



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Mai | 2023

Horizonte Handout - Kapitalmarktausblick

Wichtige Hinweise

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 27.04.2023

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktien leicht untergewichtet, Fokus auf Unternehmensanleihen und Rohstoffe	4
02	Volkswirtschaft Der Winter ist überstanden – die Konjunkturaussichten hellen sich weiter auf	9
03	Aktien Erste Warnsignale unterhalb der Oberfläche	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 Der Euro-Dollar-Wechselkurs auf dem Weg zu normaleren Bewertungen	28

01

Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt

Kapitalmarkt kompakt

Rückblick

Wertentwicklung ausgewählter Anlageklassen

Gesamtrendite der Anlageklassen in den letzten 4 Wochen, seit Jahresanfang und über 5 Jahre (% , EUR)

	Seit 4 Wochen & Jahresanfang (YTD)		12-Monats-Zeiträume der letzten 5 Jahre				
	■ 4W (28.03.23 - 25.04.23)	■ YTD (30.12.22 - 25.04.23)	25.04.22	25.04.21	25.04.20	25.04.19	25.04.18
REITs	-2,8	2,6	-25,7	26,3	16,2	-11,3	24,8
Brent	-6,1	2,6	-6,8	106,0	116,3	-62,7	14,0
Aktien Industrienationen	2,2	5,3	-3,7	11,7	34,4	-3,5	16,3
EUR Unternehmensanleihen	0,7	2,2	-5,4	-7,8	6,0	-1,4	3,2
Euro-Übernachteinlage	0,2	0,7	0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Aktien Frontier Markets	0,0	0,8	-16,8	12,1	29,4	-14,4	-4,1
Gold	0,0	6,8	2,8	20,6	-7,9	39,1	5,4
EUR Staatsanleihen	-0,4	1,6	-5,9	-5,5	2,0	0,9	1,5
Globale Wandelanleihen	-0,7	0,0	-11,8	-4,7	47,7	1,1	14,0
USD/EUR-Wechselkurs	-1,2	-2,4	-2,4	12,9	-10,5	2,9	9,2
Aktien Emerging Markets	-1,5	-0,9	-7,2	-10,9	40,3	-13,4	5,9
Industriemetalle	-9,0	-5,9	-24,1	51,4	41,7	-15,5	-2,9

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: 25.04.2018 – 25.04.2023

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

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



Volkswirtschaft

- Der tiefe Konjunkturerinbruch im Winter ist ausgeblieben. Nun richtet sich der Blick auf den Wiederaufschwung.
- Hartnäckige Inflation: Auch wenn der Höhepunkt überschritten ist, ist es noch zu früh für Entwarnung.
- Die Zentralbanken dürften noch etwas weiter straffen. Die letzten Zinserhöhungen sind aber nicht mehr weit weg.



Aktien

- Q1-Berichtsaison überraschte bisher positiv. Analysten erwarten 2023 jedoch kaum globales Gewinnwachstum. 2024 positiver.
- Bewertungen zuletzt erneut gestiegen. Indizes nahe der Jahreshochs. Weniger Sorglosigkeit unter der Oberfläche.
- Wir bleiben vorsichtig, da nach der Rallye das Chance-Risiko-Verhältnis wenig attraktiv erscheint.



Anleihen

- Erneute Sorgen um Bankensektor und US-Schuldengrenze lassen Staatsanleihen als sichere Häfen profitieren.
- Kreditrisiko war nach den Bankenturbulenzen wieder gefragt. EM-Hochzinsanleihen bilden die Ausnahme.
- Mit einem leichten Untergewicht fühlen wir uns aktuell gut aufgestellt. Erhöhung der Duration zunehmend sinnvoll.



Alternative Investments / Rohstoffe

- Öl-Gewinne seit OPEC+-Kürzung vollständig abgegeben. US-Driving-Season und chinesische Golden Week geben Rückenwind.
- Gold schwankt bei gemischten Wirtschaftsdaten um die \$2,000-Marke. Fundamentales Potenzial kurzfristig begrenzt.
- Langsame Erholung in China dämpft Industriemetalle. Angebot bleibt knapp und die langfristigen Trends intakt.



Währungen

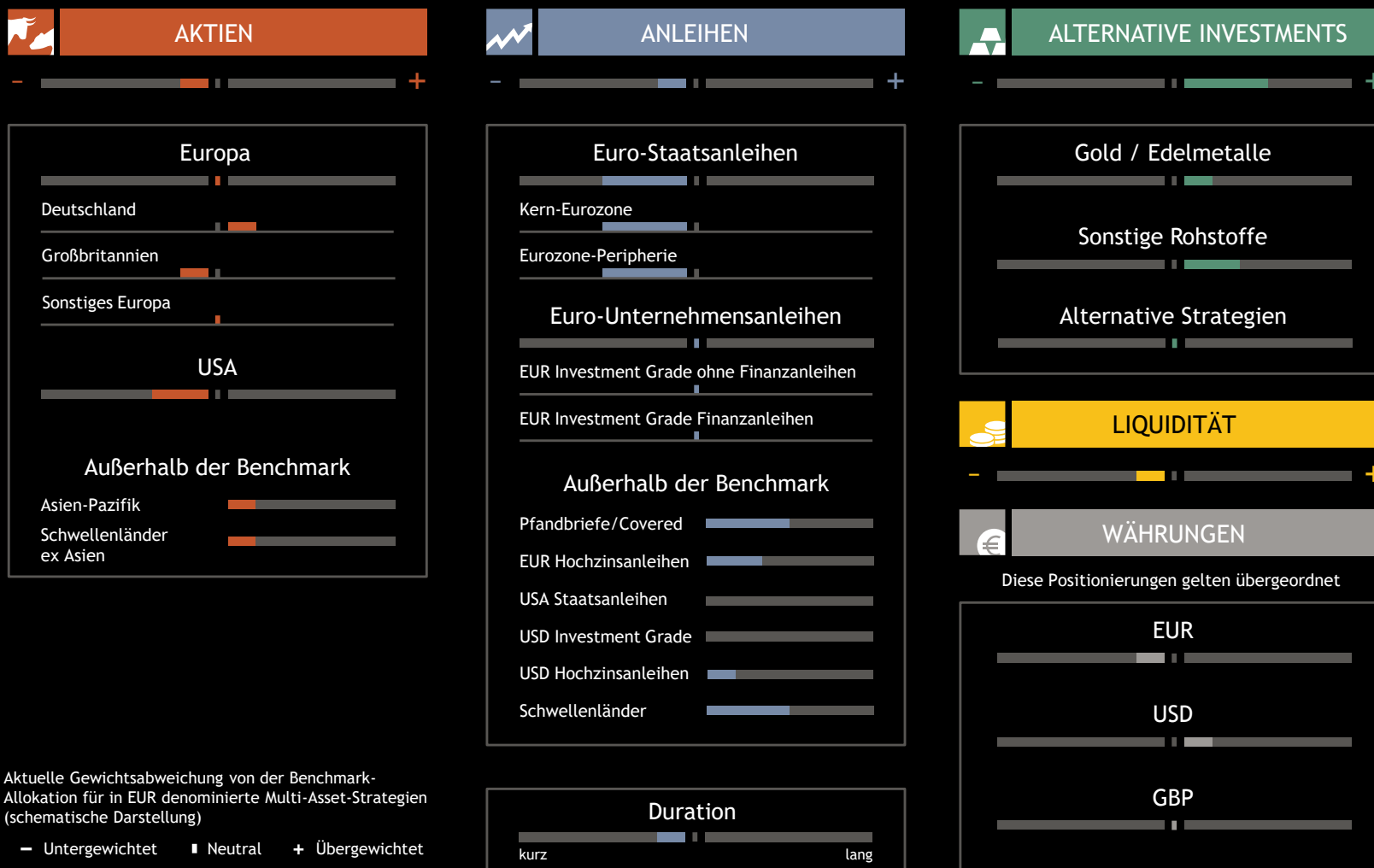
- Trotz kurzer Rückschläge: Der Euro setzt seine Erholung fort und notiert bei 1,10 US-Dollar je Euro.
- Die US-Notenbank muss gleichzeitig für Preis- und Finanzstabilität sorgen. Die Fed dürfte deshalb nur noch moderat straffen.
- Der Schweizer Franken bleibt stark – sehr zum Gefallen der Schweizerischen Nationalbank.



