



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

HORIZONTE *Handout*

Kapitalmarktausblick des Berenberg Wealth and Asset Management

Juli | 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. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>.

Datum 22.06.2023



Inhaltsverzeichnis

01	Kapitalmarkt und Asset Allokation kompakt Aktienmärkte anfälliger – es dürfte zäh bleiben	4
02	Volkswirtschaft Konjunktur doch schwächer als erwartet – Eurozone mit technischer Winter-Rezession	9
03	Aktien Gefahr eines Rücksetzers nimmt zu	14
04	Anleihen Anleihemärkte bieten weiterhin Ertragschancen	20
05	Rohstoffe Rohstoffe pessimistischer als andere Anlagen	25
06	Währungen Der Euro profitiert von den Zentralbanksitzungen und steigt wieder auf 1,09 US-Dollar je Euro	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



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 (23.05.23 - 20.06.23)	■ YTD (30.12.22 - 20.06.23)	20.06.22	20.06.21	20.06.20	20.06.19	20.06.18
Aktien Industrienationen	3,1	11,9	15,5	-3,3	27,9	3,8	7,9
Globale Wandelanleihen	3,0	5,8	5,2	-15,4	33,1	14,6	-1,2
Aktien Emerging Markets	2,5	5,1	0,6	-15,1	30,7	-1,7	1,5
Industriemetalle	1,9	-11,3	-13,6	29,1	36,5	-6,1	-11,8
REITs	0,8	-2,4	-9,1	-2,2	17,9	-11,4	19,3
EUR Unternehmensanleihen	0,5	2,3	1,3	-13,8	3,4	-0,2	4,4
Aktien Frontier Markets	0,3	2,2	-6,4	-5,7	28,8	-10,2	4,6
EUR Staatsanleihen	0,3	1,8	-1,6	-9,3	0,4	0,7	3,3
Euro-Übernachteinlage	0,2	1,2	1,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
USD/EUR-Wechselkurs	-1,4	-1,9	-3,7	12,9	-5,8	1,0	2,5
Brent	-1,7	-9,8	-21,5	106,1	59,6	-34,3	-7,5
Gold	-3,4	4,0	1,3	17,6	-4,6	26,8	12,3

Aktien Industrienationen: MSCI World; Aktien Emerging Markets: MSCI Emerging Markets; Aktien Frontier Markets: MSCI Frontier Markets; REITs: MSCI World REITs Index;
 EUR Staatsanleihen: IBOXX Eurozone Sovereign 1-10J TR; EUR Unternehmensanleihen: IBOXX Euro Corporates Overall TR;
 Globale Wandelanleihen: SPDR Convertible Securities ETF; Gold: Gold US Dollar Spot; Brent Rohöl: Bloomberg Brent Crude Subindex TR;
 Industriemetalle: Bloomberg Industrial Metals Subindex TR; Euro-Übernachteinlage: ICE BofA Euro Overnight Deposit Rate Index; USDEUR: Preis von 1 USD in EUR.

Kapitalmarkt kompakt

Ausblick nach Anlageklassen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Volkswirtschaft



- Deutschland und die Eurozone nach Abwärtsrevisionen der BIP-Daten nun doch mit technischer Winter-Rezession.
- Inflation sinkt in der Eurozone und in den USA stärker als erwartet. In Großbritannien bleibt die Teuerung sehr hartnäckig.
- EZB, BoE und Fed werden noch weiter straffen. Das Wording von EZB und Fed war zuletzt überraschend „hawkish“.

Aktien



- Gewinnwachstumserwartungen nahe Null sind für 2023 wohl realistisch. 2024 dürfte besser werden.
- Der drohende Liquiditätsentzug dürfte in den kommenden Monaten die Bewertungen deckeln.
- Wir sehen für Q3 eine erhöhte Rücksetzergefahr. Allerdings dürfte das Abwärtspotenzial positionierungsbedingt begrenzt sein.

Anleihen



- Sichere Staatsanleihen bieten in den USA und Großbritannien größere Ertragsmöglichkeiten als in Deutschland.
- Bei europäischen Unternehmensanleihen bevorzugen wir kurzlaufende Papiere aus dem Investmentgrade-Segment.
- Bei Schwellenländern bleiben Anleihen in Lokalwährung unsere klaren Favoriten. Wir sind bei Anleihen nahe neutral gewichtet.

Alternative Investments / Rohstoffe



- Ölpreisentwicklung von Fundamentaldaten entkoppelt. Erholung steht trotz positiver Entwicklungen noch aus.
- Gold bewegt sich im letzten Monat seitwärts. Fed-Wende nötig für nachhaltigen Aufwärtstrend.
- Industriemetalle fallen nach kurzer Erholung weiterhin. Lagerbestände gering, Nachfrage steigt durch Energiewende.

