



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Juni | 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](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum 26.05.2023



# Inhaltsverzeichnis

<b>01</b>	<b>Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt</b> Vorsicht bleibt angebracht: Aktien moderat untergewichtet, Duration und Kreditqualität erhöht	4
<b>02</b>	<b>Volkswirtschaft</b> Der Winter ist überstanden – Europa dürfte das Schlimmste hinter sich haben	9
<b>03</b>	<b>Aktien</b> Erste Risse zeichnen sich ab	14
<b>04</b>	<b>Anleihen</b> Anleihemärkte bleiben skeptisch	20
<b>05</b>	<b>Rohstoffe</b> Fundamental solides Angebots-Nachfrage-Gefüge vieler Rohstoffe trotz Konjunktursorgen	25
<b>06</b>	<b>Währungen</b> Rücksetzer beim Euro-Dollar-Wechselkurs auf dem Weg zu normaleren Bewertungen	28

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://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 (26.04.23 - 24.05.23)	■ YTD (30.12.22 - 24.05.23)	24.05.22	24.05.21	24.05.20	24.05.19	24.05.18
Brent	-6,4	4,0	-14,6	116,4	64,6	-44,9	-6,8
Globale Wandelanleihen	3,6	2,8	0,4	-9,5	32,6	12,2	0,6
Aktien Industrienationen	3,2	7,6	5,6	4,4	29,5	3,6	5,7
Aktien Emerging Markets	3,2	1,9	-2,0	-10,7	33,4	-3,2	-6,7
USD/EUR-Wechselkurs	-0,4	2,7	-0,1	13,8	-10,8	2,8	4,6
Aktien Frontier Markets	1,5	2,0	-8,9	0,9	25,1	-9,2	0,4
Gold	1,0	6,9	4,7	12,9	-3,3	38,8	3,0
Euro-Übernachteinlage	0,2	1,0	1,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
EUR Staatsanleihen	-0,2	1,5	-5,2	-5,7	0,7	1,2	2,3
EUR Unternehmensanleihen	-0,3	1,8	-4,2	-8,8	5,0	-0,8	3,0
REITs	-1,2	-5,1	-18,7	12,4	17,3	-13,4	19,6
Industriemetalle	-14,4	-5,6	-21,4	35,2	43,3	-10,8	-11,2

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index;

EUR Staatsanleihen: IBOXX Eurozone Sovereign 1-10J TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR;

Globale Wandelanleihen: SPDR Convertible Securities ETF; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR;

Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Euro-Übernachteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

Quellen: Bloomberg, Berenberg

Zeitraum: 24.05.2018 – 24.05.2023

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 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 EZB, BoE und Fed dürften noch etwas weiter straffen. Die letzten Zinserhöhungen sind aber nicht mehr weit weg.



### Aktien

- Gewinn- und Preisentwicklung bisher robuster als erwartet. Haupttreiber der Rallye war jedoch eine Bewertungsausweitung.
- Erste Risse zeichnen sich ab. Bewertungen trotzten den gestiegenen Anleiherenditen noch. Anfälligkeit nimmt zu.
- Wir haben das Aktienuntergewicht ausgebaut, da nach der Rallye das Chance-Risiko-Verhältnis wenig attraktiv erscheint.



### Anleihen

- Renditen sicherer Staatsanleihen ohne konkrete Anzeichen einer Einigung im US-Schuldenstreits erneut im Seitwärtstrend.
- Risikoaufschläge von USD-Finanzanleihen deutlich über Jahrestief. EM-Hochzinsanleihen mit merklicher Spreadausweitung.
- Wir sind bei Anleihen nur noch leicht untergewichtet und planen einen weiteren, schrittweisen Ausbau der Positionen.



### Alternative Investments / Rohstoffe

- Öl trotz Nachfrageerholung in China volatil seitwärts. Systematiker mit hoher Short-Position. Mittelfristig Aufwärtspotenzial.
- Gold bleibt wichtiger aber „teurer“ Portfoliobestandteil. Erst bei Wende der Fed nachhaltige Rallye möglich.
- Trübere Konjunktur belastet Industriemetalle. Kurzfristig Potenzial begrenzt, langfristig Nachfrageboom mit Energiewende.



### Währungen

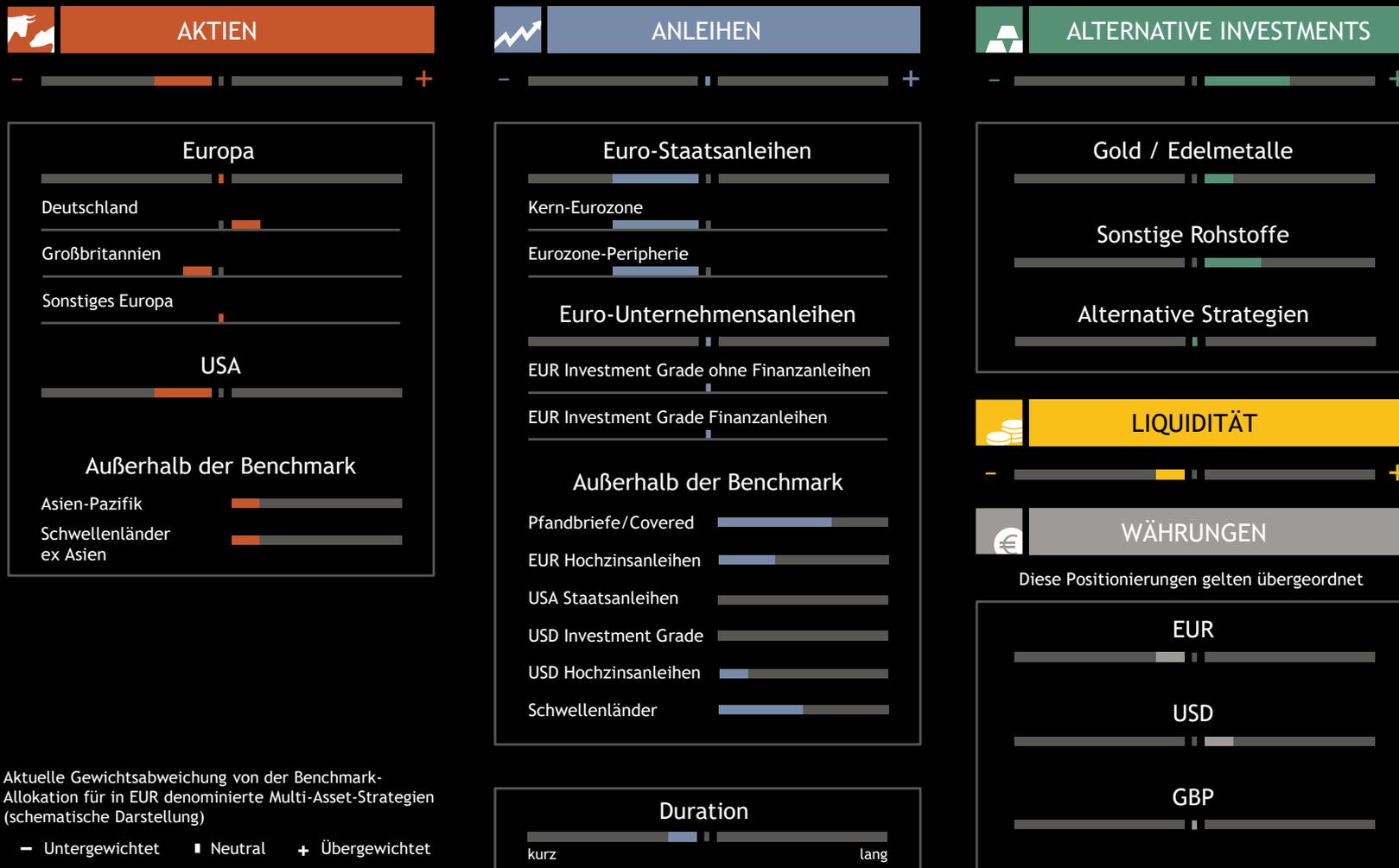
- Unterbrochene Erholung: Der Euro gab zuletzt nach auf 1,07 US-Dollar. Im späteren Verlauf dürfte er aber wieder zulegen.
- Die US-Fed muss gleichzeitig für Preis- und Finanzstabilität sorgen und wird die Zinsen vermutlich nur noch einmal erhöhen.
- Der Schweizer Franken bleibt stark – sehr zum Gefallen 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