Berenberg Asset-Allokation kompakt

Aktuelle Positionierung in den Anlageklassen

Portfoliopositionierung eines ausgewogenen Multi-Asset-Mandats auf einen Blick

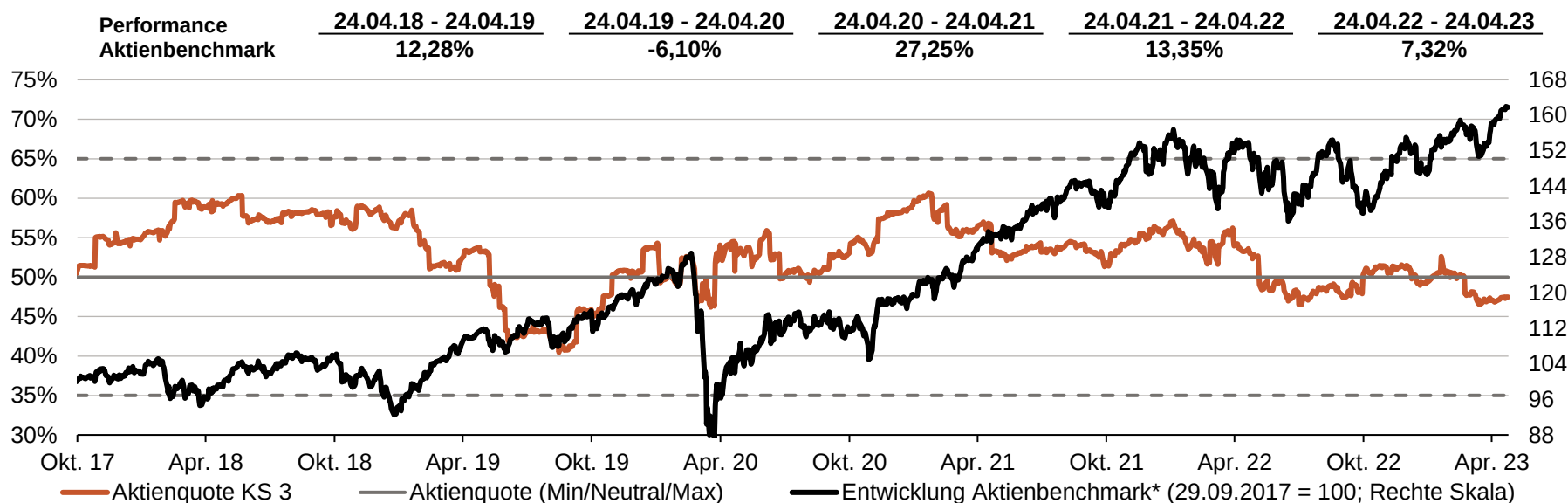


Aktuelle Gewichtsabweichung von der Benchmark-Allokation für in EUR denominierte Multi-Asset-Strategien (schematische Darstellung)

Berenberg Asset-Allokation kompakt

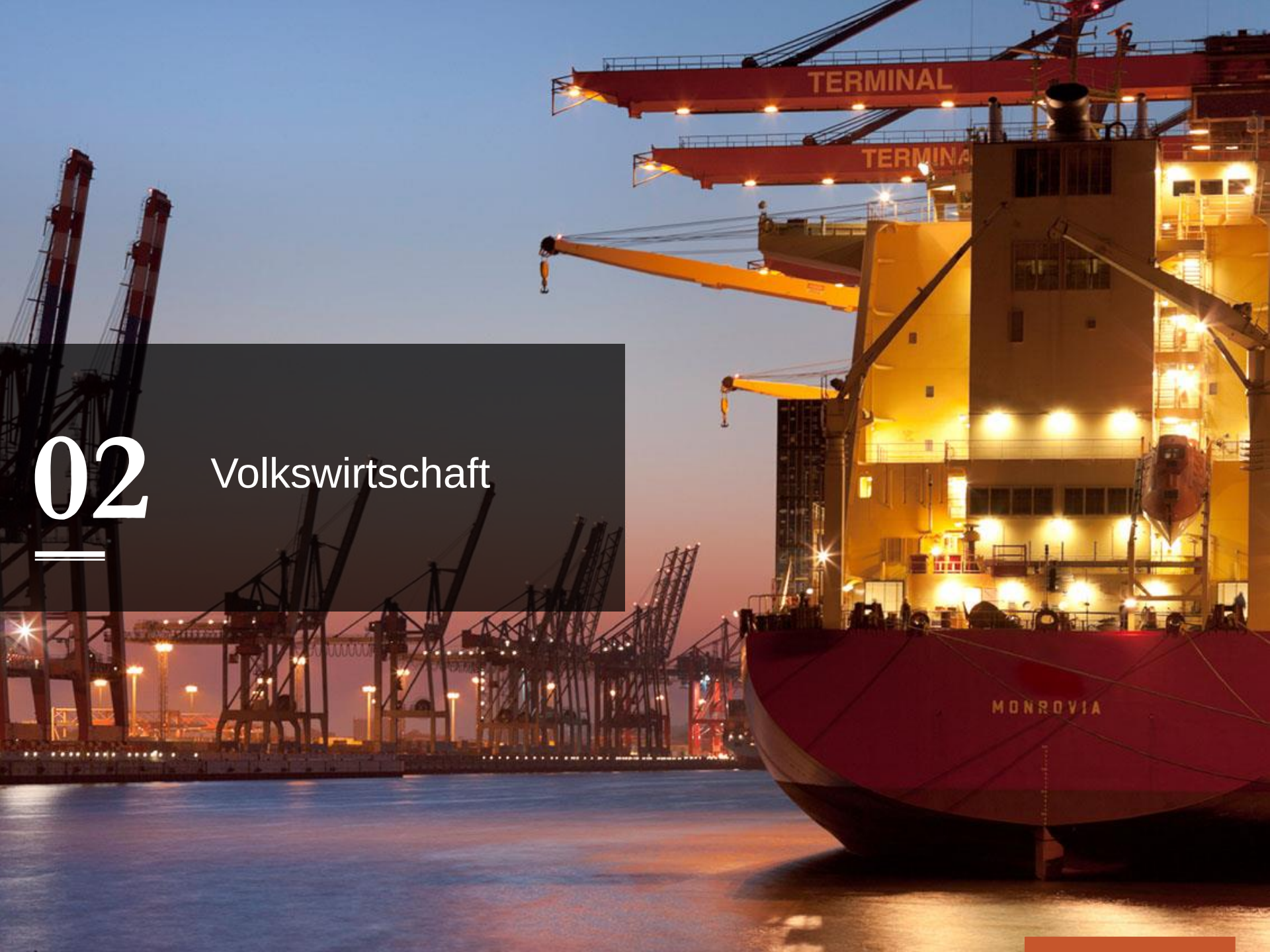
Rückblick für die Kernstrategie 3

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 – 24.04.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Seit Jahresanfang ist unser Asset-Allokations-Beitrag leicht positiv. Geholfen hat insbesondere das Anleihe- und Kassen-Untergewicht, während unser Alternativ-Übergewicht belastet hat. Die Aktienquotensteuerung hat dieses Jahr bisher keinen Mehrertrag geliefert. Zwar hat das Übergewicht zu Jahresanfang geholfen, die Reduzierung auf ein leichtes Aktienuntergewicht seit Februar war hingegen wegen der weiter steigenden Aktienmärkte eine Belastung.
- Fundamental sprechen eine Menge Gründe (fallende Gewinnerwartungen, negative Frühindikatoren, US-Schuldenobergrenzendiskussion, Liquidität) dafür, sich breit über alle Anlageklassen aufzustellen – gerade nach der starken Aktienperformance seit Jahresanfang. Infolgedessen halten wir an unserer balancierten, nicht-offensiven Positionierung mit einem leichten Untergewicht bei Aktien fest.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