Währungen



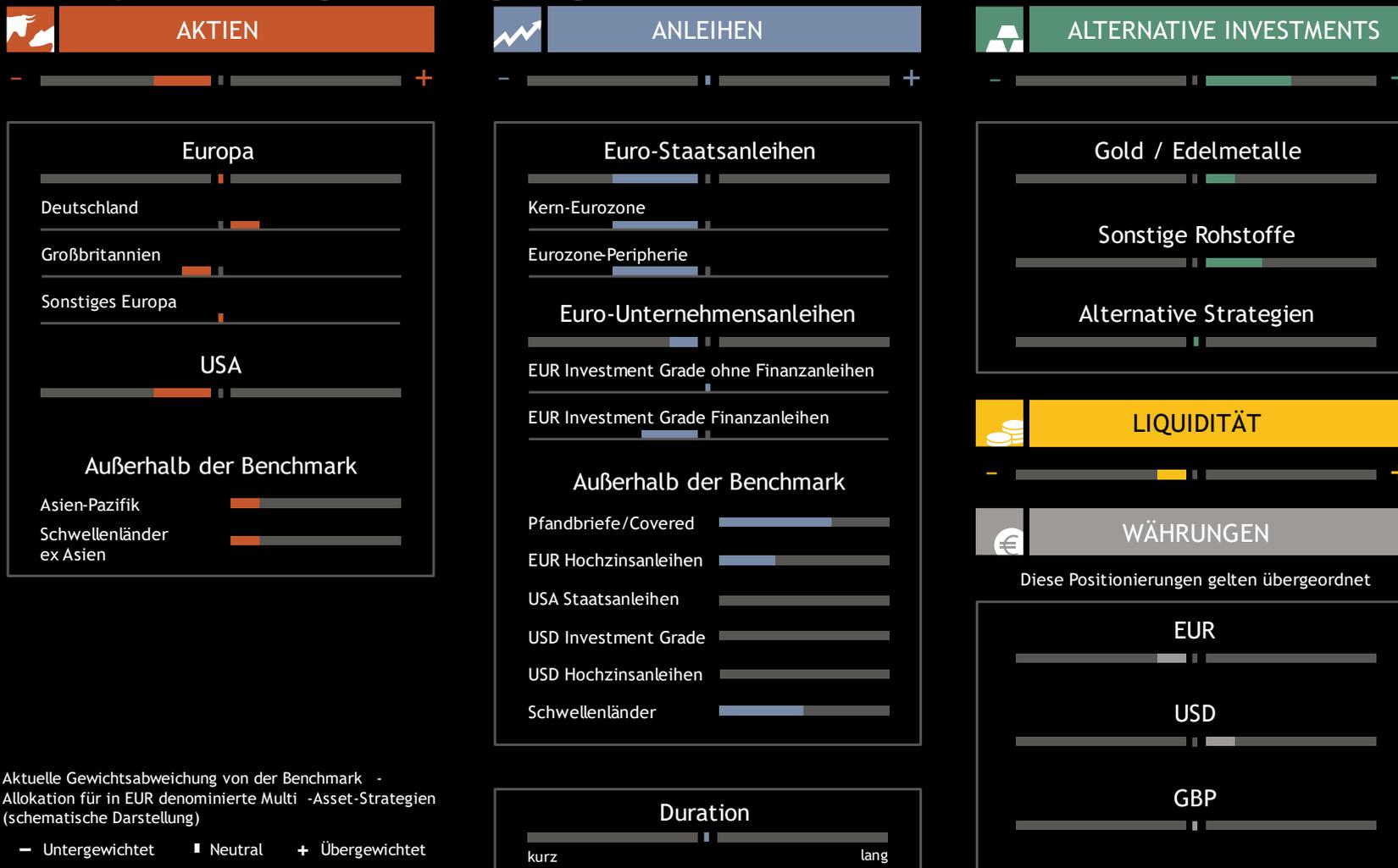
- Nach zwischenzeitlichem Rücksetzer kann der Euro nach den Zentralbanksitzungen wieder zulegen.
- Die Zinsentscheidungen von Fed und EZB fielen wie erwartet aus. Die Ausblicke waren aber überraschend „hawkish“.
- Der Schweizer Franken bleibt hoch bewertet. Die Inflationsrate ist unterdessen wieder fast auf 2 % gesunken.



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



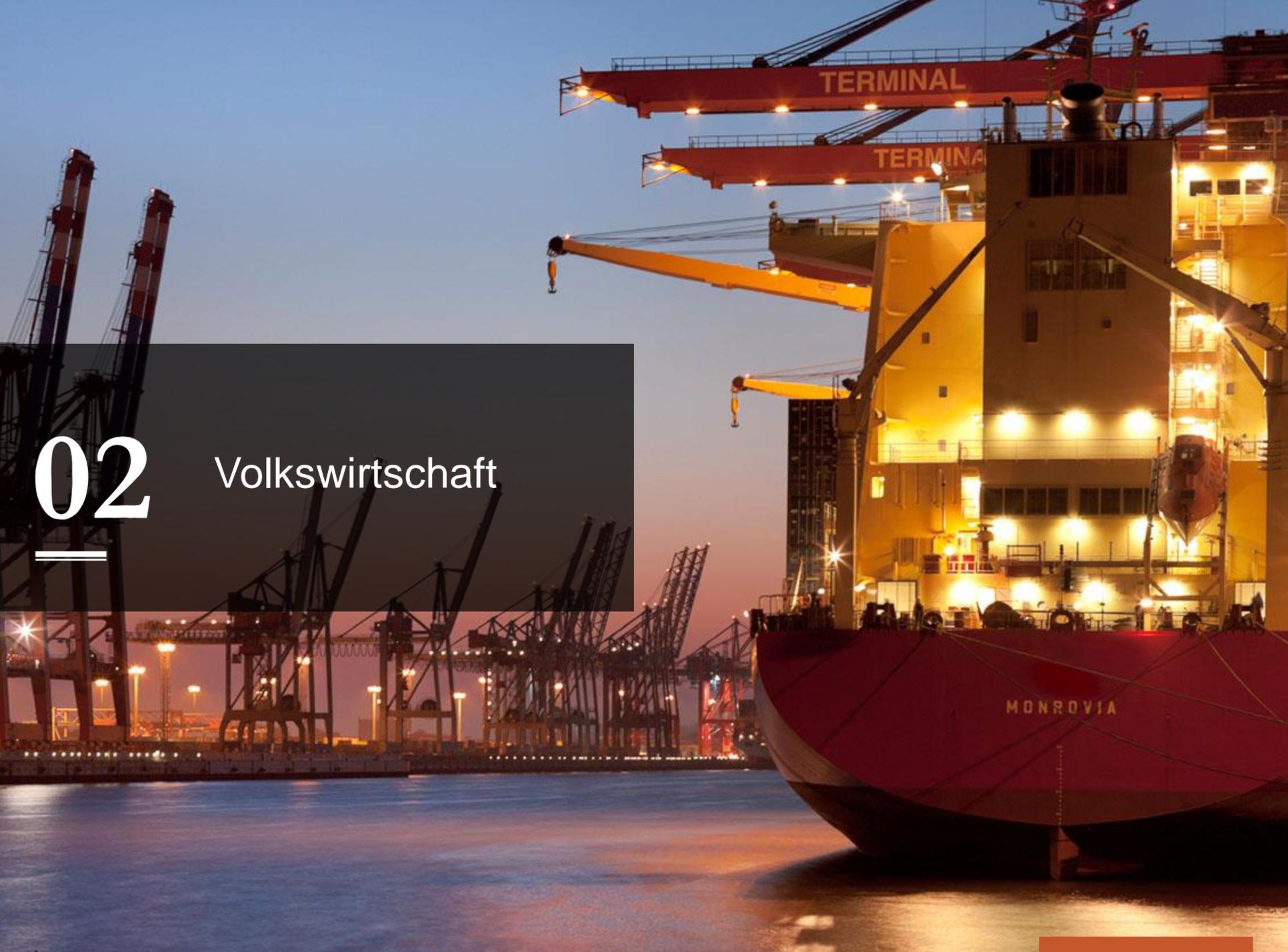
BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

