



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

April | 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 30.03.2023



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktien leicht untergewichtet, Fokus auf Unternehmensanleihen und Rohstoffe	4
02	Volkswirtschaft Konjunkturperspektiven hellen sich auf. Probleme im Bankensektor als neues Risiko zu beobachten	9
03	Aktien Wohl Seitwärtsmarkt bei Aktien bis auf Weiteres	14
04	Anleihen Staatsanleihen profitieren als sichere Häfen. Konstruktiv für Credit und EM-Lokalwährungsanleihen.	20
05	Rohstoffe Fundamental solides Angebots-Nachfrage-Gefüge vieler Rohstoffe trotz Konjunktursorgen	25
06	Währungen Größere Schwankungen wegen der Bankturbulenzen. Euro dürfte mittelfristig profitieren	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 (28.02.23 - 28.03.23)	■ YTD (30.12.22 - 28.03.23)	28.03.22	28.03.21	28.03.20	28.03.19	28.03.18
Gold	5,5	6,8	3,9	19,2	0,9	26,6	6,8
EUR Staatsanleihen	2,0	2,0	-6,9	-4,5	1,4	1,9	1,4
EUR Unternehmensanleihen	0,8	1,4	-7,7	-6,2	9,0	-3,5	2,3
Euro-Übernachteinlage	0,2	0,5	0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Aktien Emerging Markets	-1,3	0,6	-9,9	-5,7	49,2	-16,3	1,3
Aktien Frontier Markets	-2,1	0,7	-16,4	16,5	28,5	-16,5	-6,2
Aktien Industrienationen	-2,4	3,0	-8,9	18,3	47,2	-10,1	14,7
USD/EUR-Wechselkurs	-2,5	-1,3	1,3	7,3	-5,6	0,8	9,7
Industriemetalle	-2,5	-3,3	-21,6	57,2	49,1	-21,4	5,1
Globale Wandelanleihen	-4,4	0,6	-13,5	0,2	64,2	-7,8	11,3
Brent	-7,2	-8,4	-10,2	108,3	78,8	-49,7	11,2
REITs	-8,9	-5,3	-24,1	24,0	21,3	-17,8	24,7

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: 28.03.2018 – 28.03.2023

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

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



Volkswirtschaft

- Der Konjunkturerinbruch ist ausgeblieben. Der Blick richtet sich inzwischen auf den Wiederaufschwung.
- Hartnäckige Inflation: Auch wenn der Höhepunkt überschritten ist, ist es noch zu früh für Entwarnung.
- Das weitere Vorgehen der Zentralbanken hängt nun auch maßgeblich von den Problemen im Finanzsektor ab.



Aktien

- Gewinnerwartungen kamen wie von uns erwartet herunter. Mittlerweile wird global für 2023 kaum Wachstum erwartet.
- Bewertungen sind folglich in der Breite gestiegen, auch wegen der Aktienrallye. US-Titel bleiben am teuersten bewertet.
- Wir sehen für Q2 weder großes Aufwärts- noch Abwärtspotenzial, wobei die Risiken klar nach unten zeigen.



Anleihen

- Staatsanleihen profitieren als sichere Häfen aufgrund von Rezessionsängsten und Turbulenzen im Bankensektor.
- Finanzanleihen leiden unter Banken-Unruhen. Merklicher Anstieg der Risikoprämien. EM-Lokalwährungsanleihen bevorzugt.
- Nach der Reduzierung des Untergewichts fühlen wir uns aktuell gut aufgestellt. Erhöhung der Duration zunehmend sinnvoll.



Alternative Investments / Rohstoffe

- Spekulative Anleger bringen Ölpreis zu Fall. Fundamentales Angebots-Nachfrage-Gefüge aber weiter solide.
- Gold als großer Profiteur der Sorgen um den Bankensektor. Fundamentales Potenzial begrenzt.
- Langsame Erholung in China dämpft Industriemetalle. Angebot bleibt knapp und die langfristigen Trends intakt.



Währungen

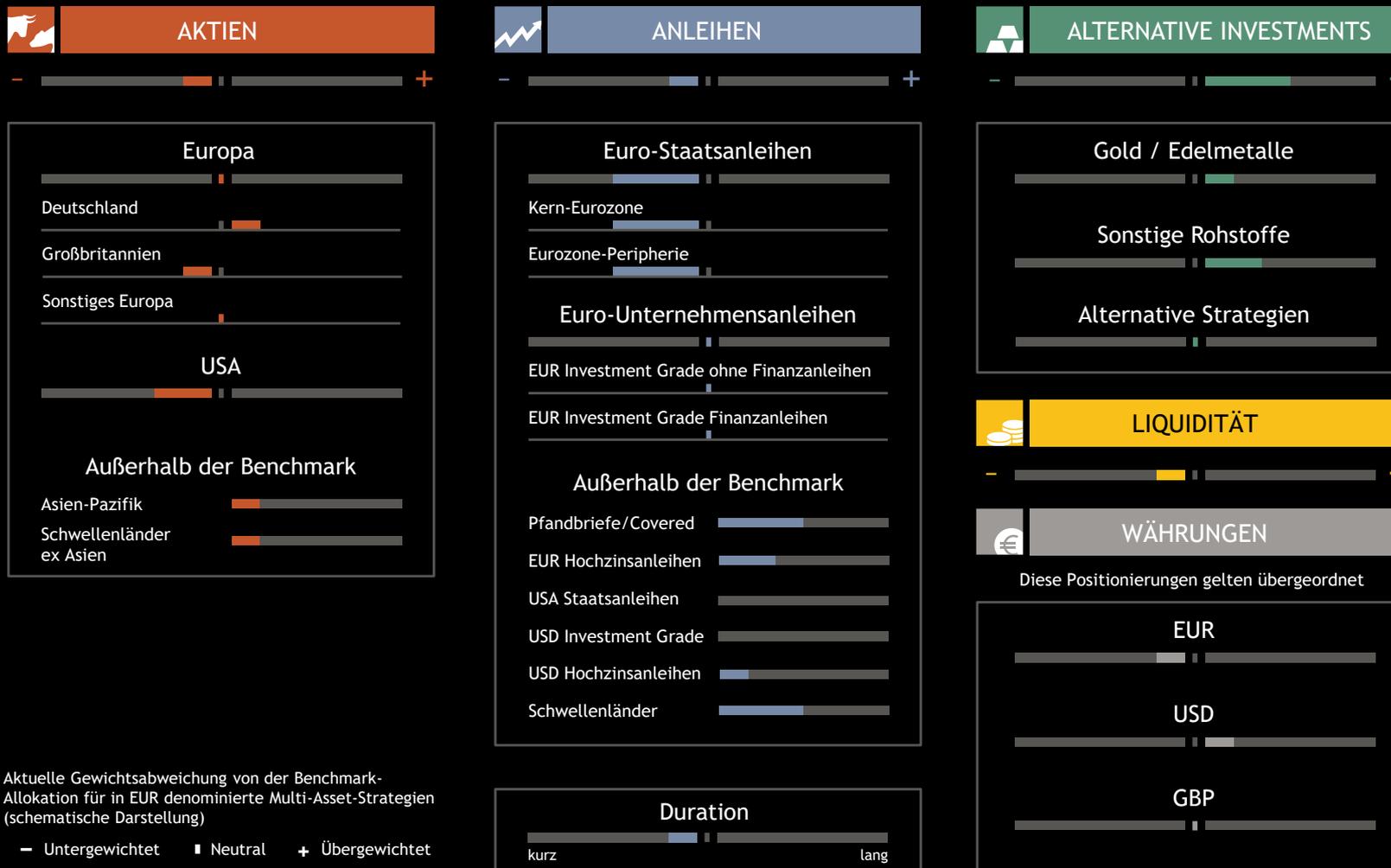
- Die EZB zeigt sich von Bankturbulenzen bisher unbeeindruckt. Der Euro dürfte mittelfristig zum US-Dollar zulegen.
- Die US-Notenbank agiert angesichts der Probleme im Bankensektor nun vorsichtiger.
- Begrenztes Aufwärtspotential zum Franken, sofern es keine negativen Überraschungen von den Schweizer Banken gibt.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick