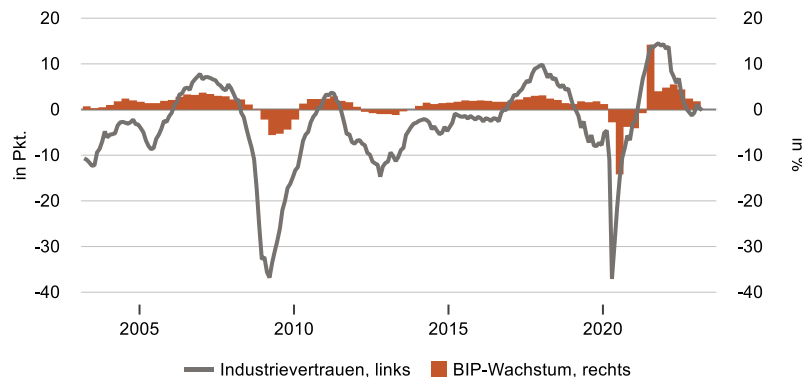


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Verbesserte Konjunkturaussichten

- Der Einkaufsmanagerindex ist auch im April gestiegen – von 53,7 Punkten auf 54,4 Punkte. Damit wurden die Analystenerwartungen übertroffen. Die positiven Daten sind insbesondere auf den Dienstleistungssektor zurückzuführen. Im Verarbeitenden Gewerbe ist die Produktion noch rückläufig.
- Mit Spannung werden Ende dieser Woche die BIP-Daten für das erste Quartal erwartet. Neben den BIP-Zahlen für die gesamte Eurozone stehen die Daten der wirtschaftlichen Schwergewichte für Deutschland und Frankreich im Fokus. Es sieht danach aus, dass die Wirtschaft im ersten Quartal ganz leicht gewachsen ist.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



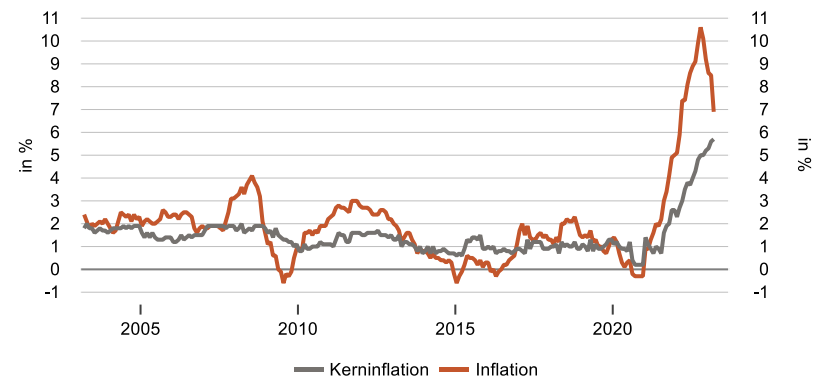
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2003 – 03/2023

Basiseffekte senken die Inflationsraten

- Seit dem Höhepunkt der Inflation im Oktober (10,6 %) ist die Inflation auf 6,9 % im März gesunken. Sie lag damit unter der Reuters Konsenserwartung von 7,1 %. Die Inflationsraten sind in nahezu allen Mitgliedsstaaten zurückgegangen, in Spanien war der Rückgang von 6 % im Februar auf 3,1 % im März besonders groß. Der Rückgang ist vor allem auf die Basiseffekte der Energiepreise zurückzuführen. Diese sind im März von 13,7 % im Februar auf 0,9 % gefallen.
- Kommenden Freitag werden die April-Inflationsdaten für Deutschland veröffentlicht. Die Zahlen dürften ganz leicht rückläufig sein. Die Basiseffekte wirken weiter.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2003 – 03/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

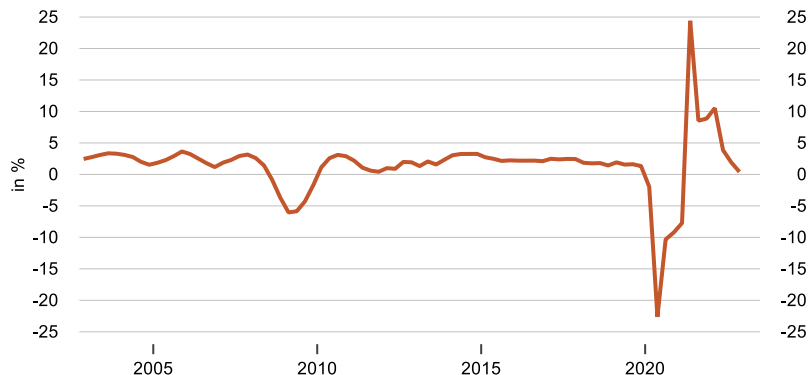


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Inflation sinkt nur leicht

- Die Inflation ist im Vorjahresvergleich von 10,4 % im Februar auf 10,1 % im März gefallen und liegt damit leicht über der Bloomberg-Erwartung von 9,8 %. Die Kernrate der Inflation ist unverändert bei 6,2 %. Der Inflationsdruck dürfte sich jedoch durch eine Bereinigung der Basiseffekte in den nächsten 12 Monaten beruhigen und im Jahr 2024 in Richtung des Inflationsziels der Bank of England von 2 % fallen.
- Die hohen Inflationsdaten im März und die Lohndaten aus dem Februar sprechen für eine weitere Zinserhöhung. Wir erwarten, dass die Bank of England die Zinsen im Mai um weitere 25 Basispunkte auf 4,5 % anheben wird.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



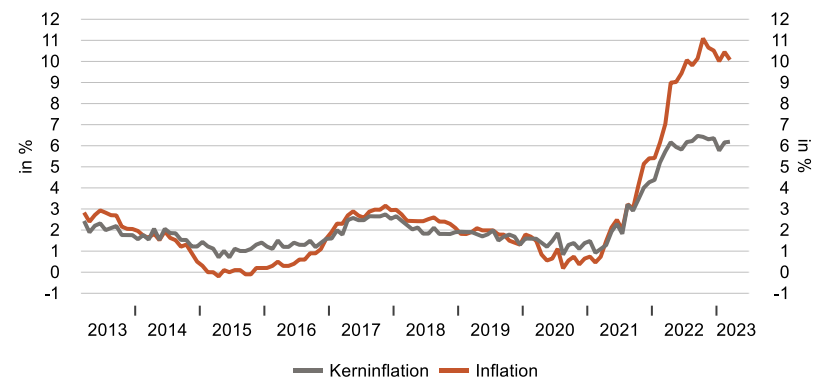
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

Robuste Arbeitsmarktdaten

- Obwohl die Arbeitslosenquote in den drei Monaten bis Februar um 0,1 Prozentpunkte von 3,7 % im Januar auf 3,8 % gestiegen ist, liegt sie immer noch nahe dem Fünfzigjahrestief von 3,5 % im August 2022.
- Das Lohnwachstum blieb in den drei Monaten bis Februar mit 5,9 % gegenüber dem Vorjahr hartnäckig hoch und lag damit deutlich über dem Bloomberg-Konsens von 5,1 %. Auch wenn die Zahlen zu den Erstanträgen auf Arbeitslosenunterstützung im März und die Arbeitsmarktdaten für Februar im Detail einige kleinere Anzeichen von Schwäche aufweisen, ist das Gesamtbild noch immer robust.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2013 – 03/2023



