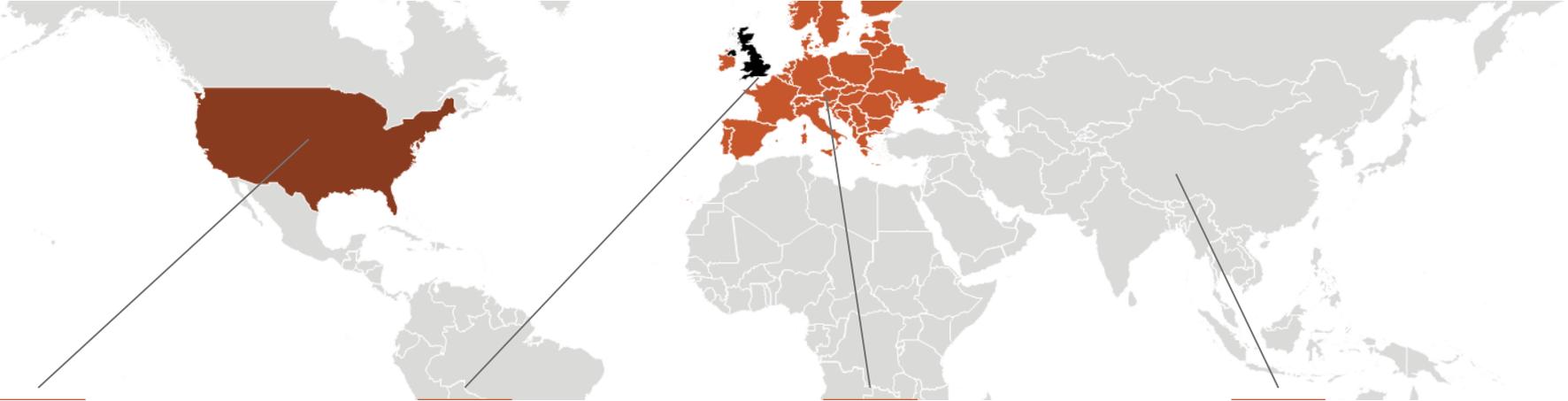
Zeitraum: 23.07.1987 – 21.02.2023

Aktien Allokation

Untergewicht bei US-Aktien ausgebaut


BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Der steigende Gewinnruck und die weiterhin hohe Bewertung von US-Aktien macht die Region gegenüber eher günstige Regionen wie Europa oder Schwellenländer weniger attraktiv.
- Innerhalb der Aktienregionen sind wir US-Aktien merklich 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

- Das Kriegsgeschehen und die vergleichsweise hohen Energiekosten lasten weniger stark als im Vorjahr auf europäischen Unternehmen. Zudem dürften sie von Chinas Öffnung deutlich profitieren.
- 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 positiven Rohstoffpreisaussichten profitieren und bieten eine Value-lastige Portfolioergänzung.
- Der Rückenwind bei chinesischen Aktien aufgrund des China-Reopenings dürfte weiter anhalten. Zudem dürften Lokalinvestoren noch deutliches Investitionspotenzial haben. Wir bleiben aktiv positioniert.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	21.02.2023	30.06.2023	31.12.2023	in 12 Monaten
S&P 500	3.997	4.150	4.300	4.598
DAX	15.398	15.000	15.700	18.196
Euro Stoxx 50	4.250	4.100	4.250	4.829
MSCI Großbritannien	2.293	2.250	2.350	2.580
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	3,8	7,6	15,0
DAX	-	-2,6	2,0	18,2
Euro Stoxx 50	-	-3,5	0,0	13,6
MSCI Großbritannien	-	-1,9	2,5	12,5

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 21.02.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Anleiherenditen setzen Aktien unter Druck



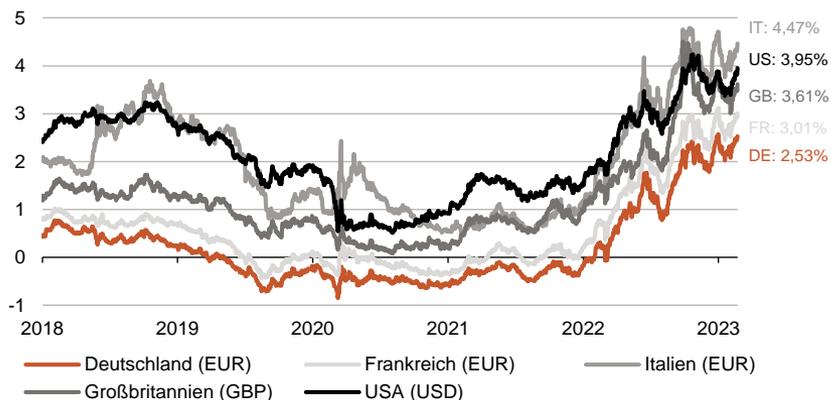
Staatsanleihen im Bann der Zentralbanken