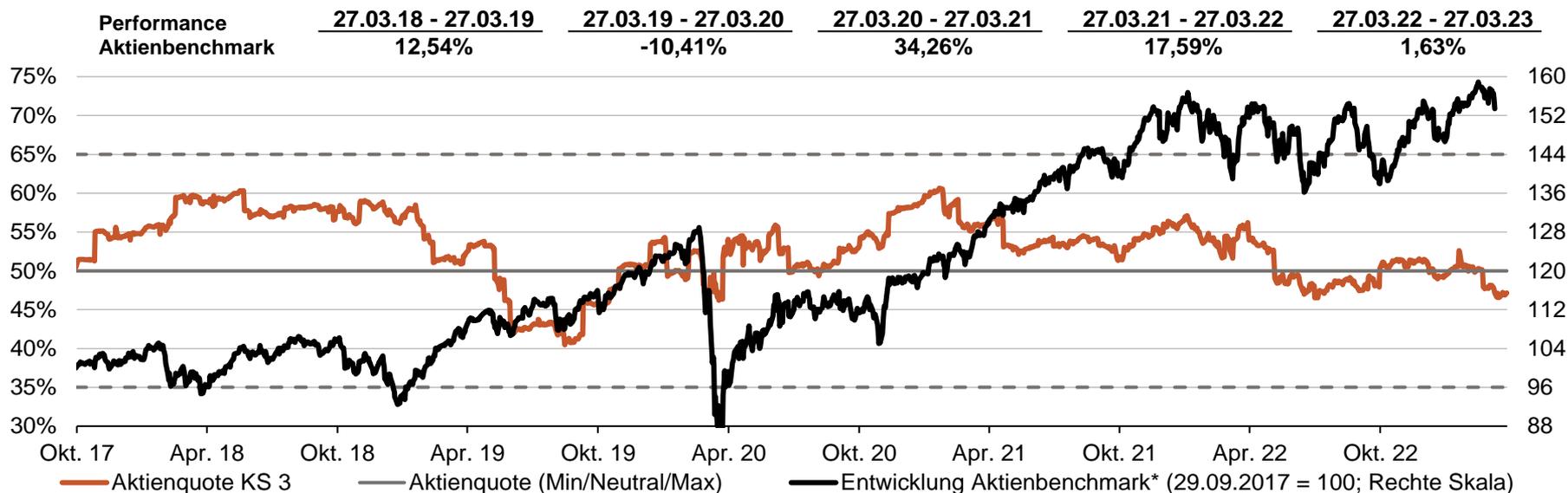
Berenberg Asset-Allokation kompakt

Rückblick für die Kernstrategie 3



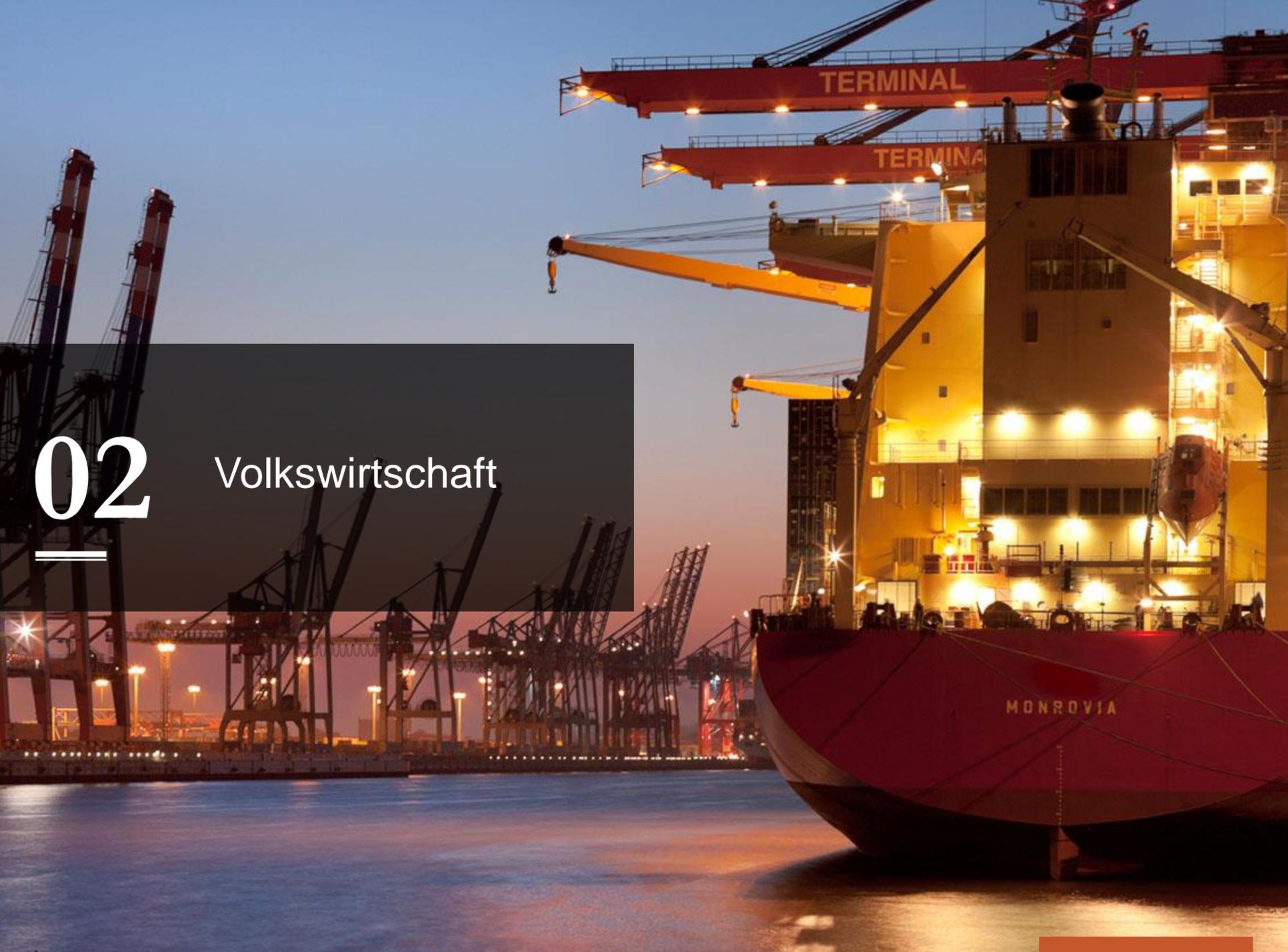
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 – 27.03.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Aufgrund unseres Aktienfokus auf Europa und die Schwellenländer haben wir an der Rallye zum Jahresstart partizipiert. Wir sind dieser Entwicklung aber nicht hinterhergelaufen, sondern haben in mehreren Schritten die Aktienquote immer wieder in Richtung neutral reduziert. Später im Februar nahmen wir Aktien schließlich auf ein leichtes Untergewicht, durch eine weitere Reduktion von vergleichsweise teuren US-Aktien. Im Gegenzug stockten wir kurzlaufende Euro-Anleihen auf, um auch unser Exposure zum wiedererstarkten US-Dollar zu reduzieren. Bei Anleihen hatten wir die Duration nach den Renditeanstiegen im Februar nur noch leicht unterhalb von neutral positioniert. Der Schwerpunkt liegt weiter bei Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen.
- Unsere Portfolios haben einen deutlichen Schwerpunkt bei Rohstoffen. Insbesondere Industriemetalle und Energierohstoffe haben aus unserer Sicht seit Jahresbeginn an relativer Attraktivität gewonnen. Zur Diversifikation haben wir zudem in vielen Strategien eine Position aufgebaut, die von einer Versteilung der US-Zinsstrukturkurve profitiert, nachdem diese deutlich invertiert hat.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