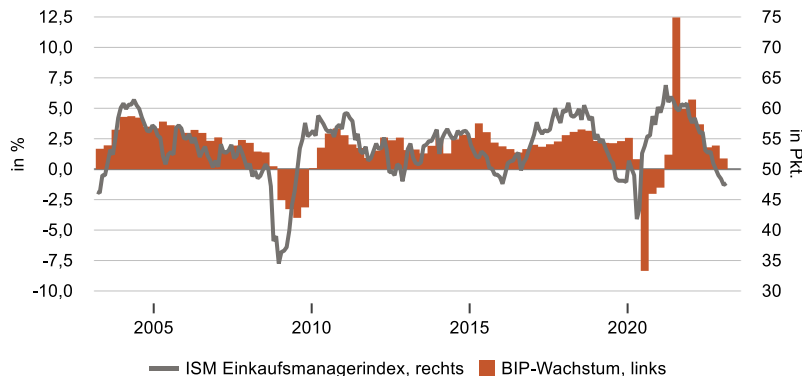
USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

Weiterer Zinsschritt im Mai wahrscheinlich

- Die Beschäftigung ist im März um 236.000 im Vergleich zum Vormonat gestiegen, knapp über der Bloomberg-Erwartung von +230.000. Der Beschäftigungsanstieg der letzten Monate spiegelt die Widerstandsfähigkeit des Arbeitsmarktes wider. Die durchschnittliche Wochenarbeitszeit hingegen ist den zweiten Monat in Folge gesunken und liegt damit wieder auf dem Vor-Corona Niveau. Der durchschnittliche Stundenlohn ist mit 0,3 % gegenüber dem Vormonat nur leicht gestiegen.
- Aufgrund der nach wie vor robusten Arbeitsmarktdaten erwarten wir, dass die Fed auf ihrer Sitzung am 02./03. Mai den Zinssatz um weitere 25 Basispunkte heben wird.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



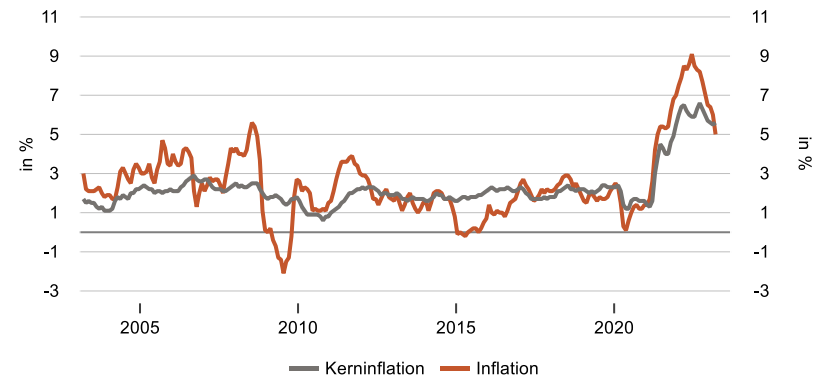
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2002 – 03/2023

Deutlicher Rückgang der Inflation

- Die Inflationsrate ist etwas stärker gesunken als erwartet: von 6,0 % im Februar auf 5,0 % im März. Hingegen ist die Kernrate leicht von 5,5 % auf 5,6 % gestiegen. Damit liegt die Kernrate nun also über der Gesamtinflation. Für die US-Notenbank liefern die Daten ein gemischtes Bild. Der starke Rückgang bei der Gesamtinflation ist erfreulich, der Anstieg der Kernrate deutet aber auf ein hartnäckigeres Problem hin.
- Die Produzentenpreise sind im Vormonatsvergleich um 0,5 % zurückgegangen. Im Vorjahresvergleich sind sie von 4,9 % auf 2,7 % gefallen. Da die Produzentenpreise ein vorlaufender Indikator sind, sind diese Zahlen erfreulich.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2003 – 03/2023

Prognosen

Wichtigste Einschätzungen im Überblick

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.04.2023

* 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

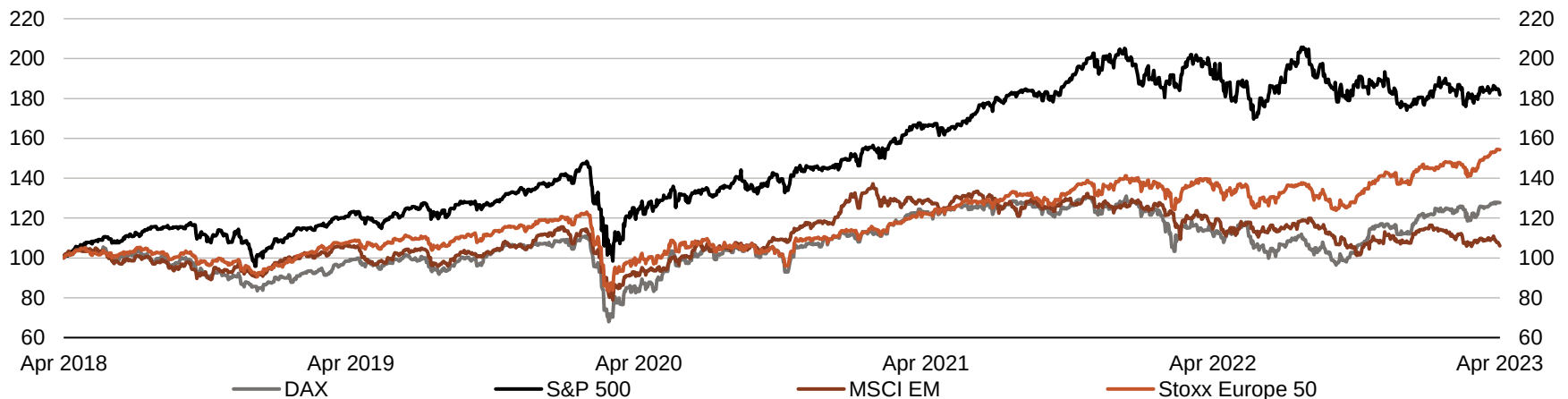
Marktentwicklung

Anleger schauen über Risiken hinweg

Sorglosigkeit birgt negatives Überraschungspotenzial

- Zum Leidwesen vieler pessimistischer Anleger notierten globale Aktienmärkte jüngst nahe ihrer Jahreshochs. Rückläufige Inflation, das Abwenden einer Bankenkrise, die noch positive Saisonalität und die bisher besser als erwartet ausfallende Q1-Berichtssaison haben beflügelt. Die Aktienvolatilität ist stark gefallen und die Bewertungen sind deutlich gestiegen. Systematische Käufer haben ihre Allokation zuletzt deutlich erhöht. Zur Vorsicht mahnt die jüngste Underperformance von zyklischen gegenüber defensiven Aktien in einem steigenden Markt. Sie deutet auf eine gewisse Skepsis der Aktienanleger hin.
- Wir bleiben vorsichtig, da nach der Rallye das Chancen-Risiko-Verhältnis wenig attraktiv scheint. Viel Positives ist bereits eingepreist, während Risiken wie Immobilienkrise, Kreditklemme, Liquiditätsentzug, US-Schuldenobergrenze und USA/China-Konflikt vernachlässigt werden.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 25.04.2018 – 25.04.2023

Unternehmensgewinne

2023 könnte Nullnummer werden

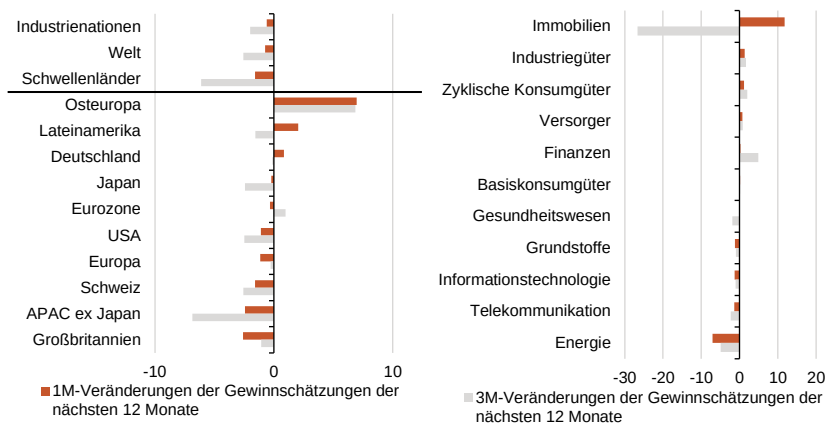


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gewinnerwartungen reduziert

- Trotz der bisher besser als erwarteten Q1-Berichtsaison in den USA haben die Analysten (Konsens) zuletzt die globalen Gewinnprognosen für die nächsten 12 Monate reduziert, da die Unternehmen i.d.R. nur einen recht vorsichtigen Ausblick geben.
- Regional gab es in den letzten vier Wochen die stärksten negativen Revisionen in Großbritannien, APAC ex Japan und der Schweiz. Positive Revisionen gab es vor allem in Osteuropa und Lateinamerika.
- Der Immobiliensektor erlebte zuletzt deutlich positive Gewinnrevisionen.