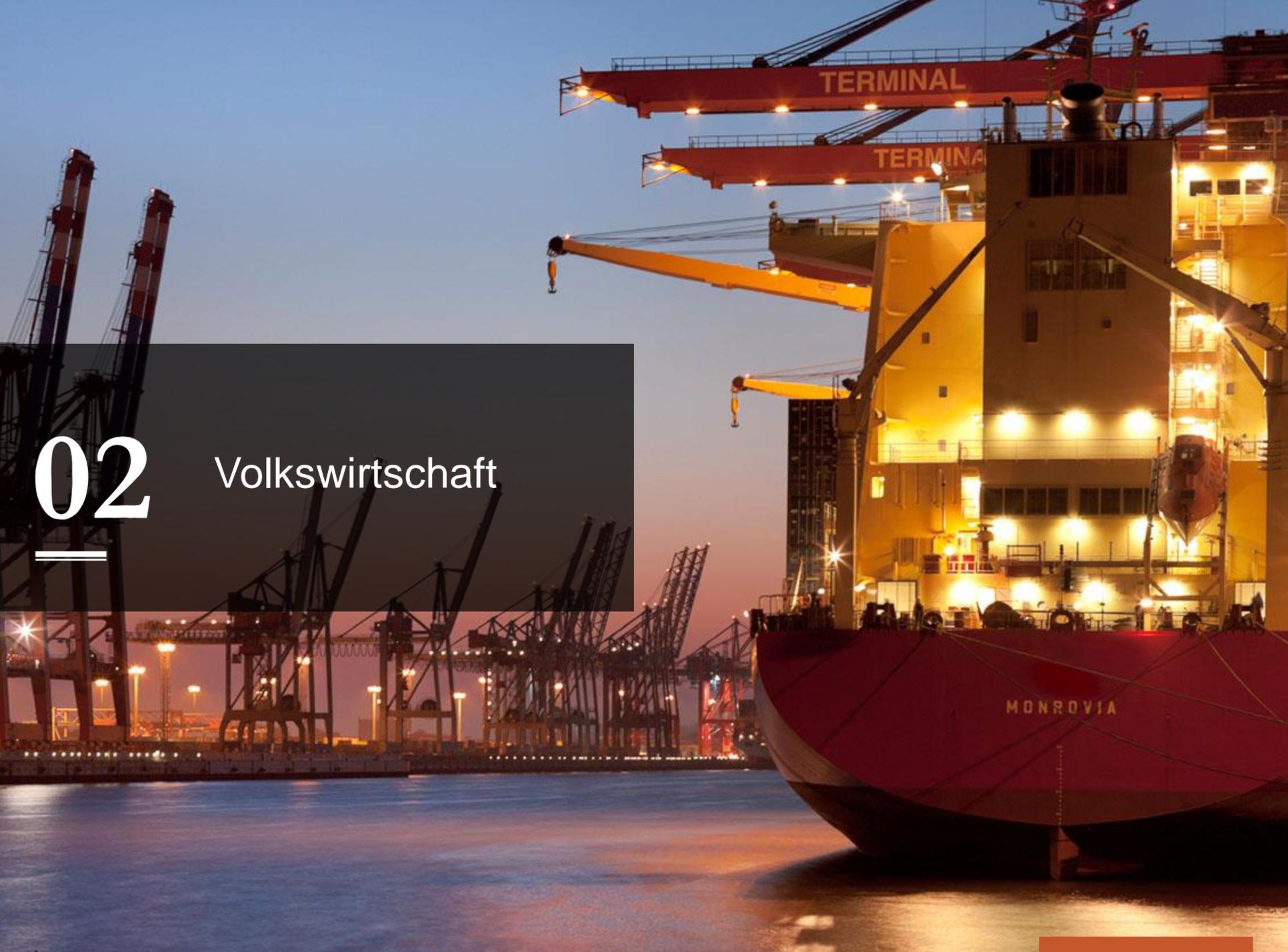


### Steuerung der Aktienquote eines ausgewogenen Multi Asset Mandats seit Auflage



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 – 24.05.2023  
 Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Wir bleiben bei Aktien im Untergewicht. Fundamental sprechen eine Menge Gründe (gestiegene Bewertungen, negative Frühindikatoren, US-Schuldenobergrenzediskussion, Liquidität) dafür, sich breit über alle Anlageklassen aufzustellen – gerade nach der starken Aktienperformance seit Jahresanfang. Hinzu kommt noch, dass zuletzt systematische Strategien ihre Aktienquote deutlich hochgefahren haben und somit die potenzielle Fallhöhe deutlich zugenommen hat. Infolgedessen halten wir an unserer balancierten, nicht-offensiven Positionierung mit einem leichten Untergewicht bei Aktien fest.
- Zuletzt haben wir zudem den Anstieg der Anleiherenditen genutzt, um unsere Duration im Portfolio weiter zu erhöhen. Sollte es zu einer Rezession in den USA in H2 2023 kommen, dürfte die Fed die Zinsen auch wieder senken – allerdings wohl weniger stark und schnell, als der Markt dies momentan einpreist.



02

Volkswirtschaft

# Eurozone

## Konjunktur- und Preisentwicklung

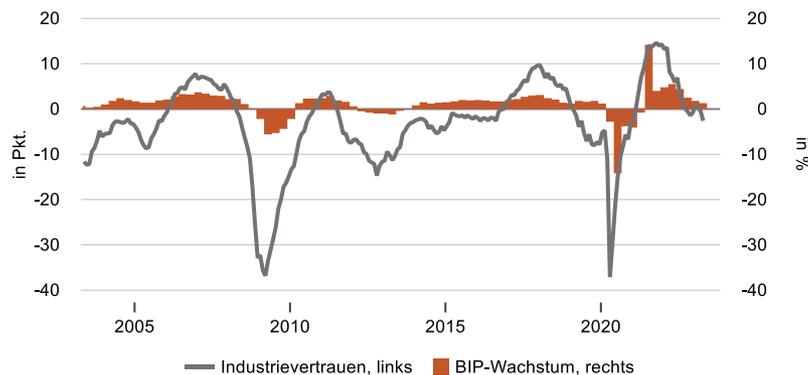


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Diskussion um Stabilitätspakt

- Die Finanzminister beabsichtigen die Regeln des Stabilitätspaktes zu reformieren. Die bekannten Fiskalkriterien sollen erhalten bleiben: Schuldenstand max. 60 % des BIP, Haushaltsdefizit max. 3 % des BIP.
- Uneinigkeit gibt es über viele Details, die den politischen Gestaltungsspielraum (sprich: Ausnahmeregel) erhöhen sollen. So geht es u.a. um die Frage, ob es allgemeinverbindliche oder länderindividuelle Schuldenabbaupläne geben soll. Auch sollen verschiedene Ausgabenkategorien bei der Berechnung der Defizite und Schulden außen vor bleiben. Fazit: Der Pakt wird wohl weiter verwässert.