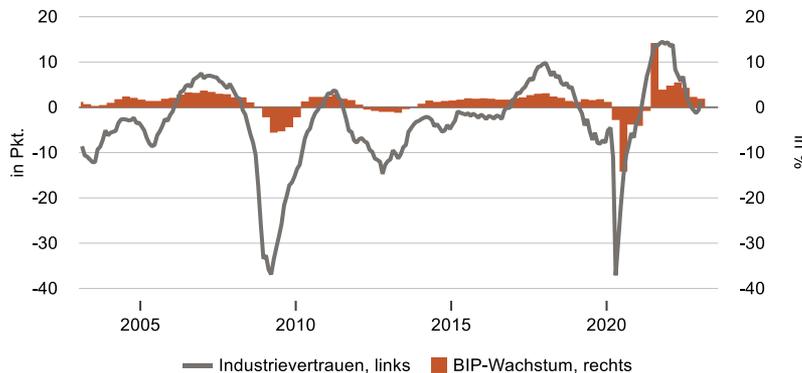


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Verbesserte Konjunkturaussichten

- Die Eurozone übersteht den Energieschock besser als erwartet. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) ist im März auf 54,1 von 52,0 im Februar gestiegen und damit deutlich über die Bloomberg-Erwartung von 52,0. Maßgeblich für die positive Entwicklung im März ist der Dienstleistungssektor mit einem Anstieg von 52,7 auf 55,6. Die Zahlen für das verarbeitende Gewerbe sind hingegen von 48,5 auf 47,7 gesunken.
- Insgesamt hat sich die Anzahl der Auftragseingänge und die Beschäftigung erhöht. Die gesunkenen Wartezeiten spiegeln eine Entspannung der Lieferkettenprobleme wider.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



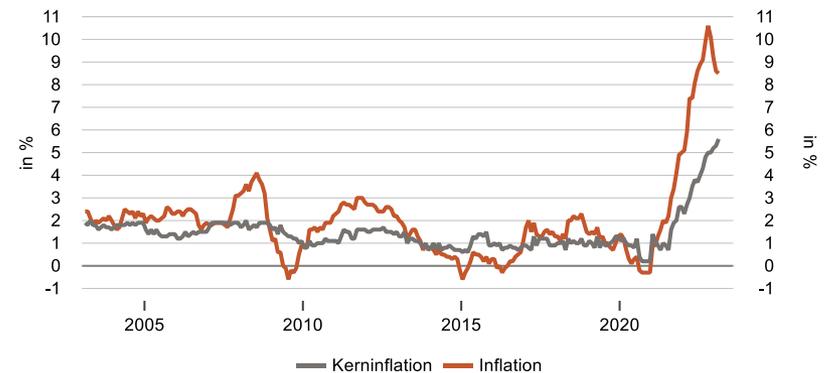
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2003 – 02/2023

Basiseffekte dürften die Inflationsrate senken

- Die Inflationsraten kommen von den Rekordniveaus herunter. Für den Rückgang sind insbesondere Basiseffekte verantwortlich. Die Kernrate, also ohne Energie- und Lebensmittelpreise, verharrt hingegen auf hohem Niveau bei über fünf Prozent. Die EZB bleibt also gefordert.
- Nachdem die EZB den Leitzins im März um 50 Basispunkte angehoben hat, dürfte die EZB noch etwas weiter straffen. Sollten sich die Unruhen im Bankensektor verschlimmern, ist jedoch mit einer vorzeitigen Pause zu rechnen.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2003 – 02/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

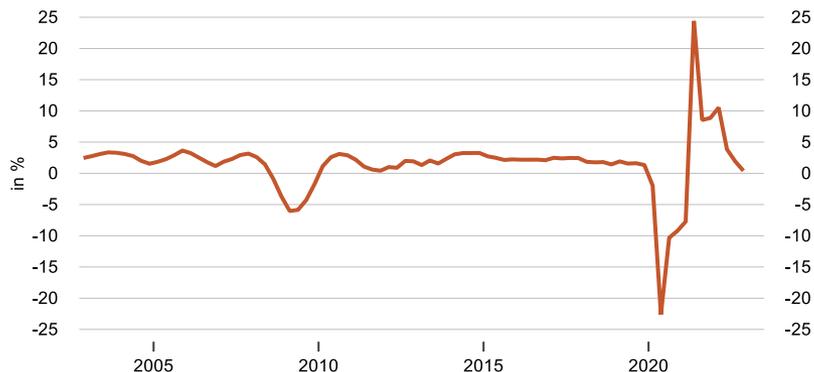


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Inflation überrascht nach oben

- Der Einkaufsmanagerindex ist im März auf 52,2 von 53,1 im Februar gesunken. Das Verbrauchervertrauen hingegen ist von -38 auf -36 gestiegen. Die Daten passen zu unserer Einschätzung einer Stagnation der Wirtschaft im ersten Halbjahr.
- Die Inflation in Großbritannien ist im Februar auf 10,4 % gestiegen (von 10,1 % im Januar) und liegt damit über unserer Erwartung von 10,1 %. Auch die Kernrate der Inflation ist im Februar gestiegen, auf 6,2 % (von 5,8 % im Januar). Der Inflationsdruck dürfte sich jedoch aufgrund der Basiseffekte in den nächsten 12 Monaten beruhigen und sich im Jahr 2024 Richtung Inflationsziel der Bank of England von 2 % bewegen.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



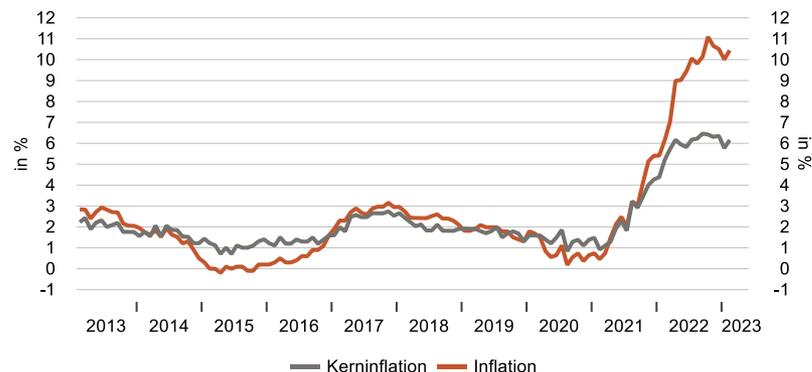
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

Bank of England erhöht Leitzins

- Aufgrund des relativ großen Finanzsektors in Großbritannien ist zu erwarten, dass die Bank of England (BoE) angesichts der Probleme im Bankensektor besonders behutsam vorgehen wird.
- Die BoE hat in der Sitzung am vergangenen Donnerstag die Zinsen um weitere 25 Basispunkte auf 4,25 % angehoben. Damit dürften die Zinsen vorerst ihren Höchststand erreicht haben. Bei anhaltend schärferen Finanzierungsbedingungen ist weniger geldpolitische Aktion seitens der BoE nötig, um das Nachfragewachstum einzudämmen und die Inflation zu verringern.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2013 – 02/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