Analysten reduzieren globale Gewinnerwartung



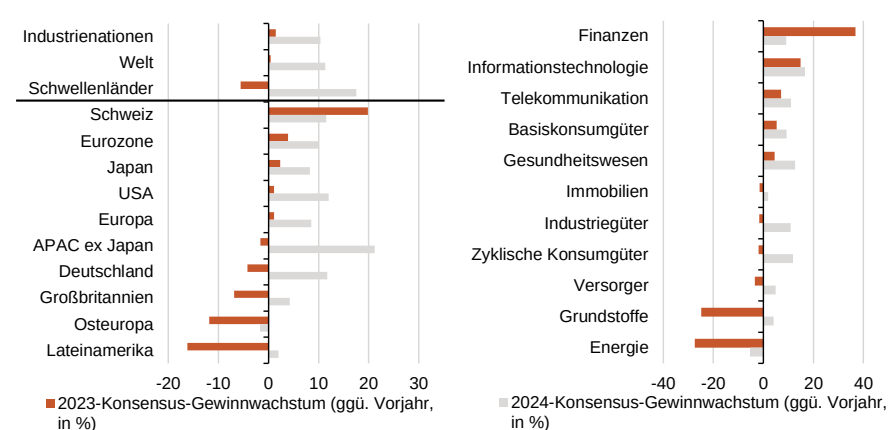
Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 25.04.2023

Gewinnwachstum erst wieder ab 2024

- Der Konsens erwartet weiterhin kaum globales Gewinnwachstum für dieses Jahr. Für 2024 wird hingegen ein niedriges zweistelliges Gewinnwachstum erwartet. Die Gewinne in den Schwellenländer dürften laut Analysten 2024 stärker als in den Industrieländer wachsen, auch weil die Gewinne in 2023 laut Konsens fallen dürften.
- Trotz der jüngsten Turbulenzen bei einzelnen Banken erwarten die Analysten für den Bankensektor ein 2023-Gewinnwachstum von mehr als 30%. Deutlich negatives Gewinnwachstum wird beim Grundstoff- und Energiesektor erwartet.

Globales Gewinnwachstum erst wieder für 2024 erwartet



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 25.04.2023

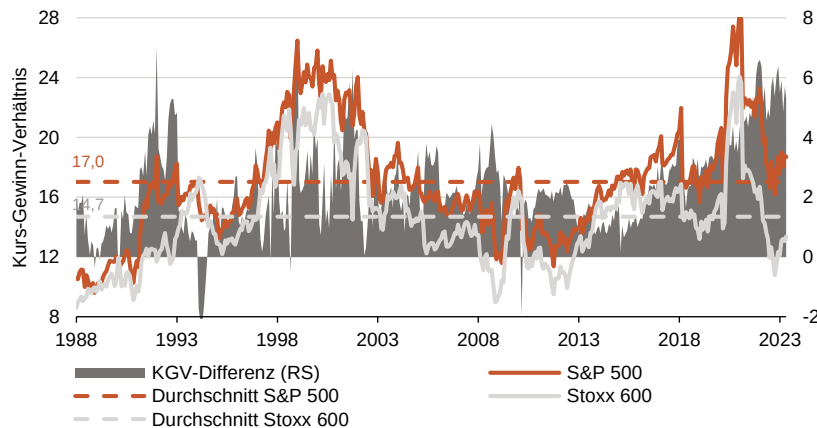
Bewertung & Positionierung

Günstig ist anders

Aktien zuletzt teurer geworden

- Mit der positiven Marktentwicklung in den letzten Wochen ist auch die Bewertung (KGV) des S&P 500 und des Stoxx 600 gestiegen. Der S&P 500 handelt nun wieder mit einem Forward KGV von rund 19 und damit 2 Punkte oberhalb des historischen Durchschnitts.
- Der Stoxx 600 ist hingegen weiterhin historisch günstig. Der Discount zu US-Aktien hat mit der europäischen Outperformance seit Jahresanfang aber leicht abgenommen.

Aktien erneut mit Bewertungsausweitung

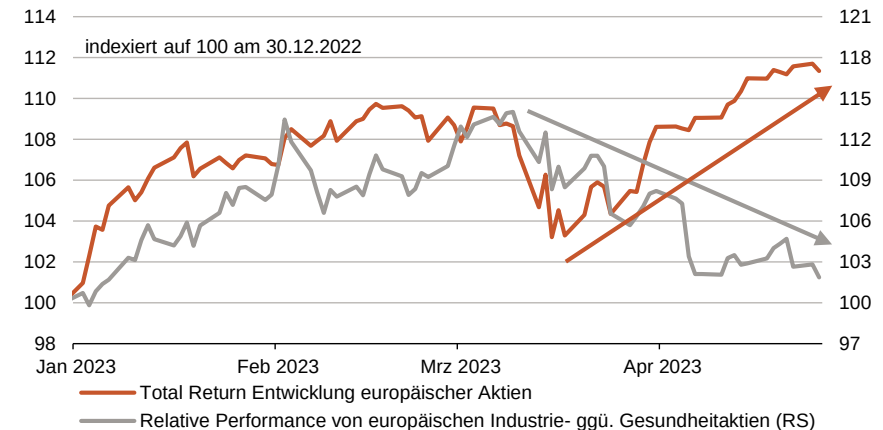


Zeitraum: 01.01.1988 – 25.04.2023

Oberflächliche Sorglosigkeit trägt

- Europäische Aktien erreichten letzte Woche ein neues Jahreshoch, nur einen Monat nach dem Tumult bei Banken. Allerdings kam es seitdem zu einem klaren Favoritenwechsel. So haben defensive Gesundheitsaktien zyklischere Industrieaktien deutlich geschlagen, anders als in der Phase davor. Anleger sind also weniger sorglos, als es die Erholung auf Indexebene vermuten lässt.
- Trotzdem ist die Gesamtmarktentwicklung angesichts der Vielzahl an Risiken überraschend. Die Bäume dürften nicht in den Himmel wachsen.

Defensive Aktien mit Outperformance seit Bankenkrise



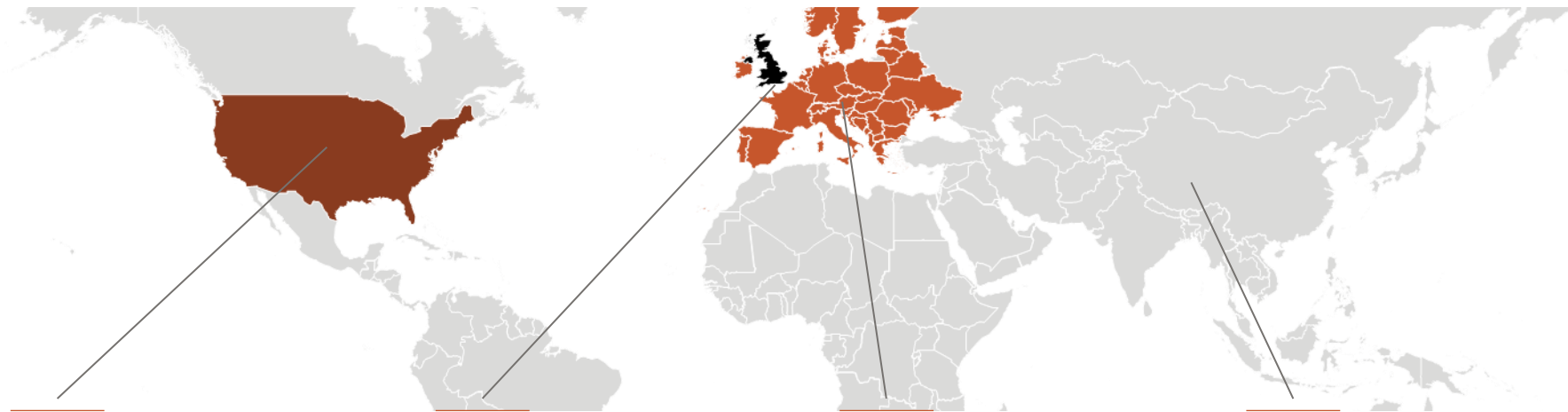
Zeitraum: 01.01.2023 – 25.04.2023

Aktien Allokation

Günstige Regionen präferiert



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



USA

Untergewichten

- Die sinkende Profitabilität 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