### Eurozone BIP-Wachstum und Industrievertrauen



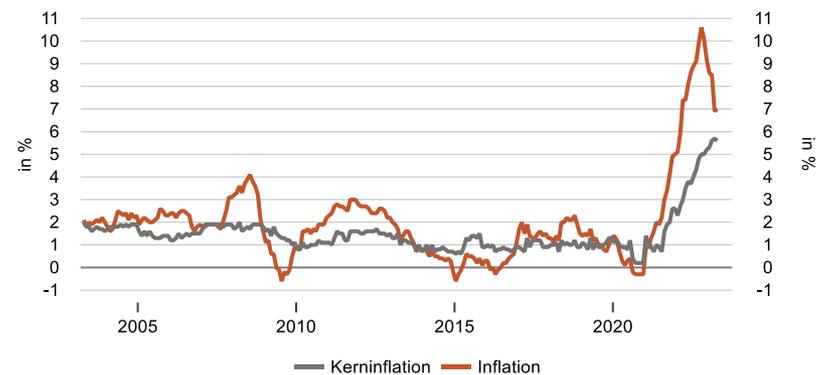
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

### Inflation im April ganz leicht gestiegen

- Die Inflation ist im April ganz leicht von 6,9 % auf 7,0 % gestiegen. Die Kernrate ist hingegen minimal von 5,7 % auf 5,6 % gefallen. Auch wenn sich die Inflation von ihren Höchstständen deutlich entfernt hat, bleibt das Niveau immer noch zu hoch.
- Da die BIP-Daten für das erste Quartal positiv überrascht haben (insbesondere in den südlichen Ländern – nach statistischen Revisionen ergibt sich für Deutschland nun doch eine Winterrezession), bleibt die Geldpolitik der EZB restriktiv. Im Mai hat sie die Leitzinsen um 25 Basispunkte angehoben und es dürften noch zwei solche Schritte im Juni und im Juli folgen.

### Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2003 – 04/2023

# Großbritannien

## Konjunktur- und Preisentwicklung

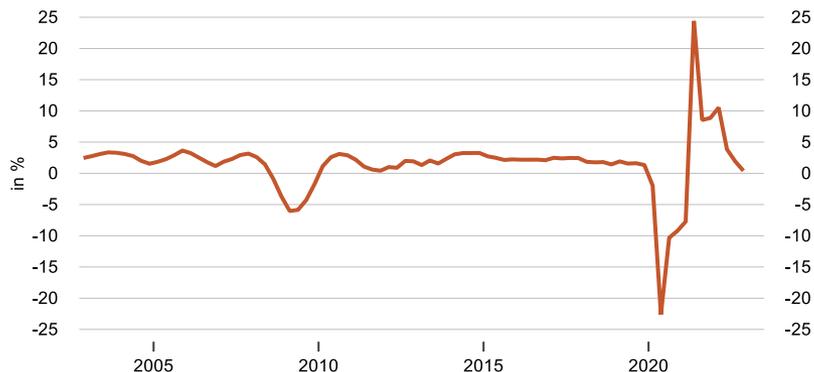


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Stagnation statt Rezession

- Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist in Q1 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen, leicht über unserer Erwartung von 0 %. Der reale Konsum der Haushalte hat um 0,1 % zugelegt. Die Unternehmensinvestitionen sind um 0,7 % gestiegen, liegen jedoch weiterhin 1,4 % unter dem Vor-Corona Niveau. Wir erwarten entgegen der Bloomberg-Konsenserswartung von 0,2 % ein Wachstum des BIP im Jahr 2023 von 0,4 % und im Jahr 2024 von 1,2 % (Bloomberg: 0,9 %).
- Der Rückgang der Inflation gemessen am BIP-Deflator in Q1, das mögliche Ende der Zinserhöhungen der BoE und das Abklingen politischer Spannungen unterstützen unsere Wachstumsprognosen für das BIP.

### Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



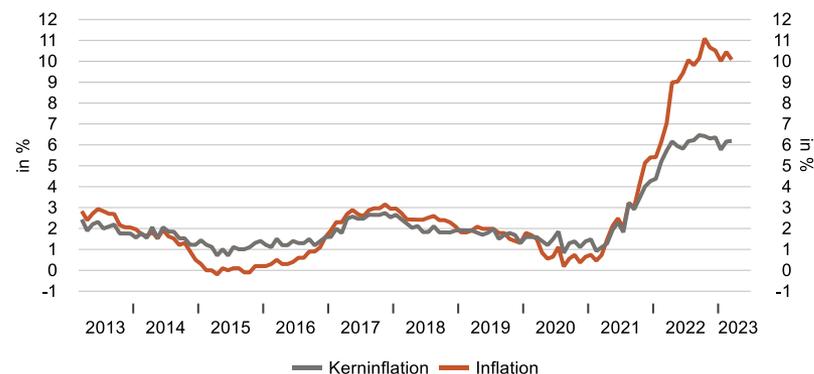
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

### Weiterer Zinsschritt der BoE

- Die Bank of England (BoE) hat in ihrer Sitzung am 11. Mai die Zinsen entsprechend unserer Erwartung um weitere 25 Basispunkte auf 4,5 % angehoben. Die Inflation lag mit 10,2 % in Q1 über der Prognose der BoE von 9,7 % und damit deutlich über dem Inflationsziel von 2 %.
- Die Inflationsrate im April (8,7 %) lag erneut über der Prognose der Zentralbank (8,4 %). Wir rechnen daher damit, dass die BoE in der Sitzung am 22. Juni den Leitzins noch einmal um 25 Basispunkte anheben wird, bevor sie pausiert.

### Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 03/2013 – 03/2023

# USA

## Konjunktur- und Preisentwicklung

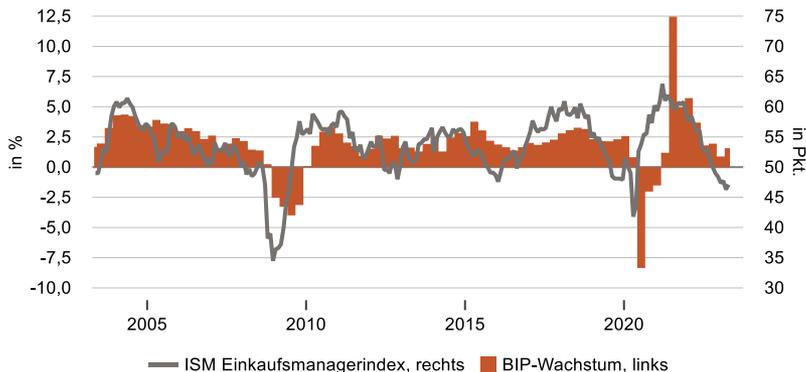


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### USA am Schuldenlimit

- Die Finanzmärkte sind besorgt wegen der US-Schuldenobergrenze. In einem äußerst ungünstigen, aber extrem unwahrscheinlichen Fall, könnte den USA die Zahlungsunfähigkeit drohen.
- Wichtig ist, dass den USA „lediglich“ ein technischer Staatsbankrott droht. Ein Staatsbankrott droht normalerweise dann, wenn ein Land keine Geldgeber mehr findet. Die USA gelten aber trotz hoher Schulden weiter als sicherer Anlegehafen. Sie haben keinerlei Probleme, Geldgeber zu finden. Die US-Politik hat sich die Schuldenobergrenze selbst auferlegt. Die jüngsten Nachrichten deuten darauf hin, dass eine politische Einigung näher rückt.

### USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



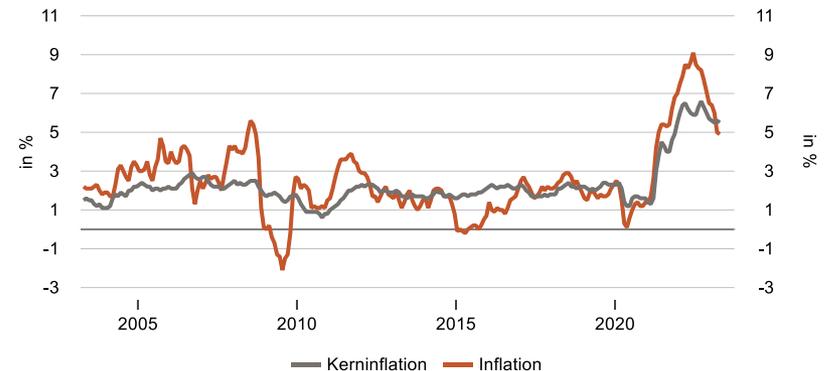
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2002 – 04/2023

### Anhaltender Inflationsdruck

- Der Verbraucherpreisindex (CPI) ist im April um 0,4 % ggü. dem Vormonat gestiegen. Im Vorjahresvergleich ist die Inflation aufgrund der nachlassenden Basiseffekte auf 4,9 % gesunken.
- Die Einzelhandelsumsätze stiegen im April um 0,4 % ggü. dem Vormonat, nachdem sie im März um 0,7 % gesunken waren. Dies deutet auf ein nach wie vor robustes Konsumklima hin, das von robusten Lohnzuwächsen und einem soliden Arbeitsmarkt geprägt ist. Der Anstieg der Verbraucherausgaben ist zwar positiv, doch deuten die Einzelheiten des Berichts über die Einzelhandelsumsätze auf Schwachstellen hin, die unter der Oberfläche brodeln.

### USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 04/2003 – 04/2023

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.05.2023

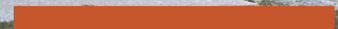
\* Zu tatsächlichen Wechselkursen, nicht nach Kaufkraftparität (KKP). KKP würde den schnell wachsenden Schwellenländern mehr Gewicht beimessen.

\*\* Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



03

Aktien



# Marktentwicklung

## Vorsicht angebracht

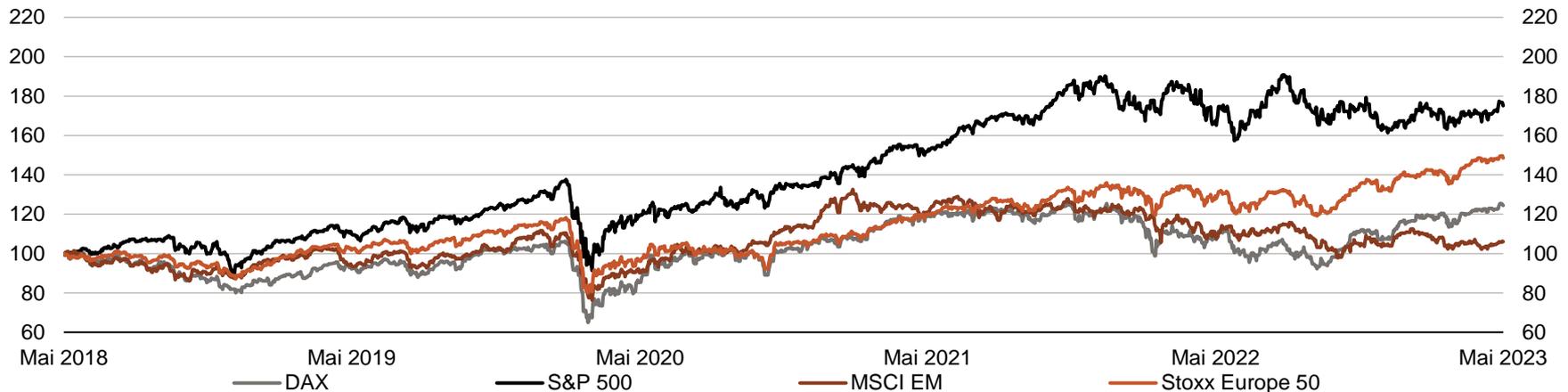


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Erste Risse zu erkennen

- Aktien haben bis vor kurzem die Hoffnungen auf eine zeitnahe Einigung im US-Schuldenstreit gefeiert. Der S&P 500 handelt mit einem KGV von rund 19 nun deutlich über seinem langfristigen durchschnittlichen Bewertungsniveau. Der DAX markierte im Mai ein neues Allzeithoch, während japanische Aktienindizes das höchste Niveau seit 1990 erreichten. Die Aktienmärkte sind oberflächlich betrachtet also deutlich optimistischer als andere Anlageklassen. Unter der Oberfläche zeichnen sich aber auch dort Risse ab – Zykliker, Small Caps und Value-Titel haben an der Rallye kaum partizipiert, die primär von Tech-Titeln und Mega-Caps getragen wurde.
- Die bewertungsgetriebene Entwicklung hat jedoch jüngst mit der anhaltenden Diskussionen um die Schuldenobergrenze, den wieder steigenden Renditen und den zunehmend negativen Konjunkturüberraschungen Gegenwind erfahren. Wir bleiben vorsichtig positioniert, auch weil systematische Strategien bereits wieder deutlicher in Aktien positioniert sind und die Liquidität über den Sommer abnehmen dürfte. Die bis dato robusten Aktienmärkte sind wieder anfälliger geworden.

### Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 23.05.2018 – 23.05.2023

# Unternehmensgewinne

## Gewinnwachstum vor allem in den Industrienationen

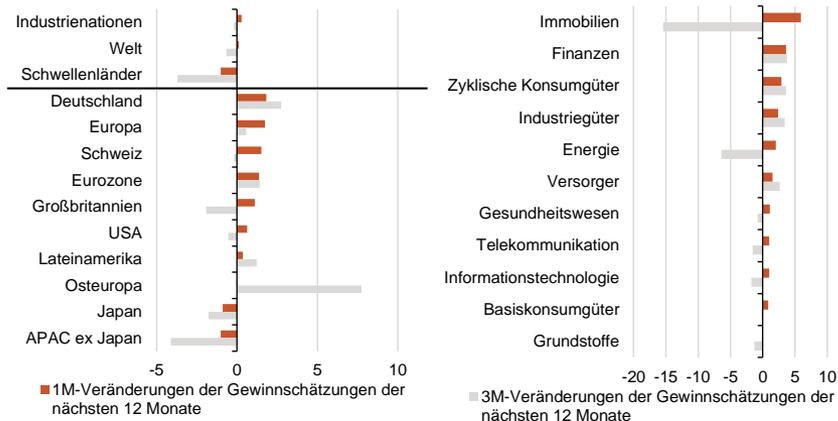
### Positive Gewinnrevisionen in Europa

- In den letzten vier Wochen sind die 12M-Gewinnaussichten für die Industrienationen leicht gestiegen und für die Schwellenländer gefallen.
- Auf regionaler Ebene wurden die Gewinnaussichten vor allem für Deutschland, Europa und die Schweiz merklich erhöht.
- Bei den europäischen Sektoren erfuhr Immobilien-, Finanz- und zyklische Konsumgüter-Titel die positivsten Gewinnrevisionen.