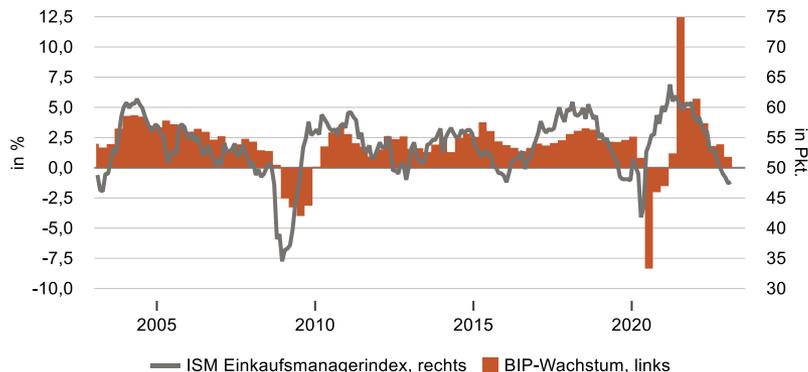


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Fed macht kleinen Zinsschritt

- Die Fed hat auf ihrer Sitzung am 21.-22. März den Zinssatz erwartungsgemäß um 25 Basispunkte auf 4,75 – 5,00 % gehoben. Fed-Chef Powell betonte, dass die Fed – wenn nötig – bereit sei die Zinsen weiter anzuheben, um das Inflationsziel von 2 % zu erreichen. Die Geldpolitik wird neben den Inflationsdaten insbesondere die Stabilität des Finanzsektors im Blick behalten.
- Die Fed hat die Prognosen für das reale BIP auf 0,4 % im Jahr 2023 und 1,2 % im Jahr 2024 nach unten korrigiert. Für das vierte Quartal in 2023 erwartet die Fed einen Anstieg der Arbeitslosigkeit auf 4,6 %, verglichen mit 3,6 % im Februar.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



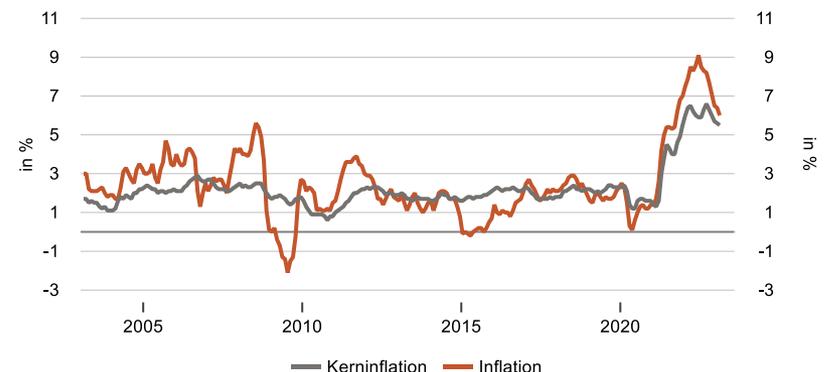
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2002 – 02/2023

Anhaltender Inflationsdruck

- Der Konsumentenpreisindex (CPI) ist im Februar um 0,4 % im Vergleich zum Vormonat gestiegen und damit etwas langsamer als im Januar (0,5 %). Die zugrundeliegenden Daten spiegeln jedoch einen anhaltend starken Preisdruck wider.
- Die Kernrate der Inflation ist im Vormonatsvergleich um 0,5 % gestiegen. Grund für die Zunahme ist ein Anstieg der Preise für Wohnen, Güter und Dienstleistungen sowie eine Erhöhung der Flugpreise von 6,4 %. Auch die Kerninflation im Dienstleistungsbereich ist um 0,5 % gestiegen. Das ist der stärkste Anstieg seit September.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 02/2003 – 02/2023

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

BIP-Wachstum (in %)

Inflation (in %)

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.03.2023

* 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

Aktien weniger attraktiv

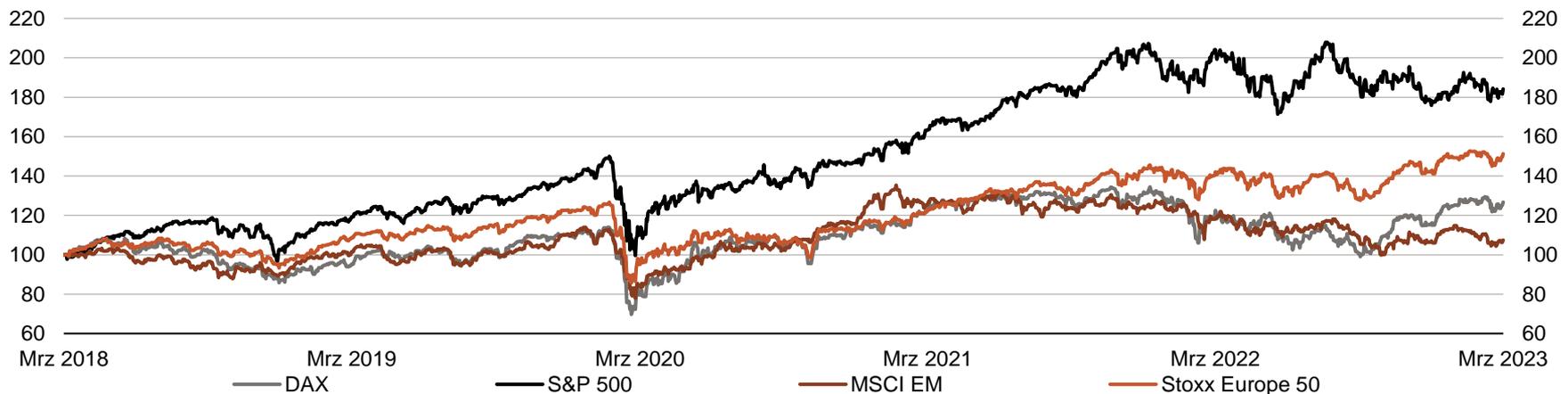


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Risiken bleiben bestehen

- Die amerikanische Zentralbank hat trotz der Bankenrisiken den Leitzins im März erhöht und weitere Zinserhöhungen in Aussicht gestellt, der Markt geht aber von einem „Policy Error“ aus und preist drei US-Zinssenkungen bis Jahresende. Die noch restriktivere Geldpolitik erhöht die Wahrscheinlichkeit von weiteren Verwerfungen und damit auch das Rezessionsrisiko. Globale Aktien entwickelten sich im März trotz der gestiegenen Risiken nur leicht negativ. Unter der Oberfläche litten jedoch zyklische Segmente überproportional. Defensive und Technologie-Aktien waren die Gewinner.
- Nach dem guten Jahresstart an den Märkten könnte das klassische Saisonmuster mit einem schwächeren Sommer eintreten, zumal die Aktienbewertungen gestiegen sind – auch weil die Gewinnerwartungen reduziert wurden – und die Stimmung und Positionierung weniger pessimistisch sind. Wie es um die Unternehmen fundamental steht, wird die bald startende Q1-Berichtssaison zeigen. Spannend dürfte vor allem sein, wie viel Wachstumsimpulse China tatsächlich liefert und wie die Unternehmen den Ausblick für den weiteren Verlauf des Jahres sehen.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 28.03.2018 – 28.03.2023