- Europäische Unternehmen weisen trotz der guten Entwicklung seit Jahresanfang keine hohe Bewertung auf. 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.
- Chinesische Aktien profitierten bisher nur begrenzt von dem konjunkturellen Rückenwind durch die Öffnung nach den Corona-Beschränkungen. Potenzial weiterhin vorhanden. Wir bleiben aktiv positioniert.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	25.04.2023	31.12.2023	30.06.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.072	4.150	4.350	4.649
DAX	15.872	16.200	17.300	18.812
Euro Stoxx 50	4.378	4.350	4.700	4.989
MSCI Großbritannien	2.267	2.350	2.500	2.599
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	1,9	6,8	14,2
DAX	-	2,1	9,0	18,5
Euro Stoxx 50	-	-0,6	7,4	14,0
MSCI Großbritannien	-	3,7	10,3	14,7

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.04.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04

Anleihen



Staatsanleihen

Staatsanleihen profitieren als sichere Häfen

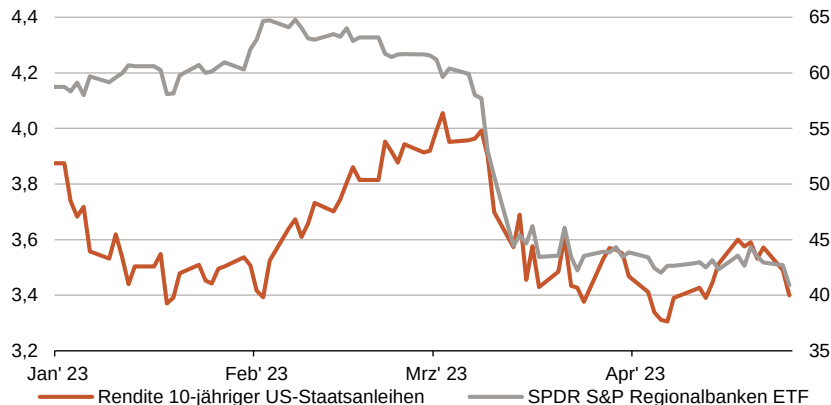


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Bankensorgen und US-Schuldengrenze verunsichern

- Nach der Renditetalfahrt im März stiegen die Renditen sicherer Staatsanleihen ab Anfang April angesichts der zunächst scheinbaren Abwendung einer Eskalation der Bankenprobleme. Die letzten Tage drehte sich aber das Bild.
- Die Ergebnisse der First Republic Bank für das erste Quartal ließen die Sorgen um den Bankensektor wieder aufleben.
- Darüber hinaus verstärkten die Sorgen um die US-Schuldengrenze die durch die Bankenkrise ausgelöste erneute Nachfrage nach Sicherheit. Die hohe Unsicherheit sieht man auch anhand einjähriger US-Credit Default Swaps, welche auf ein neues Rekordhoch gestiegen sind. US-Staatsanleihen sind damit über den letzten Monat unverändert.

Banken-Sorgen drücken US-Staatsanleiherenditen



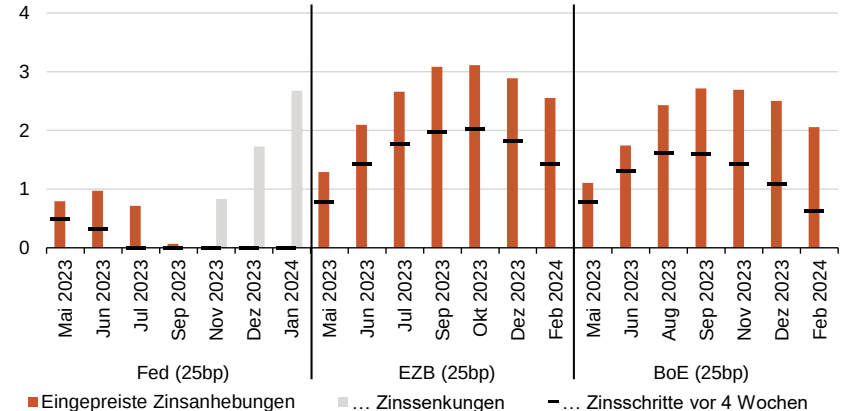
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 25.04.2023

Staatsanleihen im Bann der Zentralbanken

- Die erneuten Sorgen im Bankensektor ließen auch die Zinserwartungen nicht unangetastet. Der Markt preist derzeit für die Fed eine Erhöhung von 25 Basispunkten im Mai.
- Interessant ist, dass der Markt dabei immer taubenhafter wird: War die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung im Mai am Montag noch über 90%, sank sie zwischenzeitlich auf knapp 70%. Denn die Bankensorgen erhöhen das Risiko einer anhaltenden Kreditklemme, die Finanzierungen erschwert und verteuert und damit der Fed einen Teil der Arbeit abnehmen würde.
- Die EZB dürfte hingegen restriktiver bleiben. Der Markt preist derzeit 1-2 Zinserhöhungen im Mai und mehr danach ein.

Erste US-Zinssenkungen ab September gepreist



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 26.03.2023 – 26.04.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Anleger suchen wieder das Risiko

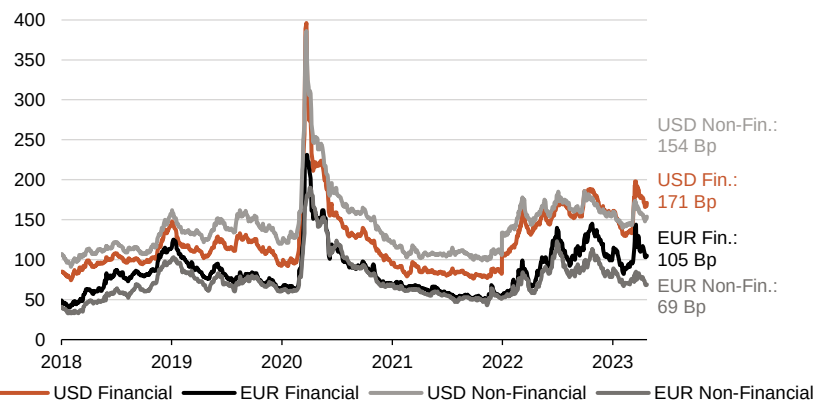
Bankensorgen teilweise wieder ausgepreist

- Nach der deutlichen Spreadausweitung im Zuge der Bankenturbulenzen im März sind die Risikoaufschläge bei Finanz- und Nichtfinanzanleihen zuletzt wieder merklich gefallen. Dass jedoch nicht alles überstanden ist, zeigen die Risikoaufschläge bei USD-Finanzanleihen, welche noch deutlich oberhalb der Jahrestiefs stehen.
- Relativer Profiteur des Risk-Offs bei Finanzanleihen waren EUR-Nicht-Finanzanleihen. Dort sind die Risikoaufschläge unter die Marke von 70Bp gefallen und notieren somit nahezu auf dem Jahrestiefs.