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 – 19.06.2023
Hinweis: Die dargestellten historischen Wertentwicklungen stellen keinen verlässlichen Indikator für eine zukünftige Entwicklung dar.

- Nach dem fulminanten Jahresstart reduzierten wir die Aktienquote im ersten Quartal ab Februar in mehreren Schritten von einem leichten Übergewicht auf ein leichtes Untergewicht. Im zweiten Quartal nutzten wir Stärkephasen für weitere Reduktionen auf ein nunmehr moderates Untergewicht.
- Im Gegenzug haben wir die Anleihe Seite weiter ausgebaut. Angesichts der Konjunkturrisiken und dem absehbareren Ende der Zinserhöhungen haben wir die Zinsduration auf nahe neutral angehoben. Auch die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen guter Qualität erachten wir als attraktiv, bleiben hier aber bei kürzeren Laufzeiten, denn auch Risikoprämien oberhalb des historischen Medians könnten sich bei Konjunkturschwäche weiter ausweiten. Insgesamt haben wir das Kreditrisiko zu Gunsten des Zinsrisikos reduziert, beispielsweise durch den Ausstieg aus USD-Hochzinsanleihen. Schwellenländeranleihen, besonders in Lokalwährung, bleiben attraktiv angesichts höherer Realzinsen und der Chance auf frühere Zinssenkungen.



02

Volkswirtschaft

Eurozone

Konjunktur- und Preisentwicklung

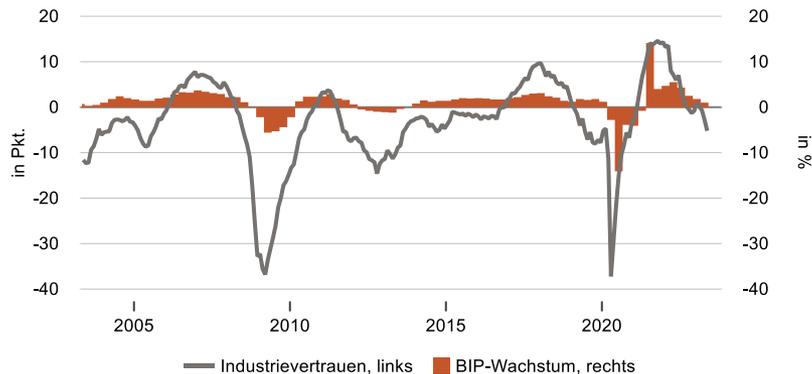


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Technische Rezession

- Die Wirtschaft der Eurozone schrumpfte sowohl in Q1 2023 als auch in Q4 2022 um 0,1% qoq. Nachdem Eurostat seine früheren Schätzungen für Q4/2022 (Stagnation) und +0,1 % qoq für Q1/2023 nach unten revidiert hat, erfüllt die Eurozone damit die Definition einer "technischen" Rezession mit zwei vierteljährlichen BIP-Rückgängen in Folge.
- Der Streit um die Reform des Stabilitätspaktes geht weiter. Die Frontlinie verläuft zwischen den eher moderat verschuldeten Ländern, die klare und verbindliche Regeln für den Schuldenabbau wollen und den hoch verschuldeten Ländern, die möglichst weiche und länderindividuelle Abbauziele bevorzugen.

Eurozone BIP-Wachstum und Industrier Vertrauen



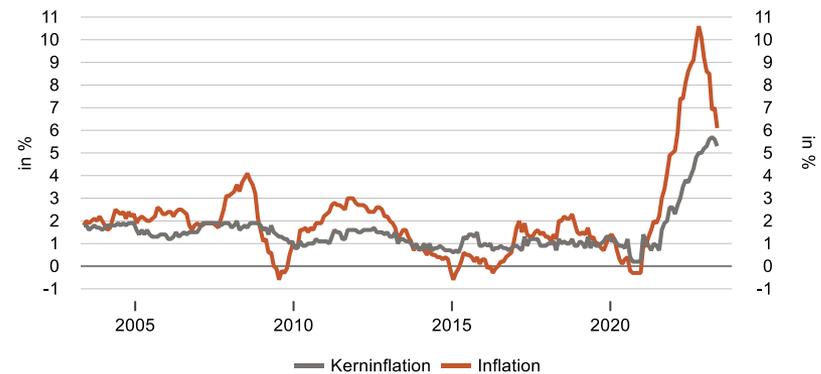
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

Inflation sinkt stärker als erwartet, bleibt aber hoch

- Die Inflationsrate in der Eurozone ist im Mai von 7,0 % auf 6,1 % gefallen und liegt damit unter der Reuters-Konsenserswartung von 6,3 %. Die Inflationszahlen variieren stark zwischen den Mitgliedsstaaten. Während Luxemburg nur eine Inflationsrate von 2,0 % aufweist, hat Lettland eine Inflationsrate von 12,3 %. Abgesehen von Malta und den Niederlanden gingen die Inflationszahlen jedoch im Mai in allen Mitgliedsstaaten zurück.
- Die EZB sieht ihren Kampf gegen die Inflation folgerichtig noch nicht als beendet an. Sie hat die Leitzinsen vergangene Woche um 25 Basispunkte angehoben und dürfte noch mindestens einen weiteren Schritt machen. Der Einlagezins beträgt nun 3,50 %.