- Nach der Erholung der Anleihemärkte zum Jahresstart, kam es zu einer erneuten Talfahrt ab Ende Januar.
- Denn die Konjunkturdaten fielen robuster als erwartet aus und festigten damit die Erwartung, dass die Fed eher mehr als weniger tun muss: sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch PMI-Daten überraschten stärker und auch die zweijährige Breakeven-Rate – ein Gradmesser für Inflationserwartungen – stieg auf den höchsten Stand seit November.
- Entsprechend kletterten die Renditen über die gesamte Kurve hinweg. 10-jährige US- und deutsche Staatsanleihen notierten jeweils wieder bei über 3,9% und 2,5%.

Staatsanleihen setzen US-Aktien unter Druck

- Die heute anstehenden Daten zum US-Deflator der persönlichen Konsumausgaben dürfte weiteren Aufschluss darüber geben, wie hoch und wie lang die Fed die Zinsen anheben dürfte. Derzeit erwartet der Markt für die Fed bis Juli knapp drei und für die EZB knapp fünf Zinserhöhungen à 25 Basispunkte. Für die Fed bedeutet dies einen erwarteten Anstieg der Leitzinsen auf 5,5% im Juni. Zum Vergleich: Vor nur vier Wochen wurde ein Höchststand von 5% erwartet.
- Der Anstieg der US-Renditen setzt vor allem US-Aktien und deren Risikoprämien unter Druck. Die höheren Renditen locken jedoch auch mehr Käufer an und könnten das Tempo nach oben dämpfen.

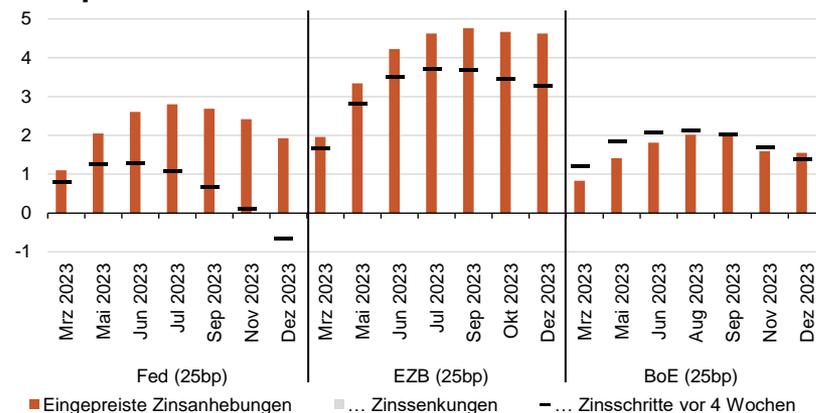
Renditelevel auf Höchstständen seit Jahresstart



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 21.02.2023

Markt preist restriktivere Zentralbanken als vor 4 Wochen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 21.01.2023 – 21.02.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Konstruktiv für Unternehmens- und EM-Anleihen

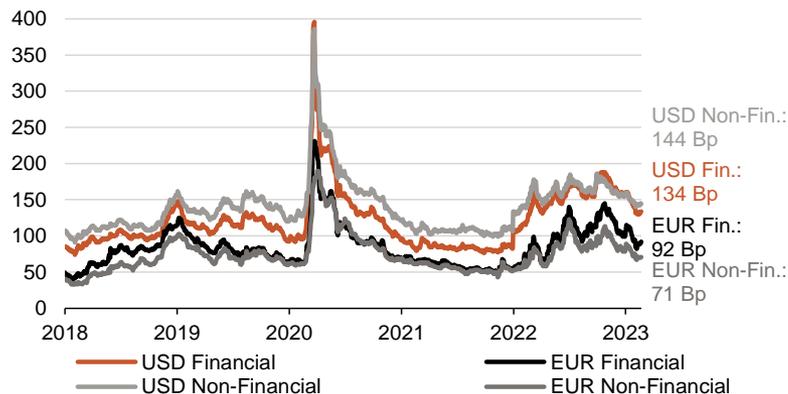


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: Nach wie vor attraktiv

- Auch wenn die Renditeaufschläge zuletzt wieder anzogen, machten sie die Spreadeinengung durch die Erholungsrallye zum Jahresstart nicht wett. So sahen USD-Finanzanleihen über die letzten vier Wochen eine Spreadeinengung von 10 Bp, Nicht-Finanzanleihen nur eine Einengung von 4 Bp.
- Fundamental demonstrieren die Unternehmen weiterhin robuste Bilanzen und finanzielle Gesundheit – trotz wirtschaftlicher Turbulenzen. Nach der jahrelangen Periode niedriger Verzinsung sehen wir die relative Attraktivität von Anleihen gegenüber Aktien aufgrund des Renditeanstiegs deutlich höher und sind für Unternehmensanleihen konstruktiv.