Unternehmensgewinne

2023-Gewinnwachstum fast weg



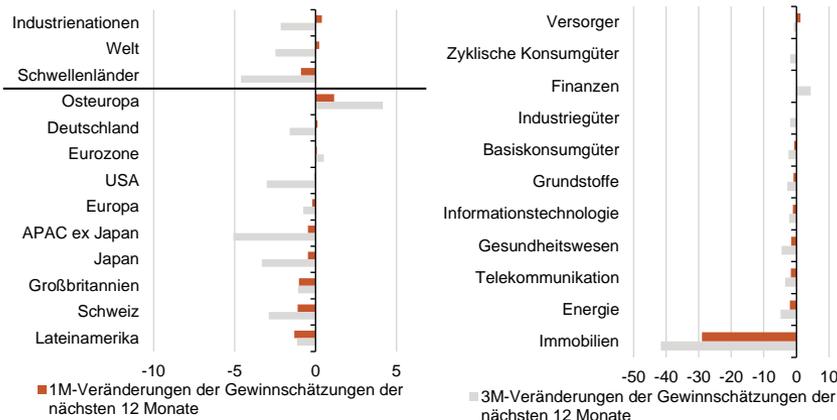
Negativer Prognosetrend vorerst gestoppt

- Nach mehreren Wochen von negativen Gewinnrevisionen haben die Analysten in den letzten vier Wochen die Gewinnschätzungen nicht weiter gesenkt. Das Gewinnwachstum in den Industrienationen wird marginal positiver gesehen. Bei den Schwellenländern bleiben die Analysten hingegen eher pessimistisch.
- Innerhalb der europäischen Sektoren waren die negativen Gewinnrevisionen für den Immobiliensektor am stärksten. Positive Gewinnrevisionen sahen Unternehmen aus dem Versorgersektor.

Gewinnerwartungen nun etwas realistischer

- Die Analysten haben die Gewinnschätzungen in Q1 weiter nach unten revidiert, wie von uns erwartet. Steigende Löhne, höhere Refinanzierungskosten und eine erhöhte Unsicherheit über die Konjunkturaussichten belasten.
- Momentan geht der Markt von einem 2023er-Gewinnwachstum von knapp 1% für die Industrienationen und einer Gewinnrezession für die Schwellenländer ggü. dem Vorjahr aus. Entsprechend denken wir, dass es von hier aus nur noch moderate Gewinnreduktionen geben dürfte. Die bald losgehende Q1-Berichtssaison dürfte mehr Klarheit bringen.

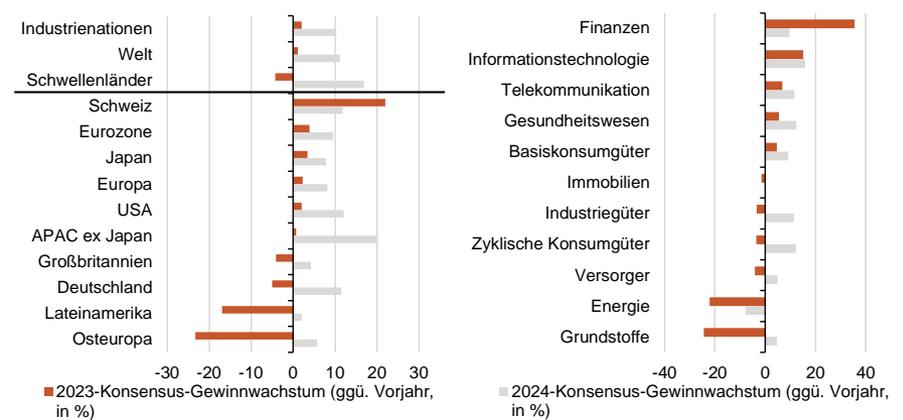
Zuletzt weniger negative Gewinnrevisionen



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 28.03.2023

Globales 2023-Gewinnwachstums so gut wie weg



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 28.03.2023

Bewertung & Positionierung

Aktien bewertungsseitig unterstützt

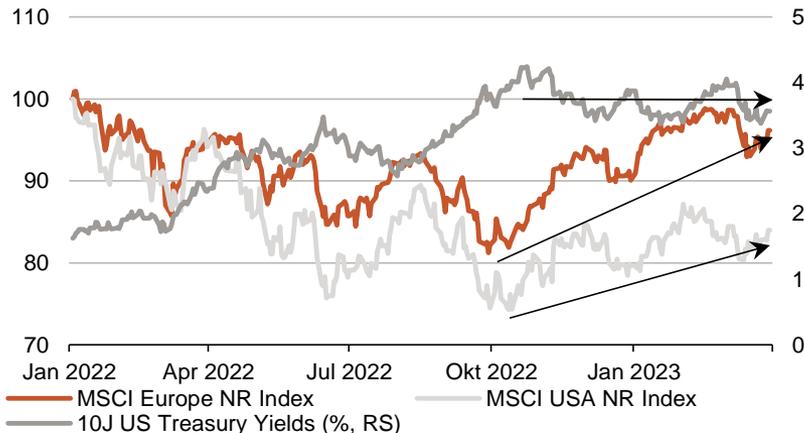


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Kein Wirtschaftsabschwung mehr eingepreist

- Trotz zunehmender quantitativer Drosselung der Zentralbanken kam es zuletzt zu einer Bewertungsausweitung. Das Forward-KGV für den S&P 500 ist seit Oktober letzten Jahres von 16 auf 18 gestiegen, bei volatilen, aber weiterhin hohen 10J-Treasury-Zinsen.
- Damit sind US-Aktien nun wieder im Vergleich zur eigenen Historie überdurchschnittlich hoch bepreist. Europäische Aktien sind nach der deutlichen Rallye nun zwar auch teurer als im Oktober, aber immer noch günstig im Vergleich zur eigenen Historie.

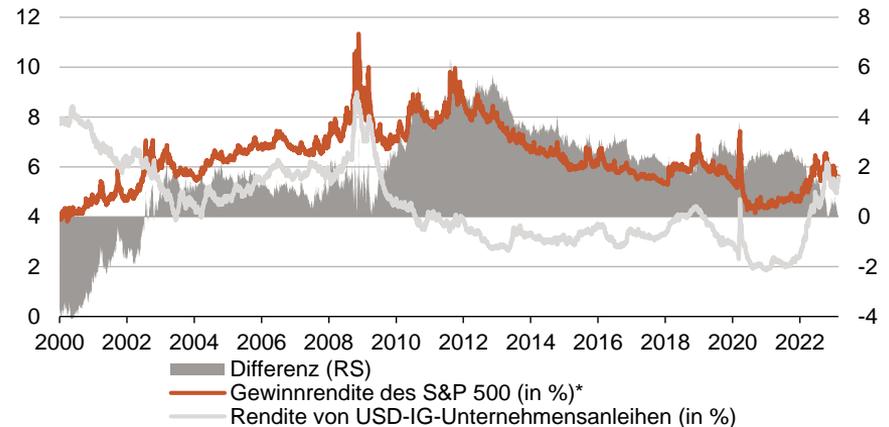
Steigende Aktien(bewertungen) trotz hoher Zinsen



Seitwärtsphase wohl bis in den Sommer hinein

- Die relative Attraktivität von Anleihen gegenüber Aktien hat mit den gestiegenen Zinsen zugenommen – und dürfte vor allem Pensionskassen und Versicherungen dazu animieren, Aktien zu reduzieren und Anleihen aufzustocken. Von daher dürfte das Aufwärtspotenzial von Aktien vorerst klar begrenzt sein.
- Dafür spricht auch die typische Saisonalität. Nach einem guten Jahresstart kommt es häufig zu einem zähen Sommer. Auf der anderen Seite sind diese Punkte den meisten Anlegern bekannt, sodass sie bereits vorsichtig positioniert sind.