Hochzinsanleihen zuletzt gefragt

- Die im März deutlich gestiegenen Risikoaufschläge bei Hochzinsanleihen haben die Anleger mit dem Abnehmen der Risiken im Bankensektor angelockt. Die Risikoaufschläge sind bei EUR- und USD-Hochzinsanleihen in den letzten vier Wochen um rund 50Bp gefallen.
- Der Spreadrückgang war jedoch nicht in allen Regionen zu beobachten. Schwellenländer-Hochzinsanleihen litten unter fallenden Rohstoffpreisen, geopolitischen Risiken und dem bisher enttäuschenden konjunkturellen Rückenwind durch die Öffnung Chinas nach den Corona-Beschränkungen.

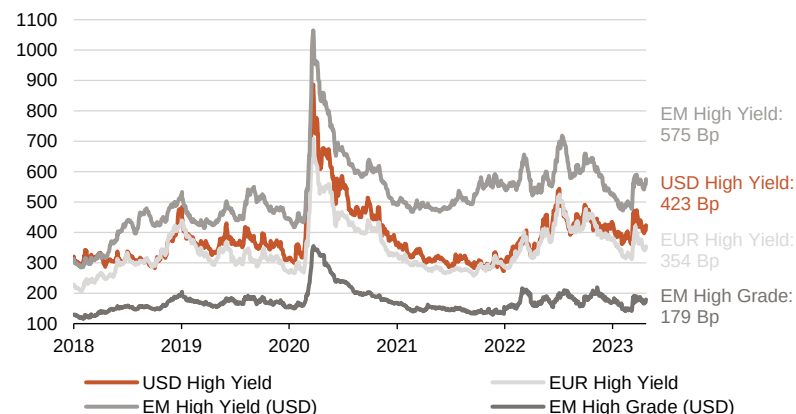
Alles ausgestanden? Zuletzt wieder fallende Spreads



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 25.04.2023

Deutlich Spreadrückgang bei EUR- und USD-High Yield



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 25.04.2023

Kapitalmarktstrategie

Anleihen



Kernsegmente



Staatsanleihen Untergewichten

- Im Falle hoher Bonitäten bleiben sichere Staatsanleihen in Risk-Off-Phasen grundsätzlich gefragt. Diese betrachten wir regional differenziert und sehen in jeweils lokaler Währung klare Vorteile für US- gegenüber deutschen Bundespapieren. Mit den gestiegenen Renditen und angesichts einer drohenden Rezession ist das Segment trotz der weiter hohen Inflation wieder etwas attraktiver.
- 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

	25.04.2023	31.12.2023		30.06.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	4,75-5,00	4,75-5,00	5,10	4,00-4,25	4,25
10J US-Rendite	3,40	3,50	3,44	3,70	3,36
Eurozone					
Leitzins	3,50	4,00	4,05	4,00	3,70
10J Bund-Rendite	2,38	2,70	2,31	2,80	2,21
Großbritannien					
Leitzins	4,25	4,00	4,30	3,50	3,85
10J Gilts-Rendite	3,69	3,70	3,30	3,70	3,12

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.04.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

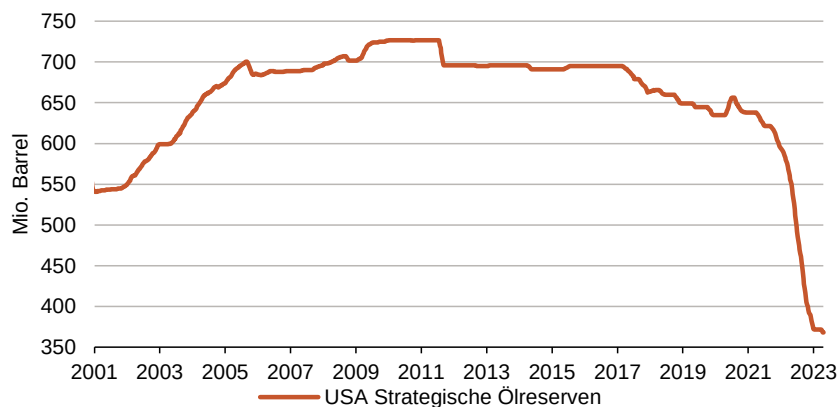
Rohöl

Rückenwind bei Nachfrageerholung

Chinesische Golden Week und US-Driving Season dürften Rohöl stützen

- Anfang April löste die von der OPEC+ verkündete Drosselung der Fördermenge (1,6 Millionen Barrel pro Tag) einen regelrechten Ölausch (knapp 7%) aus. Über die folgenden Wochen gab der Ölpreis – getrübt durch die Aussicht auf eine Rezession im Westen und eine verhaltende Erholung in China – jedoch alle Gewinne seit der Kürzung wieder ab.
- Auf der Angebotsseite besteht in Irakisch-Kurdistan (autonome Region Kurdistan) und im Sudan aufgrund der fortsetzenden Kämpfe weiter ein Angebotsrisiko. Die russischen Exporte bleiben jedoch trotz Moskaus früherer Zusage die Produktion zu drosseln stabil, sodass die Auswirkungen der Ausfälle im Nahen Osten abgeschwächt wurden. Im Westen überschatteten weitere Anzeichen einer Konjunkturabschwächung einen erheblichen Rückgang der US-Rohölvorräte.
- Auf der Nachfrageseite bleibt der globale Ölmarkt zwischen zwei konkurrierenden Themen gefangen: die Abkühlung der westlichen Volkswirtschaften und die Erwartung, dass die Wiedereröffnung Chinas die Nachfrage dramatisch ankurbeln könnte. Kommende Woche dürfte es mit der chinesischen Golden Week neue Einblicke zur Nachfrageerholung geben. Knapp 9 Millionen Flugreisen sollten den Kerosinverbrauch anheizen und den Ölpreis stützen. Saisonal stehen wir zudem historisch mit dem Beginn der US-Driving-Season vor den besten Monaten. Rückenwind gibt es auch seitens der US-Energiebehörde, die ein mögliches Auffüllen der strategischen Reserven ab Q3 2023 verkündete.

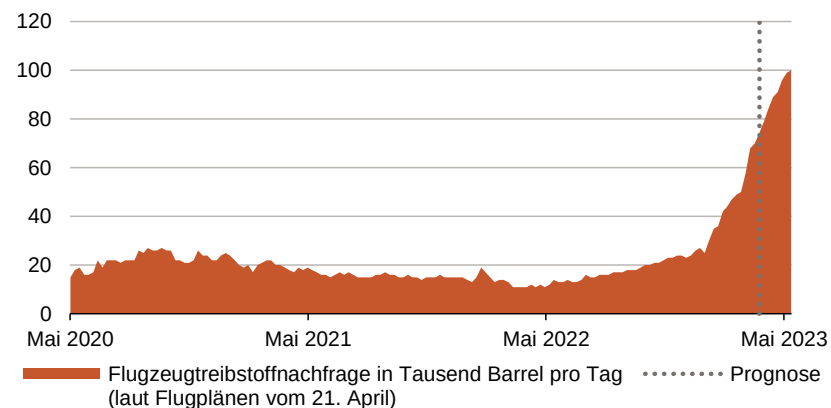
Auffüllen der strategischen US-Reserven dürfte stützen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2001 – 25.04.2023

Chinas Flugzeugtreibstoffnachfrage gibt Rückenwind



Quelle: Bloomberg, EIA, eigene Berechnungen

Zeitraum: 26.05.2020 – 06.06.2023

Edel- und Industriemetalle

Gold als Profiteur von Risiken und Zinswende

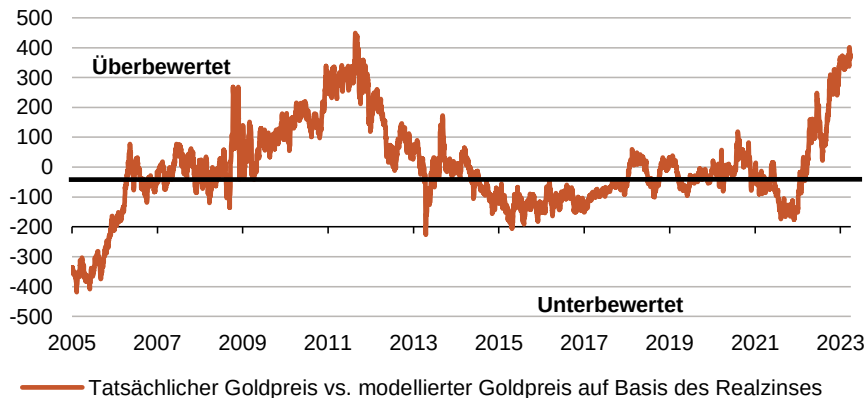


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Goldpotenzial kurzfristig fundamental begrenzt