EUR- und US-Risikoaufschläge zuletzt gestiegen



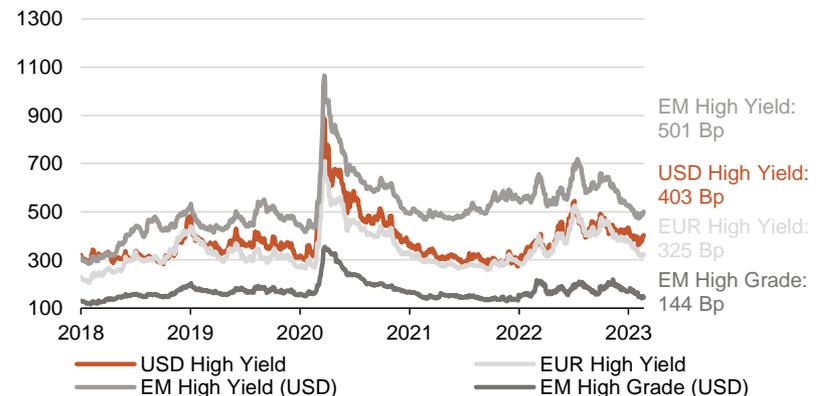
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 21.02.2023

Schwellenländer: Lokalwährungen unverändert präferiert

- Der Hochzinsanleihemarkt entwickelte sich über die letzten vier Wochen uneinheitlich. Während US- und EM-Hochzinsanleihen eine Spreadausweitung erfuhren, kam es beim EUR-Pendant zu einer starken Einengung. Bei anhaltenden Sorgen über eine Wirtschaftsabkühlung und restriktiver Zentralbankpolitik, dürften die aktuellen Risiken jedoch eine stärkere Einengung begrenzen.
- Bei Schwellenländeranleihen fielen die Risikoprämien bei High-Grade-Anleihen merklich und setzten damit die Abwärtsbewegung seit November fort. Aus EUR-Investoren-Sicht bleiben aus unserer Sicht Lokalwährungsanleihen aktuell weiter am attraktivsten.

EM-High-Grade-Risikoprämien so niedrig wie Dezember '21



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 21.02.2023

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.
- Im aktuellen „higher-for-longer“-Umfeld sehen wir derzeit keinen Bedarf die Duration zu erhöhen.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Unternehmensanleihen bleiben relativ attraktiv gegenüber Staatsanleihen sowie Aktien.
- Innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen bevorzugen wir Titel mit kurzer Laufzeit.



Weitere Segmente



Schwellenländeranleihen Übergewichten

- Für Schwellenländerpapiere sprechen attraktive Renditeniveaus und Angebotsknappheit. Wir bevorzugen weiterhin das Lokalwährungssegment und finden den Einstieg in ausgewählte Hochzinsländer interessant.



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

	21.02.2023	30.06.2023		31.12.2023	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,50-4,75	5,25-5,50	5,10	5,00-5,25	4,75
10J US-Rendite	3,96	3,50	3,62	3,30	3,37
Eurozone					
Leitzins	3,00	4,00	3,80	4,00	3,75
10J Bund-Rendite	2,53	2,60	2,34	2,70	2,01
Großbritannien					
Leitzins	4,00	4,25	4,30	3,75	4,20
10J Gilts-Rendite	3,61	3,50	3,30	3,20	3,04

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 21.02.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