Attraktivität von Aktien ggü. Anleihen hat abgenommen

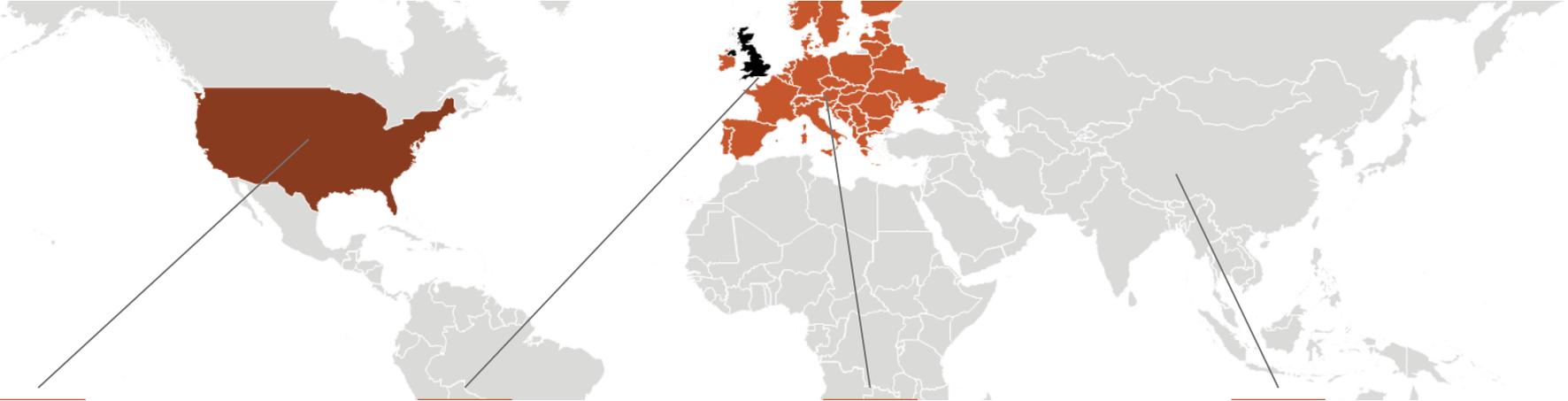


Aktien Allokation

Günstige Regionen präferiert



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Der steigende Gewinnruck und die weiterhin hohe Bewertung von US-Aktien macht die Region gegenüber eher günstigen 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*
	28.03.2023	31.12.2023	30.06.2024	in 12 Monaten
S&P 500	3.971	4.150	4.350	4.615
DAX	15.142	16.200	17.300	18.555
Euro Stoxx 50	4.168	4.350	4.700	4.914
MSCI Großbritannien	2.148	2.350	2.500	2.599
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	4,5	9,5	16,2
DAX	-	7,0	14,3	22,5
Euro Stoxx 50	-	4,4	12,8	17,9
MSCI Großbritannien	-	9,4	16,4	21,0

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.03.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

Staatsanleihen profitieren als sichere Häfen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

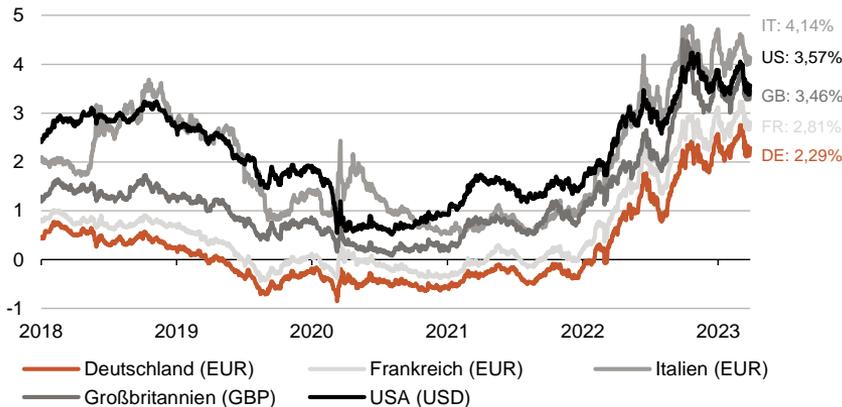
Unsicherheit um Rezession und Bankensektor stützen

- Rezessionsängste und Sorgen um den Bankensektor ließen die Nachfrage nach sicheren Häfen steigen und beflügelten sichere Staatsanleihen. So haben US-Staatsanleihen beispielsweise seit Jahresanfang 1% zugelegt, deutsche Staatsanleihen schafften sogar mehr als 2%.
- In der Folge sind die Zinsen der Staatsanleihen zuletzt breit gefallen. Zehnjährige US- und deutsche Staatsanleihen notieren damit jeweils wieder unter 3,6% und 2,3%.
- Unser Basisszenario ist, dass sich die Situation um die Probleme der Banken entspannt und damit die Fed mit einem weiteren Zinsschritt folgen wird. Entsprechend rechnen wir mit einer Trendumkehr bei Anleihen.

Staatsanleihen im Bann der Zentralbanken

- Der Markt geht hingegen weiter von einem „Policy Error“ aus und preist angesichts zunehmender Rezessionsorgen immer mehr Zinssenkungen der Fed ein, obwohl diese sogar letzte Woche den Leitzinssatz um 25 Basispunkte erhöhte.
- Denn die noch restriktive Zinspolitik erhöht die Wahrscheinlichkeit von weiteren Verwerfungen wie zuletzt im Bankensektor und damit auch das Rezessionsrisiko.
- Der Markt preist für Mai mit 50% Wahrscheinlichkeit einen US-Zinsschritt à 25 Bp und bis Januar drei Senkungen. Im Vergleich: Vor 4 Wochen rechnete der Markt noch mit drei Zinsanhebungen bis Jahresende. Für die EZB erwartet der Markt weitere 25 bis 50 Bp bis Jahresende.

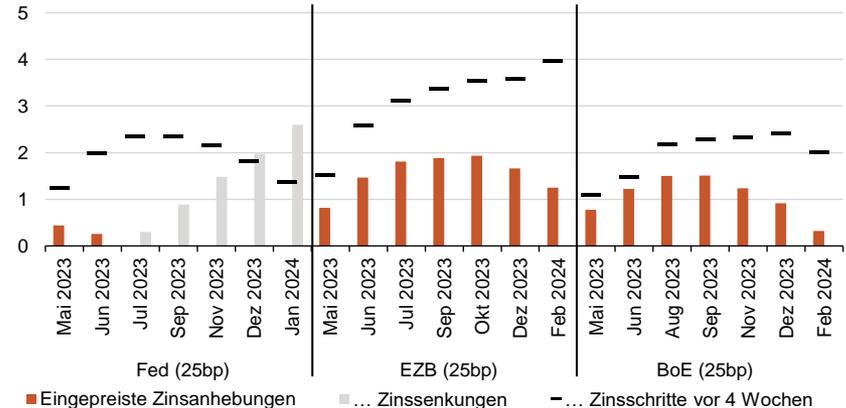
Erneute Talfahrt bei Renditen von Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 28.03.2023

Fast drei US-Zinssenkungen bis Jahresende gepreist



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 28.02.2023 – 28.03.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Banken-Turbulenzen bringen Finanzanleihen ins Taumeln