### Industrienationen 2023 mit besserem Gewinnwachstum

- Das Gewinnwachstum in den Industrienationen dürfte laut Analysten trotz vorsichtigem Ausblick der Unternehmen und zunehmenden Rezessionsorgen 2023 und 2024 positiv ausfallen. Dabei erwarten die Analysten 2024 ein deutliches Gewinnwachstum von knapp 10%.
- Schwellenländer wie Osteuropa und Lateinamerika dürften 2023 hingegen einen Rückgang der Gewinne verzeichnen.
- Das deutlichste Gewinnwachstum 2023 wird bei Finanztitel erwartet. Rohstofflastige Sektoren wie Grundstoffe und Energie dürften hingegen fallende Gewinne verzeichnen.

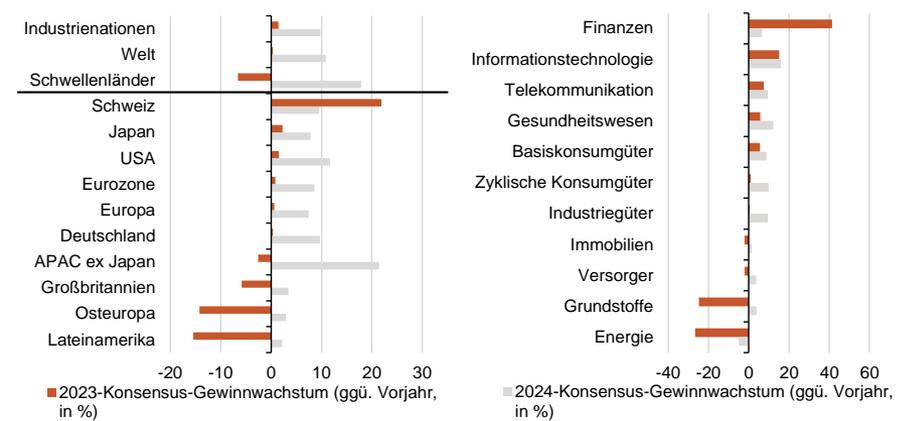
### Europa und Immobilien mit positiven Gewinnrevisionen



Quelle: Factset, MSCI Europa Sektoren

Stand: 23.05.2023

### Industrienationen stehen 2023 besser da



Quelle: Factset, MSCI Europa Sektoren

Stand: 23.05.2023

# Bewertung & Positionierung

## Anfälligkeit hat zugenommen

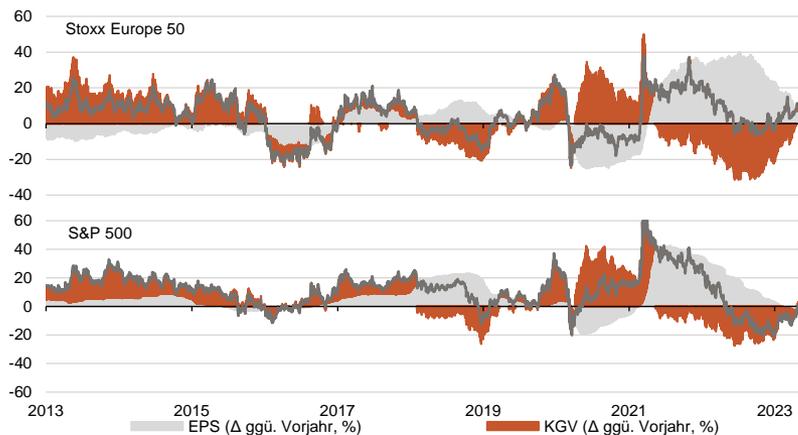


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Hohe Bewertungen trotz steigenden Renditen noch

- Nachdem der Stoxx Europa 50 schon seit mehreren Monaten eine positive rollierende 1-Jahres-Entwicklung verzeichnet, hat sich nun auch der S&P 500 angeschlossen. Getrieben wurde die Entwicklung zuletzt von einer Bewertungsausweitung.
- Aktien, insbesondere US-Aktien, sind bei diesen Bewertungslevel jedoch anfällig für eine Korrektur, sollten die Anleiherenditen weiter hoch bleiben oder sogar steigen, wie es zuletzt der Fall gewesen ist. Vorsicht ist daher angebracht.

### Aktien im Plus dank Bewertungsausweitung



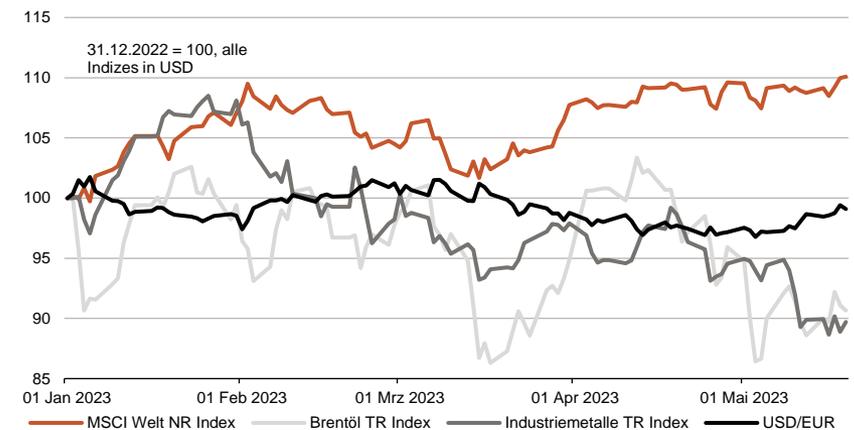
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2013 – 23.05.2023

### Am Ende kann nur einer Recht behalten

- Der „Pain Trade“ für vorsichtige Anleger ging zuletzt weiter. Aktien stiegen, getrieben durch systematische Strategien, Short-Covering und die Hoffnung auf eine sehr milde US-Rezession.
- Industriemetalle und Öl sind hingegen deutlich gefallen. Die China-Erholung enttäuscht bis dato. Zudem belasten Rezessionsängste. Sollte die Rezession ausbleiben, dürften Rohstoffmärkte deutliches Aufholpotenzial besitzen. Kommt es jedoch zu einer deutlicheren Rezession, dürften Aktienmärkte nicht immun sein und hätten Korrekturpotential.

### Aktienmärkte deutlich optimistischer als Rohstoffmärkte



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

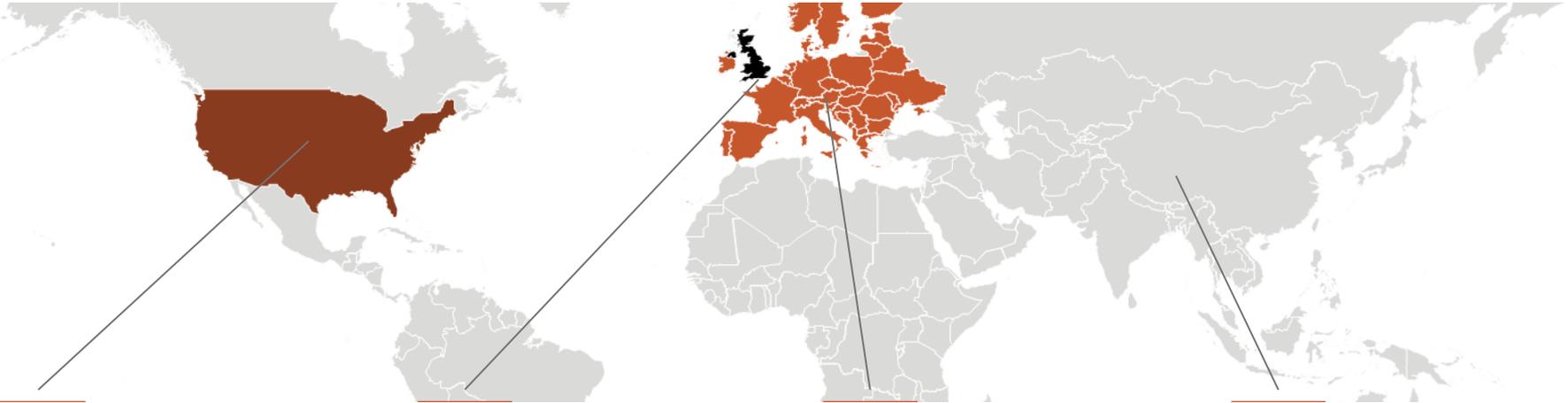
Zeitraum: 01.01.2023 – 23.05.2023

# Aktien Allokation

## Untergewicht ausgebaut



**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 Schwellenländern 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 kaum von dem konjunkturellen Rückenwind durch die Öffnung nach den Corona-Beschränkungen. Potenzial weiterhin vorhanden. Wir bleiben aktiv positioniert.