Eurozone Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

Großbritannien

Konjunktur- und Preisentwicklung

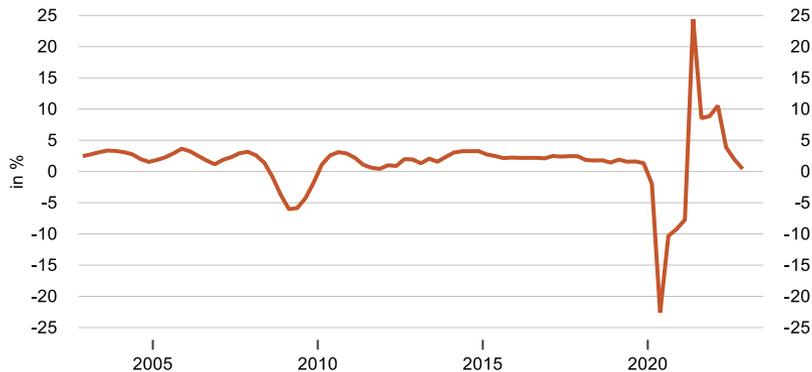


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Stagnation statt Rezession

- Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist in Q1/2023 um 0,1 % gestiegen (leicht über unserer Erwartung von 0 %). Der reale Konsum der Haushalte hat um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zugelegt. Die Unternehmensinvestitionen sind um 0,7 % gestiegen, liegen jedoch weiterhin 1,4 % unter dem Vor-Corona Niveau. Wir prognostizieren ein Wachstum des BIP im Jahr 2023 von 0,4 % und im Jahr 2024 von 1,2 %.
- Die Verbraucher geben nach dem Ende der Pandemie Geld aus, um Spaß zu haben. Das stützt das BIP, treibt aber gleichzeitig die Dienstleistungsinflation.

Großbritannien BIP-Wachstum (ggü. Vorjahr)



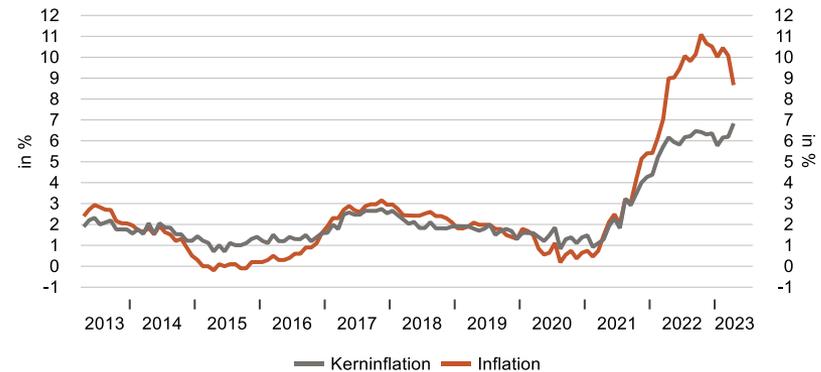
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 12/2002 – 12/2022

Hartnäckige Inflation

- Den vierten Monat in Folge hat sich die Inflation hartnäckiger gezeigt als erwartet. Im Mai blieb die Inflation wie schon im Vormonat bei 8,7 %. Erwartet worden war ein Rückgang auf 8,3-8,4 %. Zudem ist die Kernrate der Inflation von 6,8 % auf 7,1 % gestiegen. Das ist der höchste Wert seit März 1992. Für die Kernrate lag die Erwartung auf Höhe des Vormonatswertes bei 6,8 %
- Die Bank of England steht dadurch unter Zugzwang, die Geldpolitik noch stärker zu straffen als bisher gedacht.

Großbritannien Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2013 – 05/2023

USA

Konjunktur- und Preisentwicklung

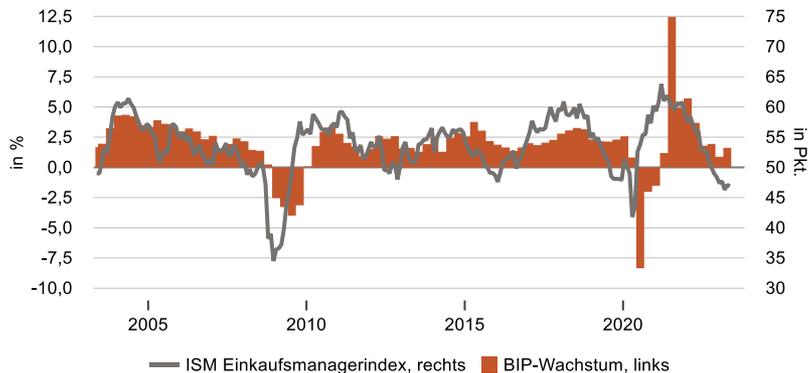


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Gemischte Arbeitsmarktdaten

- Die Beschäftigung ist im Mai um 339.000 gestiegen. Die Stundenlöhne haben nur leicht um 0,3 % im Vergleich zum Vormonat zugelegt.
- Trotz der zunehmenden Verlangsamung des durchschnittlichen Stundenlohnanstiegs, steigen die Löhne weiterhin deutlich schneller an, als es mit einer Inflation von 2 % auf lange Sicht vereinbar wäre. Die Arbeitslosenquote hat sich von 3,4 % im Vormonat auf 3,7 % erhöht. Das ist der höchste Wert seit Oktober, im historischen Vergleich aber immer noch ein extrem niedriger Wert.