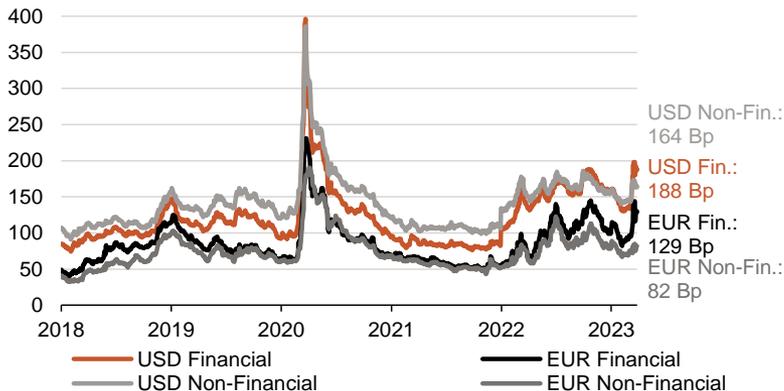
Finanzanleihen leiden unter Unruhen im Bankensektor

- Während Staatsanleihen von den jüngsten Unsicherheiten profitierten, machten die Turbulenzen im Bankensektor Finanzanleihen zu den Underperformern und ließen die Risikoprämien steigen.
- Insbesondere bei US-Investment-Grade-Anleihen nahmen die Risikoaufschläge zu. Mit einer Ausweitung von über 50 Basispunkte erreichten insbesondere US-Finanzanleihen zwischenzeitlich wieder das Niveau vom Sommer 2020.
- Fundamental präsentieren sich die Unternehmensbilanzen robust. Nach der langen Periode niedriger Verzinsung sehen wir die relative Attraktivität gegenüber Aktien deutlich höher und sind für Unternehmensanleihen konstruktiv.

Hochzins- und EM-Anleihen: Deutliche Spreadausweitung

- Auch riskantere Anleihe-segmente hatten das Nachsehen: Schwellenländer im Hartwährungssegment und Hochzinsanleihen gaben über die letzten vier Wochen merklich nach. Die Risikoprämien sind ebenfalls nach oben geklettert: über 70 Basispunkte für US-Hochzins- und über 80 Basispunkte für Hochzinsanleihen der Schwellenländer.
- Trotz Sorgen über eine Wirtschaftsabkühlung befinden wir uns jedoch noch weit entfernt von den Extremniveaus der Coronakrise, auch wenn diese Sorgen die Möglichkeit einer deutlichen Spreadeinengung begrenzen.
- Bei Schwellenländern finden wir aus EUR-Investoren-Sicht weiterhin Lokalwährungsanleihen am attraktivsten.

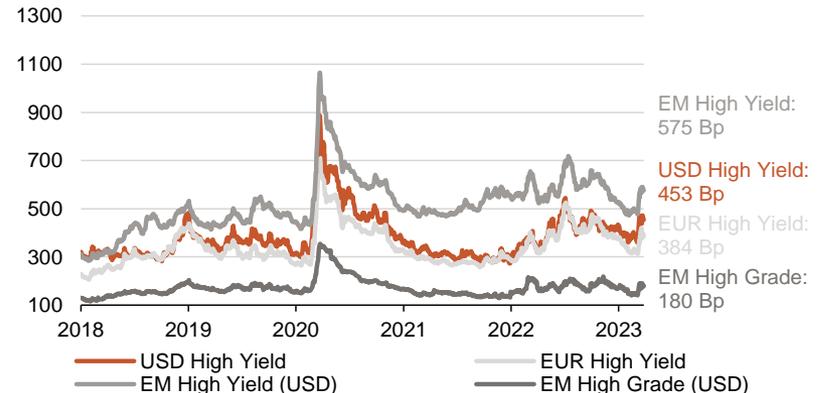
Vor allem US-Risikoaufschläge zuletzt gestiegen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 28.03.2023

EM-Hochzins-Risikoprämien so hoch wie Oktober '22



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 28.03.2023

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.
- Auch wenn wir nicht von deutlich fallenden Zinsen am langen Ende ausgehen, so ist die Situation nun symmetrischer als noch vor einem Jahr. Entsprechend erachten wir eine Reduktion unseres Durationsuntergewichts für sinnvoll.



Unternehmensanleihen Übergewichten

- Unternehmensanleihen bleiben 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

	28.03.2023	31.12.2023		30.06.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,75-5,00	4,75-5,00	5,06	4,00-4,25	4,20
10J US-Rendite	3,57	3,50	3,49	3,70	3,35
Eurozone					
Leitzins	3,50	4,00	4,10	3,75	3,85
10J Bund-Rendite	2,29	2,70	2,33	2,80	2,20
Großbritannien					
Leitzins	4,25	3,75	4,25	3,00	3,80
10J Gilts-Rendite	3,45	3,50	3,15	3,60	3,03

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.03.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



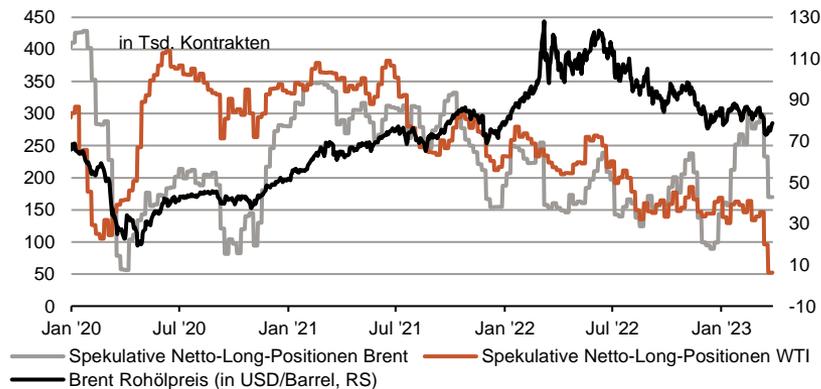
Rohöl

Rückenwind bei Nachfragerholung

Ölmarkt steht auf soliden Beinen, als es die Nachrichtenlage suggeriert

- Rohöl setzte seine Seitwärtsbewegung im ersten Quartal zunächst fort. Dabei schwankte der Preis für die Sorte Brent nachrichtengetrieben volatil um die Marke von 80 US-Dollar je Barrel. Die langsamer als erhofft anlaufende Nachfragerholung in China, der mildere Winter im Westen sowie die weitere Freigabe von strategischen Ölreserven in den USA dämpften Preisfantasien. Im März lasteten dann Rezessions Sorgen im Zuge der Probleme im Bankensektor schwer auf dem Energiemarkt und Brent fiel auf 73 USD je Barrel – der niedrigste Stand seit Ende 2021. Allerdings dürfte ein Großteil des Abverkaufs nicht fundamental getrieben sein. So fiel die Positionierung spekulativer Anleger in WTI sogar unter das Niveau vom Ausbruch der Corona-Pandemie.
- Die jüngste Erholung beim Ausbleiben schlechter Nachrichten zeigt, dass der Ölmarkt fundamental auf soliden Beinen steht. Die Produzenten halten das Angebot knapp: Russlands geplante Kürzung um 0,5 Millionen Barrel pro Tag ab März addiert sich auf die OPEC-Kürzungen bis Jahresende und die Bohraktivität der US-Produzenten ist seit Jahresanfang um etwa 5% gefallen. Bleibt eine schwere Rezession in den USA aus, dürften Richtung Sommer die dortige Driving-Season und die Nachholeffekte in Asien dem Ölpreis Rückenwind verleihen.