# Prognosen

## Einschätzungen für ausgewählte Indizes

Indexprognosen	Aktuell			Ø*
	25.05.2023	31.12.2023	30.06.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.151	4.150	4.350	4.734
DAX	15.794	16.200	17.300	19.554
Euro Stoxx 50	4.270	4.350	4.700	5.041
MSCI Großbritannien	2.169	2.350	2.500	2.609
<b>Indexpotenzial (in %)</b>				
S&P 500	-	0,0	4,8	14,0
DAX	-	2,6	9,5	23,8
Euro Stoxx 50	-	1,9	10,1	18,1
MSCI Großbritannien	-	8,3	15,2	20,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.05.2023

\*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

# 04 Anleihen



# Staatsanleihen

## Anleihemärkte bleiben skeptisch



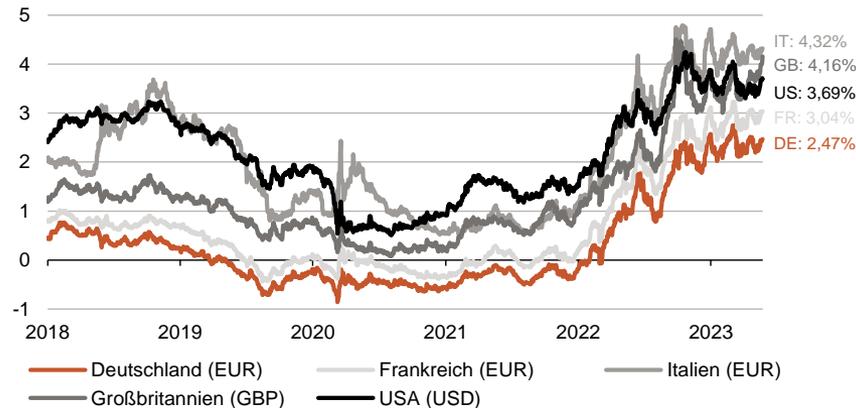
### Renditen im Bann des US-Schuldenstreits

- Während die Aktienmärkte durch die Hoffnungen auf eine baldige Zinswende, milde Rezession und Einigung im US-Schuldenstreit stiegen, sind die Anleihemärkte skeptischer.
- Denn die Inflation hält sich weiter hartnäckig hoch und der US-Arbeitsmarkt bleibt robust, sodass Fed-Zinssenkungen wieder ausgepreist werden. Während die Märkte noch auf konkrete Anzeichen einer Einigung zur US-Schuldengrenze warten, bewegten sich die Renditen sicherer Staatsanleihen im Aggregat erneut seitwärts.
- Britische Staatsanleihen erfuhren mit 40 Basispunkten über die letzten vier Wochen eine deutliche Renditeausweitung, nachdem die Inflation den Marktkonsens merklich übertraf.

### EZB und BoE länger restriktiver als US-Fed

- Für die künftige Fed-Politik preist der Markt derzeit Zinssenkungen von 200 Basispunkten ab November bis Ende nächsten Jahres. Weitere Einblicke in die künftige Zinspolitik gab das FOMC-Protokoll diese Woche: Die Fed-Mitglieder sind geteilter Meinung über die Erforderlichkeit weiterer Zinserhöhungen, fast alle sahen jedoch Aufwärtsrisiken für die Inflation.
- Die EZB und BoE dürften hingegen restriktiver bleiben. Der Markt preist derzeit knapp eine Zinserhöhung für die kommenden Zinsentscheidungen im Juni.
- Wir haben Anleihen und die Duration segmentübergreifend weiter ausgebaut und sind nun nahe neutral positioniert.

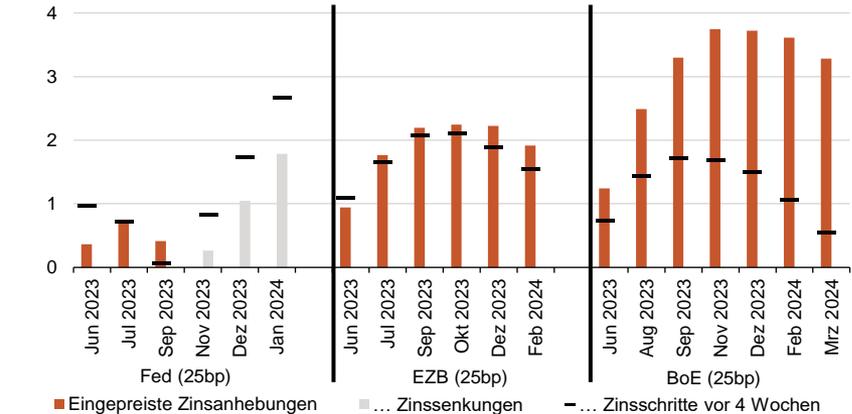
### Britische Staatsanleihen mit deutlicher Renditeausweitung



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 23.05.2023

### Erste US-Zinssenkungen ab November gepreist



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 23.04.2023 – 23.05.2023

# Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

## Kaum Bewegung bei EUR- und USD-Risikoaufschlägen



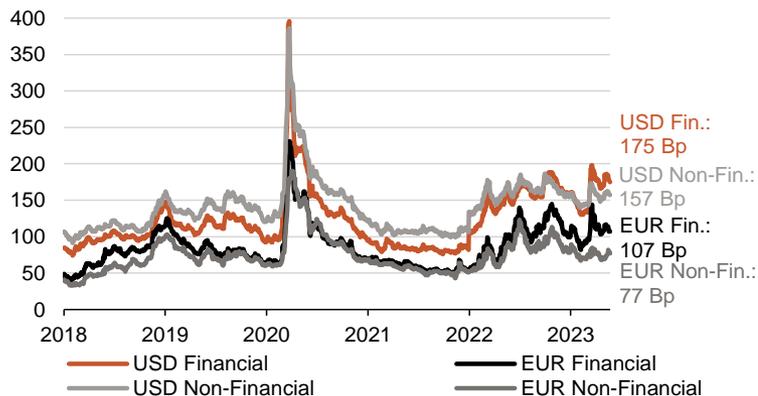
### Risikoaufschläge bei USD-Finanzanleihen weiter erhöht

- Nach der deutlichen Spreadausweitung im Zuge der Bankenturbulenzen im Frühling haben sich die Risikoaufschläge bei EUR-IG-Unternehmensanleihen über die letzten vier Wochen nur wenig verändert. Bei USD-IG-Unternehmensanleihen gab es ebenfalls kaum eine Veränderung der Risikoaufschläge.
- Dass unter der Oberfläche jedoch nicht alles überstanden ist, zeigen die Risikoaufschläge bei USD-Finanzanleihen, welche mit einem Abstand von knapp 45 Bp immer noch deutlich oberhalb des Jahrestiefs stehen.
- Weitere Durationserhöhungen bei hoher Kreditqualität erachten wir als zunehmend sinnvoll.