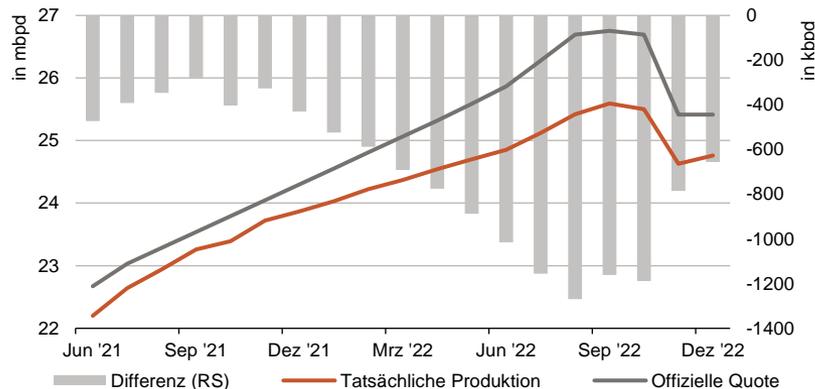
Rohöl

Aufwärtsrisiken überwiegen

Angebot bleibt restriktiv trotz positivem Nachfrageausblick

- Öl (Brent) setzte im Februar seine volatile Seitwärtsbewegung seit Jahresstart weiter fort und schwankte zwischen 80 und 87 USD je Barrel. Auf der Nachfrageseite gab es (zumindest temporär) preisdämpfende Nachrichten zu verzeichnen. So läuft die Nachfrageerholung in China etwas schleppender an als zunächst erhofft und die US-Lagerbestände stiegen auch angesichts des warmen Wetters Mitte Februar entgegen der Saisonalität unerwartet um mehr als 16 Millionen Barrel. Außerdem gab das US-Energieministerium überraschend bekannt weitere 26 Millionen Barrel der strategischen Reserve von April bis Juni zu verkaufen, nachdem es im Vormonat die geplante Wiederauffüllung der Reserve bis auf Weiteres verschob. Da die strategische Reserve mittlerweile auf dem niedrigsten Stand seit 1983 ist, gilt allerdings „aufgeschoben ist nicht aufgehoben“.
- Indessen zeigen sich die Ölproduzenten weiter restriktiv. Russland plant seine Produktion im März um 0,5 Millionen Barrel pro Tag (mbpd) zu kürzen, um sicherzustellen, dass kein Öl an Länder verkauft wird, die sich direkt oder indirekt an der Preisobergrenze des Westens beteiligen. Und obwohl die OPEC jüngst ihre Nachfrageprognose erstmals seit Monaten angehoben hat, bekräftigte der saudische Energieminister an den im Oktober beschlossenen außerordentlichen Kürzungen i.H.v. 2mbpd bis zum Jahresende festhalten zu wollen. Gewinnt die Nachfrageerholung in China an Fahrt und bleibt der Westen vor einer stärkeren Rezession bewahrt, überwiegen mittelfristig eindeutig die Aufwärtsrisiken.

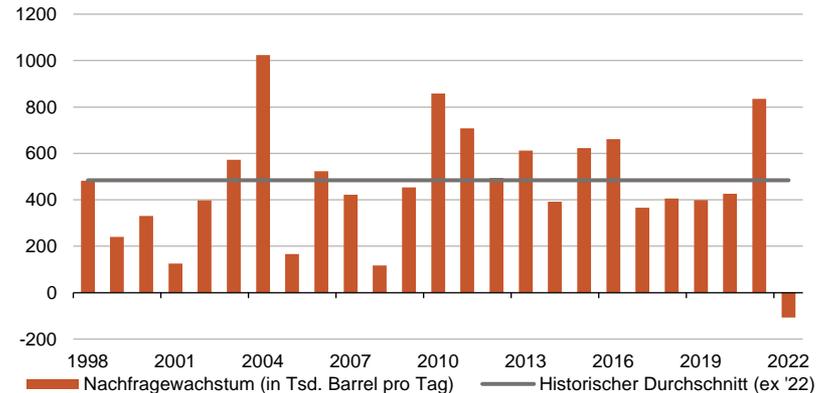
OPEC erfüllt selbst gekürzte Produktionsziele nicht



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 30.06.2021 – 31.01.2023

Chinesische Nachfrage birgt kräftige Nachholeffekte



Quelle: Bloomberg, DOE, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.1998 – 31.12.2022