- Der Goldpreis steuerte auf seine schlechteste Woche seit Februar zu, nachdem unerwartet gute US-Dienstleistungsdaten die Erwartung schürten, dass die US-Notenbank die Zinssätze weiter anheben wird. Dennoch sind die Anleger nach wie vor auf der Hut vor einer raschen Verschlechterung der US-Wirtschaftsdaten, die eine Lockerung der Geldpolitik nach sich ziehen könnte. Nach der starken Performance infolge der Bankenprobleme schwankt Gold um die 2000er-Marke – jedoch ohne diese nachhaltig zu durchbrechen.
- Fundamental dürfte das Aufwärtspotenzial kurzfristig begrenzt bleiben. Als ertragslose Anlage verliert Gold im Umfeld höherer Realzinsen an relativer Attraktivität. Ein klares Signal der Fed für eine nachhaltige Zinswende oder eine Eskalation der Bankenkrise bergen Aufwärtspotenzial.

Gold gegenüber Realzinsen überbewertet



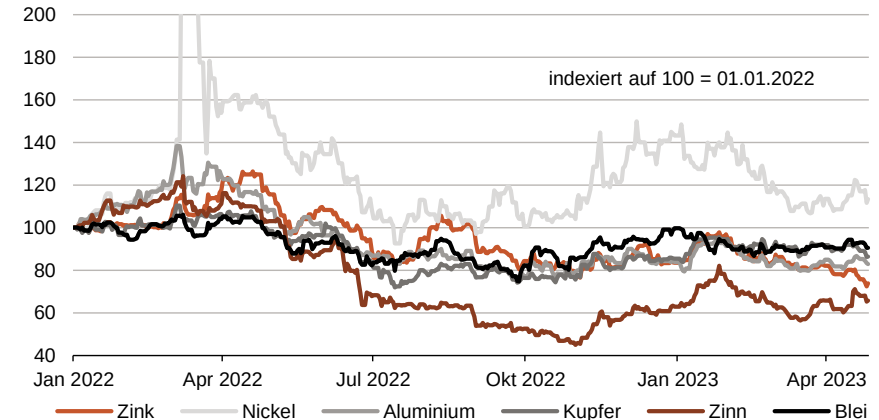
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2005 – 25.04.2023

Metallnachfrage: aufgeschoben ist nicht aufgehoben

- Die verhaltende Nachfrageerholung in China seit Jahresstart enttäuscht die Märkte weiter. Kupfer sank diese Woche auf den niedrigsten Stand seit über einem Monat, während Aluminium und Zink um mehr als 1 % nachgaben.
- Im Mittelpunkt stehen die steigenden Stahlvorräte in China, die darauf hindeuten, dass die Bausaison des Landes nur langsam anläuft. Darüber hinaus bleibt die Industrieproduktion unter dem Niveau von vor der Pandemie und die Immobilieninvestitionen schrumpfen weiter.
- Die Märkte warten somit weiter auf konkretere Anzeichen einer Erholung der Nachfrage in China. Hier gilt: aufgeschoben ist nicht aufgehoben und die chinesische Golden Week kommende Woche dürfte erste Einblicke geben.

Industriemetalle nur temporär schwächer



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2022 – 26.04.2023



06

Währungen

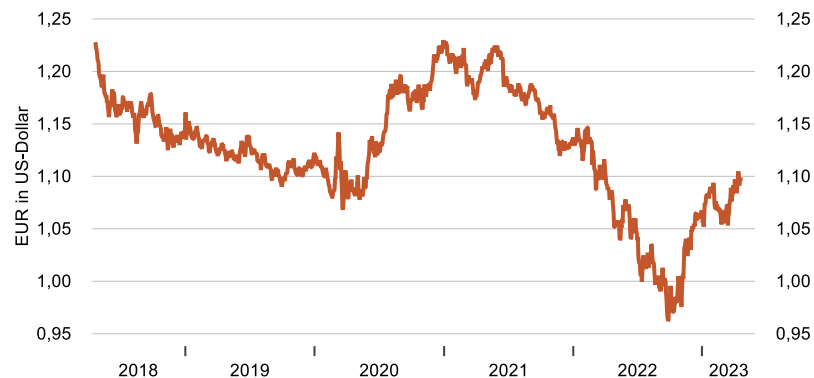
Marktentwicklung

Währungen

Euro setzt Aufwärtstrend fort

- Der Euro bleibt stark und notiert über der Marke von 1,10 US-Dollar je Euro. Der Wechselkurs hat damit schon einen guten Teil seiner Erholung, die wir für das Jahr 2023 erwartet haben, hinter sich. Wir sehen im Jahresverlauf noch Luft bis etwa 1,15 US-Dollar je Euro.
- Der US-Dollar hat auch von geopolitischer Seite etwas Gegenwind. Die Bestrebungen, den Dollar als Transaktionswährung zurückzudrängen, haben Spuren hinterlassen. Ein Abgesang für die amerikanische Währung kommt aber – mal wieder – zu früh. Der US-Dollar wird seine Rolle als Weltleitwährung nicht verlieren.

Wechselkurs EUR/USD



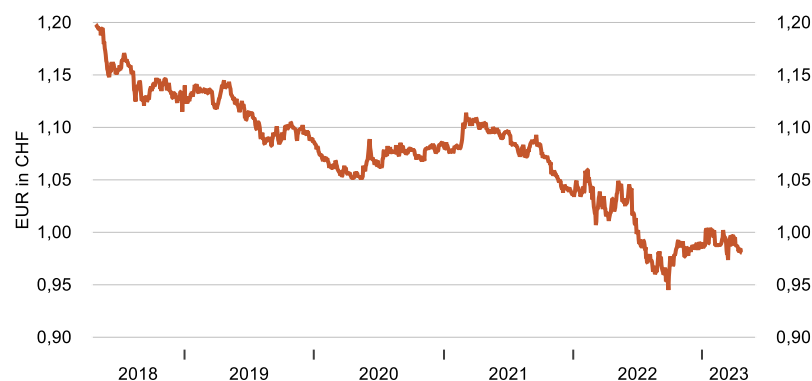
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2018 – 04/2023

Zeichen der Normalisierung

- Der Aufwind für den Euro ist nicht zu übersehen. Allerdings kann man weder von einer echten Euro-Stärke sprechen, noch zeigt sich eine ausgeprägte Dollar-Schwäche. Vielmehr werden die ungewöhnlichen Treiber des vergangenen Jahres nach und nach ausgepreist. Der Dollar wird nicht mehr so sehr als „Safe haven“ gebraucht und in der Wirtschaft der Eurozone sind die düstersten Befürchtungen nicht eingetreten. Die Risiken werden also neu bepreist.
- Der Schweizer Franken bleibt sehr stark und die Schweizerische Nationalbank freut sich, weil der starke Wechselkurs die Inflation eindämmt.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2018 – 04/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen

	25.04.2023	31.12.2023		30.06.2024	
Wechselkursprognosen	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,10	1,15	1,12	1,17	-
EUR/GBP	0,88	0,85	0,89	0,85	-
EUR/CHF	0,98	1,02	1,01	1,02	-
EUR/JPY	147	144	139	147	-
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-4,6	-2,0	-6,2	-
GBP	-	4,0	-0,6	4,0	-
CHF	-	-4,0	-3,1	-4,0	-
JPY	-	1,9	5,6	-0,1	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 25.04.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens

A row of brown leather chairs with white cushions in a blurred background.

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