### Schwellenländer mit deutlichen Spreadausweitungen

- Die Risikoaufschläge bei Hochzinsanleihen bewegten sich zuletzt uneinheitlich. USD-Hochzinsanleihen verzeichneten eine Spreadausweitung von knapp 14 Bp über die letzten vier Wochen, bei EUR-Hochzinsanleihen gab es mit einem Rückgang von nur 3Bp kaum Veränderung.
- Regional gab es vor allem bei Hochzinsanleihen der Schwellenländer deutliche Spreadausweitungen.
- Schwellenländer-Hochzinsanleihen litten unter fallenden Rohstoffpreisen trotz des Ölpreisanstiegs über die letzten Tage, geopolitischen Risiken und dem bisher enttäuschenden konjunkturellen Rückenwind durch die Öffnung Chinas nach den Corona-Beschränkungen.

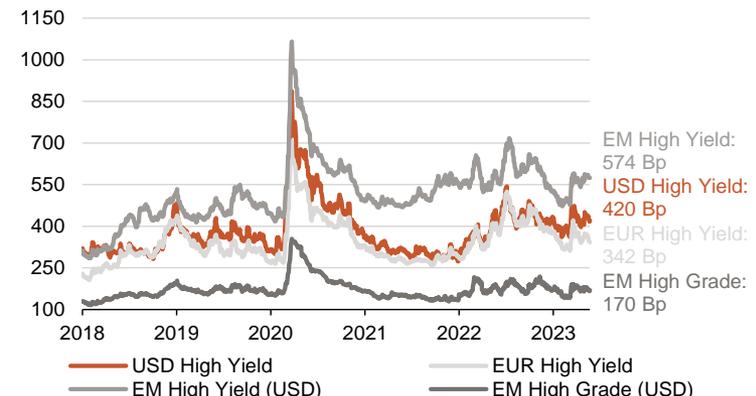
### USD-Finanz-Risikoaufschläge deutlich über Jahrestief



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 23.05.2023

### EM-Hochzinsanleihen mit merklicher Spreadausweitung



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 23.05.2023

# Kapitalmarktstrategie

## Anleihen



### Kernsegmente



#### Staatsanleihen Untergewichten

- Mit den gestiegenen Renditen und angesichts einer drohenden Rezession ist das Segment sicherer Staatsanleihen wieder attraktiver. Bei sicheren Anleihen bevorzugen wir Quasi-Staatsanleihen und gesicherte Pfandbriefe gegenüber reinen Staatsanleihen, da sie eine attraktive Mehrrendite bieten.
- In jeweils lokaler Währung bevorzugen wir trotz Schuldenkrise US- gegenüber deutschen Bundespapieren aufgrund des höheren Yields, kaum noch erwartetem Renditeanstieg und da die Fed im direkten Vergleich die Zinsen zuerst senken dürfte.



#### Unternehmensanleihen Übergewichten

- Unternehmensanleihen bleiben attraktiv gegenüber Staatsanleihen sowie Aktien. Dabei ziehen wir IG Anleihen angesichts einer möglichen Rezession, Aufwärtsdruck auf die Zinskosten der Unternehmen und bereits auskömmlicher Renditen, High Yield Investitionen vor.
- Da Spreadduration nicht hinreichend durch höhere Risikoaufschläge kompensiert wird, positionieren wir uns bei Unternehmensanleihen vorerst weiter kurz. Weiten sich die Risikoaufschläge weiter aus und signalisieren die Zentralbanken eine Kehrtwende, würden wir mittlere bis längere Laufzeiten bevorzugen.
- Bei Financials, insbesondere bei Banken, bleiben wir angesichts der Probleme im US-Bankensektor vorsichtig und konzentrieren uns auf die systemrelevanten europäischen Großbanken.



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590



### 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

	25.05.2023	31.12.2023		30.06.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
<b>USA</b>					
Leitzins	5,00-5,25	5,00-5,25	5,10	4,00-4,25	4,25
10J US-Rendite	3,82	3,60	3,37	3,80	3,29
<b>Eurozone</b>					
Leitzins	3,75	4,25	4,10	4,25	3,80
10J Bund-Rendite	2,52	2,70	2,22	2,80	2,08
<b>Großbritannien</b>					
Leitzins	4,50	4,75	4,65	3,50	4,10
10J Gilts-Rendite	4,37	4,10	3,36	4,00	3,23

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.05.2023

\*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe



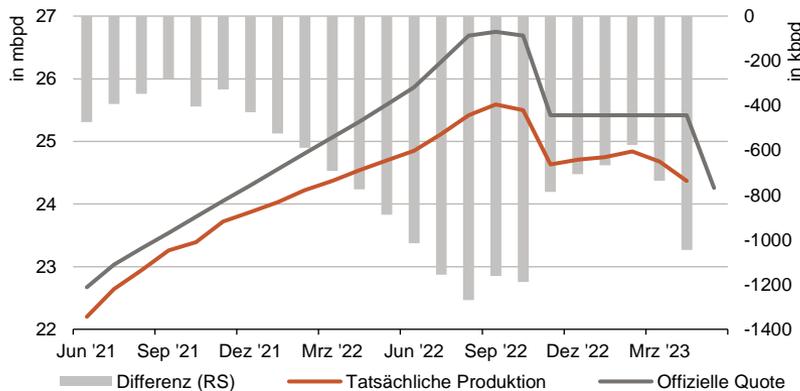
# Rohöl

## Preisbewegung entkoppelt von Angebot und Nachfrage

### Ölpreis schwankt weiter „nur“ volatil seitwärts trotz positiver Nachfrageentwicklung

- Rohöl erlebte einen weiteren volatilen Monat im Mai. Zunächst verlor Öl an nur zwei aufeinanderfolgenden Handelstagen fast 10%, und das obwohl negative Ölmarkt-spezifische Nachrichten ausblieben. In den darauffolgenden Wochen erholte sich der Ölpreis dann sukzessive wieder und steht aktuell mit 78 USD je Barrel leicht unter seinem Durchschnittspreis von 81 USD seit Jahresanfang. In Summe geht die volatile Seitwärtsbewegung also weiter.
- Fundamental deutet Vieles auf einen weiter knappen Ölmarkt. So bleibt das Angebot limitiert: Die Kern-OPEC scheint die selbst-verordnete Sonderkürzung i.H.v. 1,1mbpd einzuhalten und die US-Schieferölindustrie verzeichnet mittlerweile sogar eine rückläufige Bohraktivität im Jahresvergleich. Lediglich die Ölproduktion Russlands ist robuster als zunächst angenommen. Produktionssteigerungen scheinen aber auch hier unwahrscheinlich. Gleichzeitig zieht die Nachfrage weiter an. Entsprechend hat die IEA über die letzten Monate ihre Nachfrageprognose immer weiter angehoben. Insbesondere das Re-Opening in China kurbelt den Ölverbrauch kräftig an, wie hohe Importe und Raffineriedurchsätze zeigen.
- Ein Erklärungsgrund für die dennoch verhaltene Performance von Öl dürften systematische Anleger sein, die große Short-Positionen aufgebaut haben. Wenn sich die fundamentalen Öl-Daten beim Ausbleiben einer Nachfrageschwäche im Westen durchsetzen, hat Öl Aufwärtspotenzial, wenngleich sich die positiven Faktoren zum Teil schon materialisiert haben.