USA BIP-Wachstum und Einkaufsmanagerindex



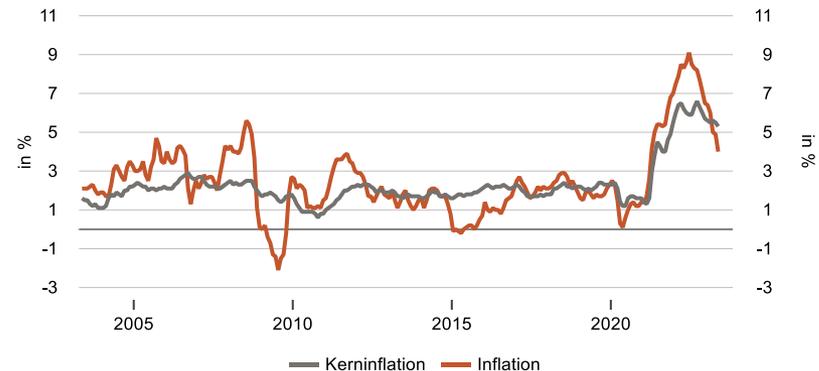
Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2002 – 05/2023

Solider Einzelhandel, schwächere Industrieproduktion

- Der starke Arbeitsmarkt und die Lohnzuwächse haben zu kräftigen Zuwächsen bei den Arbeitseinkommen geführt. Zusammen mit den hohen, aber schwindenden Überschussersparnissen haben sie die die Verbraucher Ausgaben gestützt. Die Einzelhandelsumsätze stiegen im Monatsvergleich um 0,3 %. Schaut man auf die Details, zeigt sich das Bild einer soliden, aber sich abkühlenden Nachfrage.
- Die Industrieproduktion ging im Mai leicht um 0,2 % zurück. Die nachlassende Nachfrage nach Industriegütern, die steigenden Lagerbestände der Kunden und die ungewisseren Aussichten veranlassen die Hersteller zur Vorsicht und zur Drosselung der Produktion.

USA Inflation (ggü. Vorjahr)



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 05/2003 – 05/2023

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

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 20.06.2023

* 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 geboten

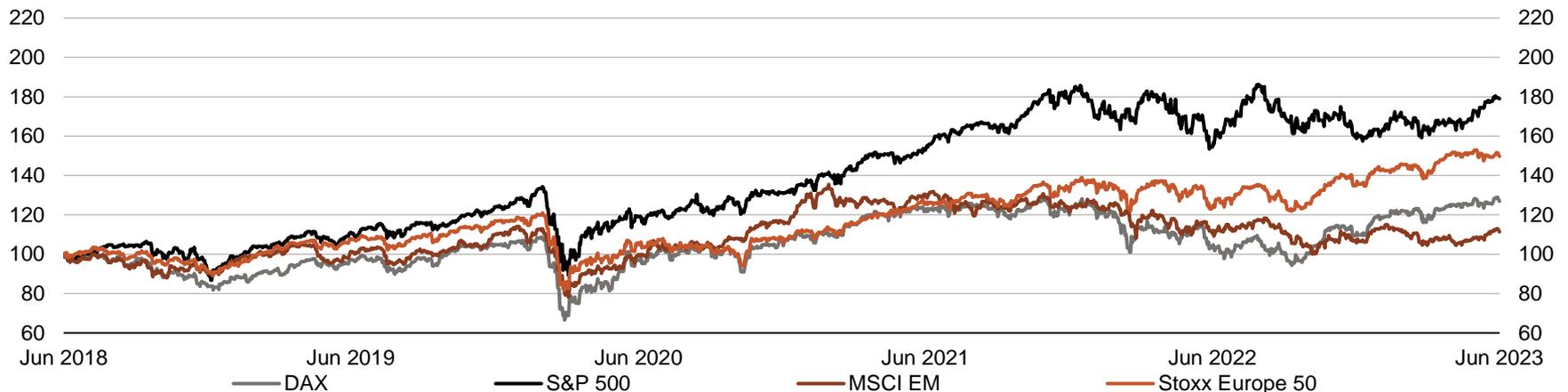


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Erhöhte Rücksetzergefahr über den Sommer

- Die Märkte wurden zuletzt nur von wenigen Titeln getragen, insbesondere in den USA. Die geringe Marktbreite signalisiert keine hohe Überzeugung der Anleger und mahnt neben der restriktiven Zentralbankpolitik und negativen Frühindikatoren für die Wirtschaft weiterhin zur Vorsicht. Innerhalb der Aktienregionen könnten Schwellenländer am positivsten überraschen. Die Anlegerstimmung sowie Gewinnerwartungen sind hier tendenziell negativ.
- Die starke Outperformance von europäischen gegenüber US-Aktien seit Oktober könnte zumindest pausieren. Zum einen sind viele Anleger in Europa schon stärker positioniert, auch weil sie Europa als Proxy-Trade für China verwendet haben. Zum anderen dürfte die Fed schon weiter im Straffungszyklus als die EZB sein und folglich wieder schneller mit einer lockeren Geldpolitik beginnen. US-Aktien profitieren zudem auch deutlich stärker als europäische Aktien vom KI-Boom. Für Europa spricht jedoch nach wie vor die relative Bewertung. Insgesamt erachten wir sowohl das Aufwärts- (fundamental) als auch das Abwärtspotenzial (Positionierung) für Aktien als begrenzt. Nach einem Rücksetzer über die nächsten Monate könnte es entsprechend wieder zu einer Erholung zum Jahresende kommen, wenn der Markt Richtung 2024 schaut.