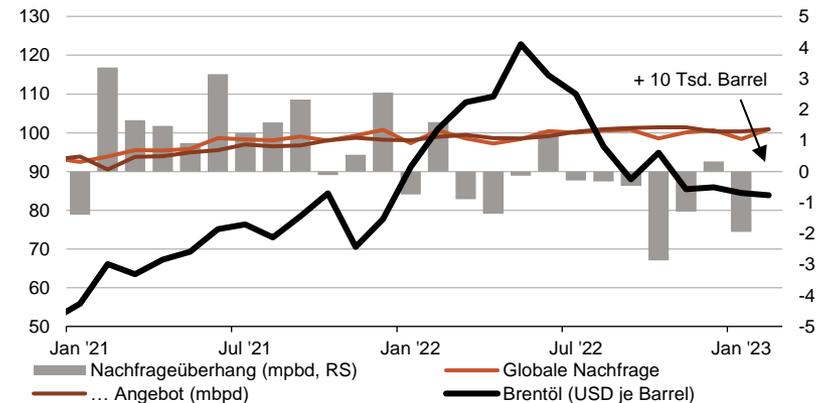
Spekulative Long-Positionierung in Öl ist kollabiert



Quelle: Bloomberg, CFTC

Zeitraum: 01.01.2020 – 28.03.2023

Globales Angebots-Nachfrage-Gefüge im Gleichgewicht



Quelle: Bloomberg, EIA, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2021 – 28.02.2023

Edel- und Industriemetalle

Gold als Profiteur von Risiken

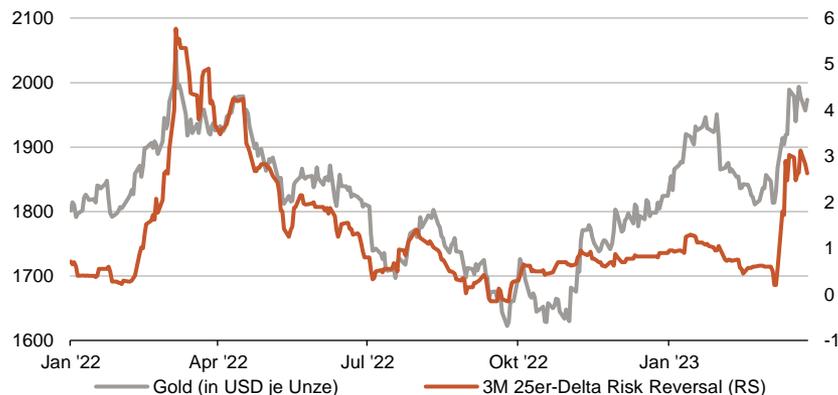


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gold profitiert von Risiken, fundamental Luft aber dünn

- Nachdem robustere Konjunkturdaten zunächst noch die Erwartungen eines „Higher for longer“-Szenario festigten und Gold nachgab, gewann es mit den jüngst aufkeimenden Sorgen im Bankensektor wieder kräftig hinzu und stellte abermals seine Diversifikationseigenschaften unter Beweis. Die Diskussion um die US-Schuldenobergrenze und geopolitische Spannungen stellen weitere Risiken dar.
- Fundamental dürfte das Aufwärtspotenzial allerdings begrenzt bleiben. Denn als ertragslose Anlage verliert Gold im Umfeld höherer Realzinsen gegenüber anderen sicheren Häfen wie Staatsanleihen an relativer Attraktivität. Mittelfristig bräuchte es ein klares Signal der Fed für eine nachhaltige Zinswende um Gold weiter zu beflügeln.

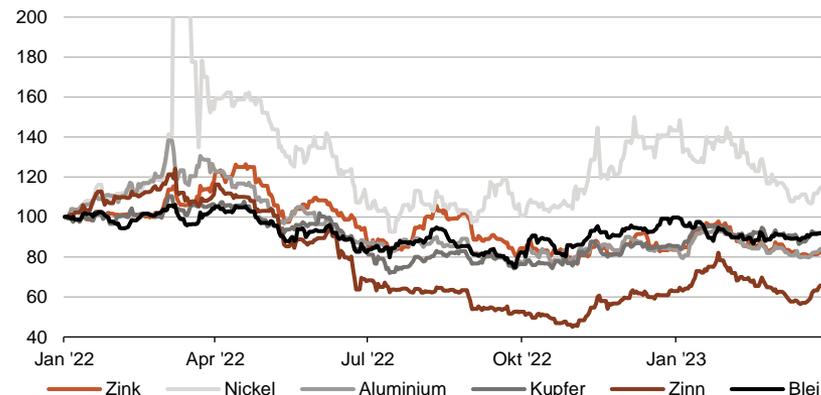
Anleger fragen Gold verstärkt als sicheren Hafen nach



Metallnachfrage: aufgeschoben ist nicht aufgehoben

- Nach der anfänglichen Euphorie um die Erholung in China zum Jahresstart gaben Industriemetalle nach den Anzeichen einer restriktiveren Fed und kurzfristig schwächeren Nachfrage in China die Gewinne (teilweise) wieder ab. Die Probleme im Bankensektor trafen die Industriemetalle wiederum deutlich weniger stark als den Energiesektor.
- Aktuell warten die Märkte auf konkretere Anzeichen einer Erholung der Nachfrage in China. Hier gilt: aufgeschoben ist nicht aufgehoben. So signalisiert der jüngste PMI bereits steigende Aktivität. Gleichzeitig kämpft das Angebot weiter mit Produktionsschwierigkeiten und die Lagerbestände bleiben im historischen Kontext sehr niedrig.

Industriemetalle nur temporär schwächer





06

Währungen

Marktentwicklung

Geld & Währung



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Stärkere Schwankungen am Devisenmarkt

- Die Turbulenzen im Bankensektor auf beiden Seiten des Atlantiks und die damit verbundenen Neubewertungen der aktuellen Geldpolitik dominieren das aktuelle Marktgeschehen. Das weitere Vorgehen der Fed und EZB hängt stark davon ab, ob es gelingt, die Bankenkrise im Keim zu ersticken.
- Die Wechselkurse haben mit stärkeren Schwankungen auf die Bankenkrise und die Zentralbankentscheidungen reagiert. Per Saldo ist es aber noch zu keinen neuen Trends gekommen. Der Euro notiert gegenüber US-Dollar, Schweizer Franken und Pfund aktuell nahe der Niveaus aus der Zeit vor den Bankturbulenzen.

Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2018 – 03/2023

Bankenkrise dürfte tendenziell den Dollar belasten

- Für den US-Dollar wirkt die Bankenkrise ambivalent. Üblicherweise profitiert die amerikanische Währung als „Safe haven“ von erhöhter Unsicherheit. Das galt in der Vergangenheit meist sogar dann, wenn die Probleme in den USA ihren Ursprung hatten. Folglich könnte der US-Dollar auch diesmal gestärkt werden.
- Stand jetzt erwarten wir allerdings, dass die Probleme im Bankensektor die US-Notenbank bei ihren geldpolitischen Entscheidungen stärker bremsen wird als die EZB. Der daraus resultierende Impuls dürfte stärker sein als der „Safe haven“-Aspekt und den von uns erwarteten Euro-Anstieg tendenziell begünstigen.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2018 – 03/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

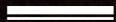
Wechselkursprognosen	28.03.2023	31.12.2023		30.06.2024	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,08	1,15	1,12	1,17	-
EUR/GBP	0,88	0,85	0,90	0,85	-
EUR/CHF	1,00	1,02	1,02	1,02	-
EUR/JPY	142	144	139	147	-
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-5,7	-3,2	-7,3	-
GBP	-	3,4	-2,4	3,4	-
CHF	-	-2,2	-2,2	-2,2	-
JPY	-	-1,4	2,1	-3,4	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 28.03.2023

*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