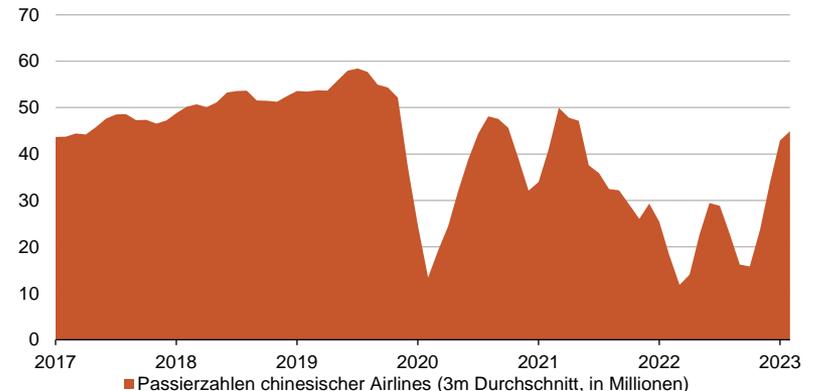
### OPEC mit weiteren Kürzungen seit Anfang Mai



Quelle: Bloomberg, EIA, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.06.2021 – 31.05.2023

### Flugverkehr in China hat bereits deutlich angezogen



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2017 – 30.04.2023

# Edel- und Industriemetalle

## Gold wichtiger, aber „teurer“ Portfoliobestandteil

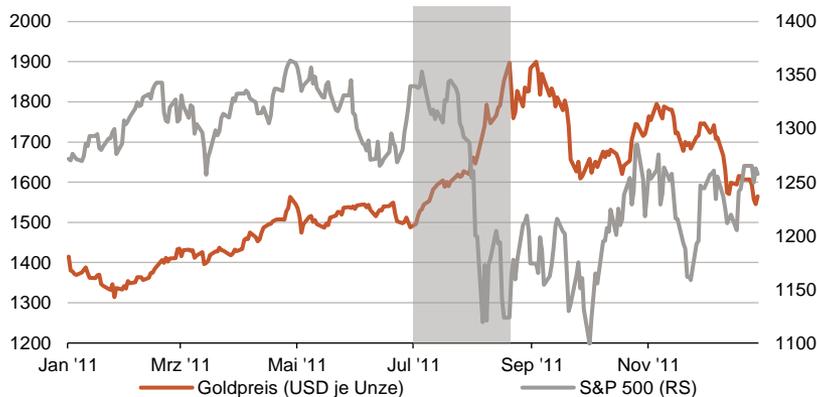


**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Gold bleibt teuer, aber eine gute Absicherung

- Gold stieg Anfang Mai mit den Sorgen um den US-Bankensektor losgelöst vom US-Dollar und den Realzinsen Richtung Allzeithoch, konnte es dann schlussendlich allerdings doch nicht durchbrechen. Mit abebbenden Bankensorgen, steigenden Realzinsen und einem festeren USD fiel Gold schließlich unter die Marke von 2000 USD je Unze.
- Gegenüber Realzinsen bleibt Gold ambitioniert bewertet. Für eine nachhaltige Rallye bräuchte es daher die Wende der Fed. Kurzfristig ist das Edelmetall nichtsdestotrotz ein wichtiger Portfoliobestandteil, denn die Risiken bleiben zahlreich. Insbesondere die Diskussion um die Anhebung der US-Schuldenobergrenze bietet Potenzial. Bei der letzten großen Eskalation in 2011 gewann Gold über 25% hinzu.

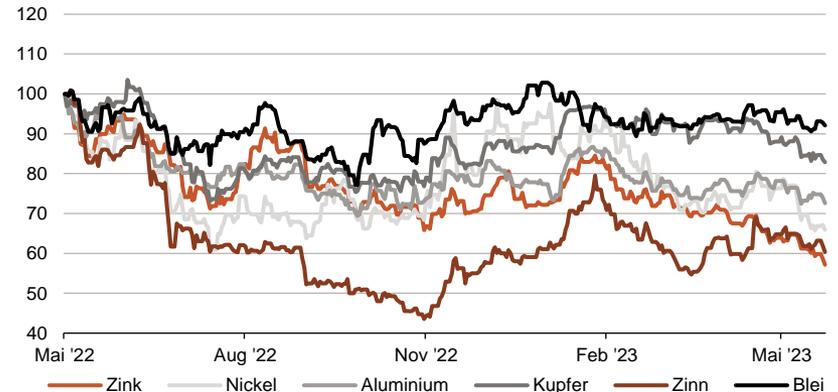
### Gold als starke Absicherung in 2011-Schuldendebatte



### Metallnachfrage: aufgeschoben ist nicht aufgehoben

- Nachdem sich viele Industriemetalle im April noch erstaunlich gut gehalten haben, ging es im Mai tendenziell abwärts. Gegenwind kam vor allem seitens sich eintrübender Frühindikatoren. So sind die Einkaufsmanagerindizes der Industrie in vielen Ländern gefallen und notieren unter Marke von 50. Außerdem haben spekulative Anleger z.B. in Kupfer ihre Short-Positionen ausgeweitet und so ebenfalls für Druck gesorgt.
- Mittlerweile dürften die Metallmärkte die Konjunkturschwäche größtenteils gepreist haben, trotzdem scheint kurzfristig das Potenzial begrenzt. Mittel- bis langfristig bleibt die Angebotsknappheit bei stark steigender Nachfrage getrieben durch die Energiewende weiter ungelöst, sodass sich nun zunehmend attraktive Einstiegsniveaus bieten.

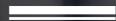
### Industriemetalle temporär unter Druck





# 06

## Währungen



# Marktentwicklung

## Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

### Schuldenlimit hält die Märkte in Atem

- Die Zeit für eine Einigung im Streit um eine höhere US-Schuldenobergrenze wird knapp. Ohne sie könnte es bereits Anfang Juni dazu kommen, dass die Staatsausgaben nicht mehr vollständig beglichen werden können. Wir rechnen damit, dass es in letzter Minute eine Einigung geben wird. Auch bleibt es nahezu sicher, dass die USA ihre Staatsschulden und Zinsen vollumfänglich bedienen werden.
- Dennoch werden die Marktakteure die Entwicklung des Disputes mit einiger Anspannung verfolgen. Bis eine Einigung im Schuldenstreit erreicht ist, muss deshalb mit erhöhter Volatilität gerechnet werden.

### Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2018 – 05/2023

### US-Dollar bleibt Weltleitwährung

- Der Streit um das Schuldenlimit fällt in eine Zeit, in der die Rolle des US-Dollars als Weltleitwährung infrage gestellt wird. Wie schon so oft kommt ein Abgesang auf den Dollar aber zu früh. Der US-Dollar ist als Transaktions- und als Reservewährung unangefochten die Nummer 1. Daran ändert sich auch nichts, wenn künftig einige Transaktionen weniger in USD abgewickelt werden. Insgesamt fehlt schlichtweg eine ernsthafte Alternative zur US-Währung.

### Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

# Prognosen

## Einschätzungen der wichtigsten Währungen



**BERENBERG**  
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

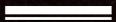
Wechselkursprognosen	25.05.2023	31.12.2023		30.06.2024	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,07	1,15	1,12	1,17	-
EUR/GBP	0,87	0,85	0,89	0,85	-
EUR/CHF	0,97	1,02	1,01	1,02	-
EUR/JPY	150	144	141	147	-
<b>Veränderung zum Euro (in %)</b>					
USD	-	-6,7	-4,2	-8,3	-
GBP	-	2,4	-2,2	2,4	-
CHF	-	-4,8	-3,8	-4,8	-
JPY	-	4,3	6,5	2,2	-

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 26.05.2023

\*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](http://www.berenberg.de)

[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)