Wertentwicklung ausgewählter Aktienindizes



Quelle: Bloomberg; Wertentwicklung in EUR skaliert auf 100

Zeitraum: 20.06.2018 – 20.06.2023

Unternehmensgewinne

Optimistische Gewinnerwartungen für 2024



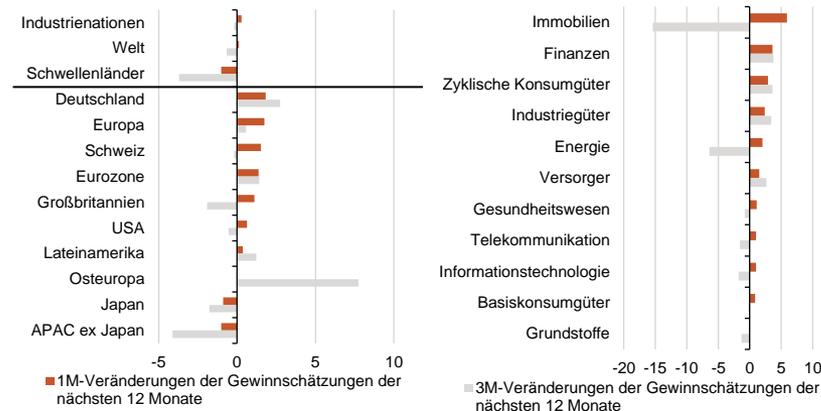
Global kaum Gewinnrevisionen

- In den letzten vier Wochen haben die Analysten auf globaler Ebene kaum die Gewinnerwartungen verändert. Unter der Oberfläche gab es jedoch deutliche Veränderungen. Osteuropa, Lateinamerika und Japan erfuhren deutlich positive und Großbritannien deutlich negative Gewinnrevisionen.
- Steigende Löhne und Refinanzierungskosten der Unternehmen, zusammen mit einer wohl rückläufigen Preissetzungsmacht aufgrund von Disinflation und das bis dato Ausbleiben einer starken China-Erholung dürften aber das Gewinnwachstum limitieren – vor allem für einen Großteil der zyklischen Unternehmen.

Bessere Aussichten Richtung 2024

- Die Q1-Berichtssaison überraschte positiv. Das Gewinnwachstum dürfte trotz anhaltender Rezessionsorgen 2023 und 2024 in den Industrienationen insgesamt positiv ausfallen. Dabei erwarten die Analysten 2024 ein Gewinnwachstum von knapp 10 %. Für die Schwellenländer geht der Konsens nach einer Gewinnrezession dieses Jahr von einer noch deutlicheren Erholung 2024 aus.
- Wir sind zwar auch positiver für 2024 als für 2023 gestimmt, es dürfte jedoch nicht einfach für die Unternehmen werden, die optimistischen Prognosen für 2024 nach oben zu übertreffen.

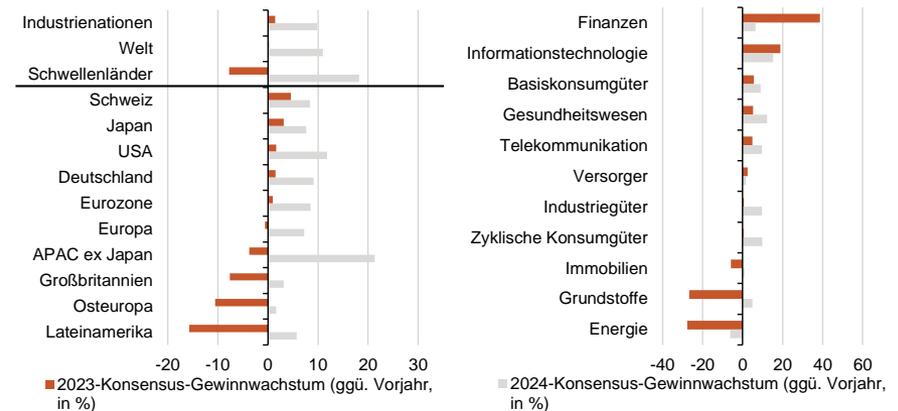
Kaum Gewinnrevisionen auf globaler Ebene



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 20.06.2023

Analysten optimistisch für 2024



Quelle: Bloomberg, MSCI Europa Sektoren

Stand: 20.06.2023

Bewertung & Positionierung

Bewertungsbezogen nur wenig Luft nach oben



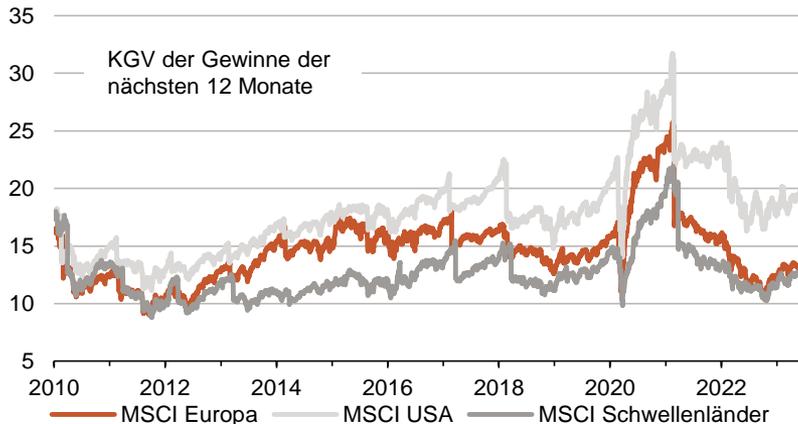
Bewertungsausweitung hielt an

- Trotz zunehmender quantitativer Drosselung der Zentralbanken kam es jüngst zu einer Bewertungsausweitung. Das Forward-KGV für den S&P 500 ist seit Jahresanfang von 17 auf 20 gestiegen, bei volatilen, aber nahezu gleichbleibenden 10J-Treasury-Zinsen. Damit sind US-Aktien nun wieder im Vergleich zur eigenen Historie und gegenüber Anleihen hoch bepreist. Europäische Aktien sind trotz der YTD-Rallye immer noch günstig im Vergleich zur eigenen Historie.
- Bewertungs-technisch dürfte kaum noch Luft nach oben sein, zumal einige bewertungsinsensitive Strategien wie CTAs nun bereits deutlicher in Aktien investiert sind.