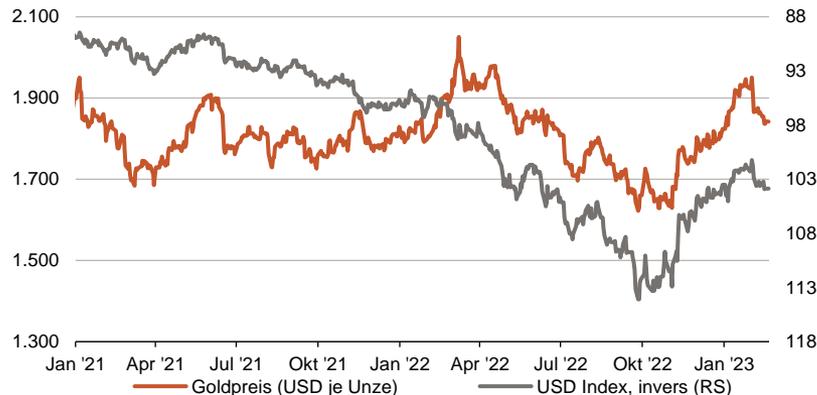
Edel- und Industriemetalle

Fundamentaler Gegenwind bei Gold, Rückenwind bei Metallen

Potenzial von Gold fundamental begrenzt, Risiken zahlreich

- Die Rallye von Gold fand mit den stärker als erwarteten Arbeitsmarktdaten ein abruptes Ende. Das Edelmetall fiel von 1.950 auf 1.830 USD je Unze und gab damit seine Performance seit Jahresanfang wieder vollständig ab. Gegenwind kam dabei sowohl von gestiegenen Realzinsen als auch dem wiedererstarkten US-Dollar. Die ETF-Abflüsse hielten in diesem Umfeld weiter an.
- Halten die Zentralbanken die Leitzinsen höher für länger, bleibt das Aufwärtspotenzial von Gold fundamental begrenzt. Gleichzeitig bleiben die Risiken zahlreich: Debatte um die US-Schuldenobergrenzen, Russland-Ukraine-Krieg, Spannungen zwischen den USA und China. Als Absicherung bleibt Gold damit weiter ein wichtiger Portfoliobestandteil.

Wiedererstarkter US-Dollar drückt Goldpreis



Industriemetalle bleiben knapp

- Industriemetalle schwächelten größtenteils den Februar über. Wie bei Öl waren die Treiber eine zunächst ernüchternde Nachfrage aus China und steigende Lagerbestände. Jüngst scheint sich allerdings in beiden Fällen Besserung abzuzeichnen, sodass auch die Metallpreise sich wieder erholten. So ist z.B. Kupfer fast 10% im Plus seit Jahresanfang. Lediglich Nickel und Blei weisen eine negative YTD-Performance auf.
- Indessen hat die Angebotsseite weiter mit Produktionsausfällen und Verzögerungen bei neuen Minen zu kämpfen. Langfristig bleibt die fundamentale Knappheit vollständig intakt. Nachfrage-bedingte Preisschwächen dürften in jedem Fall nur temporärer Natur sein.

Industriemetalle nur temporär schwächer





06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Dollar von US-Daten beflügelt

- Der Eurokurs ist auf unter 1,07 US-Dollar je Euro gefallen. Die Konjunktur- und Inflationsdaten aus den USA und die damit verbundene Aussicht auf weitere Zinserhöhungen treiben den US-Dollar an.
- Wir sehen dies aber nicht als Trendwende, sondern als Gegenbewegung innerhalb der sehr starken Euro-Erholung der vergangenen Monate. Bis zum Jahresende sehen wir weiteres Aufwärtspotential für die Gemeinschaftswährung, bis etwa in den Bereich 1,15 US-Dollar je Euro.

Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2018 – 02/2023

Euro-Franken-Parität

- Im vierten Quartal konnte der Euro seinen langen Sinkflug gegenüber dem Schweizer Franken stoppen und sogar etwas aufwerten. Wie der US-Dollar wird auch die Schweizer Währung in Krisenzeiten stark nachgefragt. Mit der besseren Wirtschaftsentwicklung verliert der Franken auch einen Teil seiner Attraktivität.
- Allerdings stößt der Euro bei der Parität auf Widerstand; wir rechnen damit, dass der Euro auch Ende 2023 in etwa 1:1 gegen den Franken gehandelt werden wird. Die Schweizer Nationalbank sorgt sich derzeit um die zu hohe Inflation, weswegen sie eher auf einen stärkeren Franken setzen dürfte.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2018 – 02/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

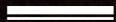
Wechselkursprognosen	21.02.2023	30.06.2023		31.12.2023	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,06	1,10	1,10	1,15	1,12
EUR/GBP	0,88	0,85	0,89	0,85	0,90
EUR/CHF	0,99	1,00	1,00	1,02	1,01
EUR/JPY	144	143	139	144	138
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-3,2	-3,2	-7,4	-4,9
GBP	-	3,5	-1,2	3,5	-2,3
CHF	-	-1,2	-1,2	-3,2	-2,2
JPY	-	0,5	3,8	-0,2	4,6

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 21.02.2023

*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