Optimismus ist zurück

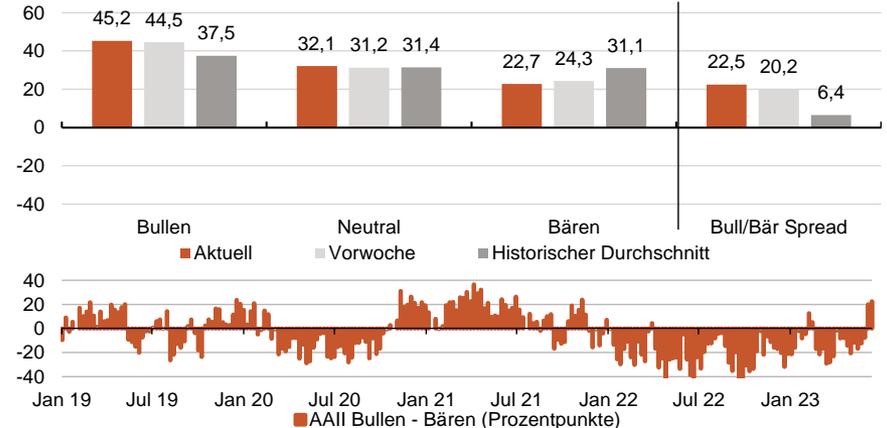
- Der anfängliche KI-Hype ist im Begriff in generelle Euphorie umzuschlagen. Viele Aktienindizes haben in den letzten Wochen neue Jahreshöchststände erreicht, was zu wiedergewonnenem Optimismus bei den Privatanleger führte.
- Der Übergang von Pessimismus zu Optimismus war dabei nicht schleichend. Ein Bull/Bär-Spread bei der Stimmung von US-Privatanleger von über 20 Pp an zwei aufeinanderfolgenden Wochen gab es zuletzt im April 2021.

Für die USA ist schon viel Positives gepreist



Zeitraum: 01.01.2010 – 20.06.2023

Kehrtwende bei der Stimmung der US-Privatanleger



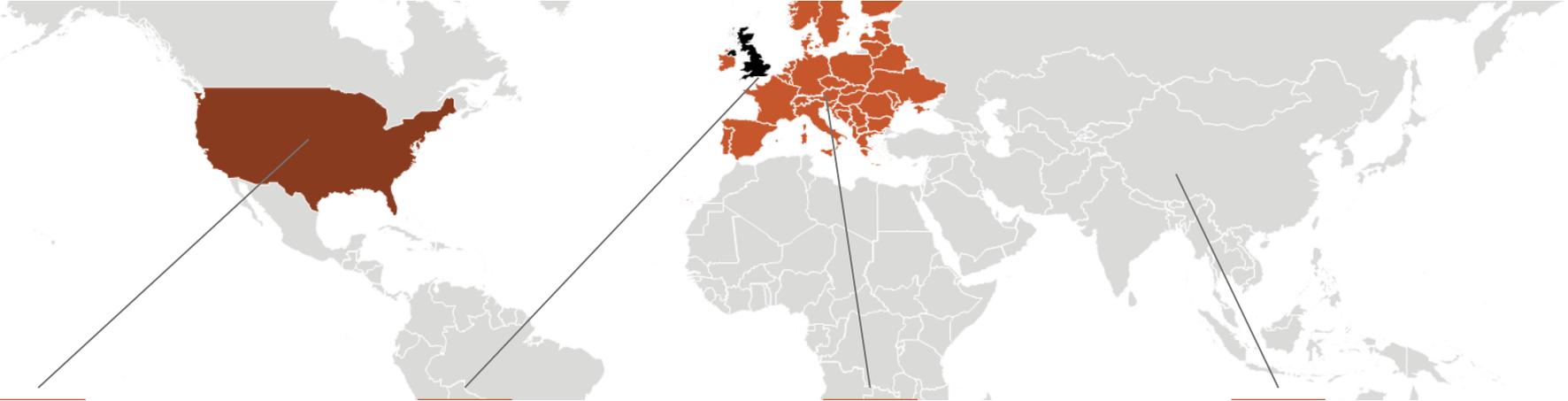
Zeitraum: 23.07.1987 – 16.06.2023

Aktien Allokation

Schwellenländer mit Überraschungspotenzial



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 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 weiterhin profitieren.
- 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 litten unter den zu hohen Erwartungen nach der Wiederöffnung. Positives Überraschungspotenzial bei pessimistischer Positionierung der Anleger vorhanden.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Indizes

	Aktuell			Ø*
Indexprognosen	20.06.2023	31.12.2023	30.06.2024	in 12 Monaten
S&P 500	4.389	4.300	4.600	4.799
DAX	16.111	16.200	17.300	19.673
Euro Stoxx 50	4.343	4.350	4.700	5.052
MSCI Großbritannien	2.163	2.200	2.350	2.595
Indexpotenzial (in %)				
S&P 500	-	-2,0	4,8	9,3
DAX	-	0,6	7,4	22,1
Euro Stoxx 50	-	0,2	8,2	16,3
MSCI Großbritannien	-	1,7	8,6	19,9

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 20.06.2023

*Durchschnitt basierend auf Bottom-Up Schätzungen

04 Anleihen



Staatsanleihen

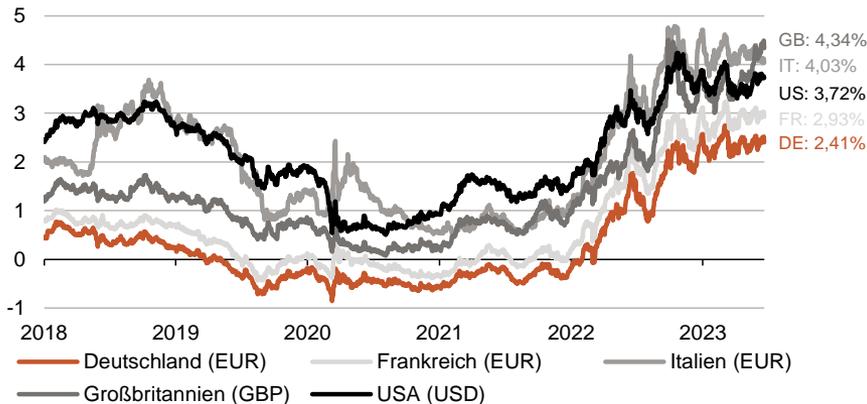
Anleihemärkte bieten weiterhin Ertragschancen



Zinsduration auf neutrale Gewichtung

- Die Renditen bonitätsstarker Staaten bewegten sich im zweiten Quartal überwiegend aufwärts, relevante Kursgewinne gab es nicht zu erzielen. Britische Gilts verzeichnen seit Jahresbeginn sogar eine negative Entwicklung.
- Die großen Notenbanken lieferten zuletzt keine Überraschungen – die Europäische Zentralbank hob ihre Leitzinsen an, die US Fed pausierte. Vor dem Hintergrund von Konjunkturrisiken sind Emittenten hoher Bonität auch mit längerer Laufzeit zur Absicherung im Gesamtportfoliokontext interessant. Unsere Zinsduration haben wir daher auf eine nahezu neutrale Gewichtung angehoben, während wir bezüglich Risikoprämien („Spread Duration“) angesichts möglicher Ausweitungen zurückhaltend bleiben.

Renditen britischer Gilts nähern sich Corona-Hochs



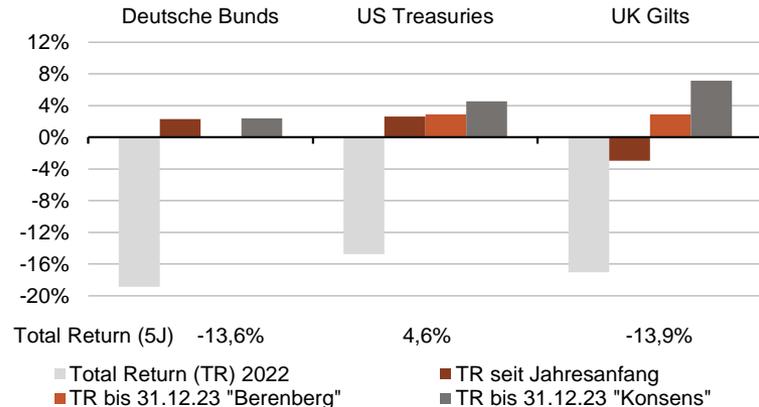
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 20.06.2023

Nicht-Euro-Staatsanleihen in Lokalwährung attraktiv

- Anhaltende Rezessionssorgen und Inflationsraten, die sich noch immer deutlich über den von den Notenbanken angestrebten Niveaus befinden, sorgen für teils konträre Signale. Im Euroraum werden weiter steigende Leitzinsen einerseits und Rezessionssorgen andererseits in gegensätzlicher Richtung wirken, während in den USA zunächst ebenfalls eine Zinserhöhung zu erwarten ist, der aber bereits im Dezember eine erste Senkung folgen könnte.
- Wir rechnen damit, dass sich in jeweiliger Lokalwährung sowohl britische als auch US-Staatsanleihen besser als deutsche Bundespapiere entwickeln werden.

Ausblick für Bunds am schwächsten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, iBoxx-Staatsanleihe-Indizes (7–10 Jahre, TR)

Zeitraum: 20.06.2018 – 20.06.2023

Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

Die Rückkehr des Zinses schafft Opportunitäten

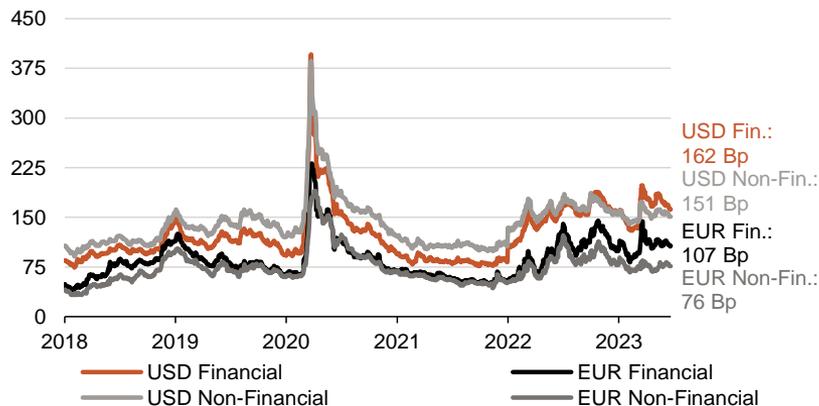


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Unternehmensanleihen: langweilig gut

- Die Risikoaufschläge bei IG-Unternehmensanleihen haben sich in den letzten zwei Wochen nur leicht bewegt. Vorausblickend sollten weiter solide Kreditkennzahlen, eine aktive Neuemissionstätigkeit und moderate Zuflüsse in europäische Unternehmensanleihefonds unterstützen.
- Angesichts eines möglichen wirtschaftlichen Abschwungs, des Aufwärtsdrucks auf die Zinskosten der Unternehmen und bereits auskömmlicher Renditen im IG ziehen wir Investitionen in Hochzinspapieren vor. Bei anhaltend inversen Zinskurven positionieren wir uns unverändert kurz. Sobald sich jedoch in der Zinspolitik der Notenbanken eine Kehrtwende abzeichnen sollte, würden wir mittlere bis längere Laufzeiten bevorzugen.

EUR- und US-Risikoaufschläge zuletzt gesunken



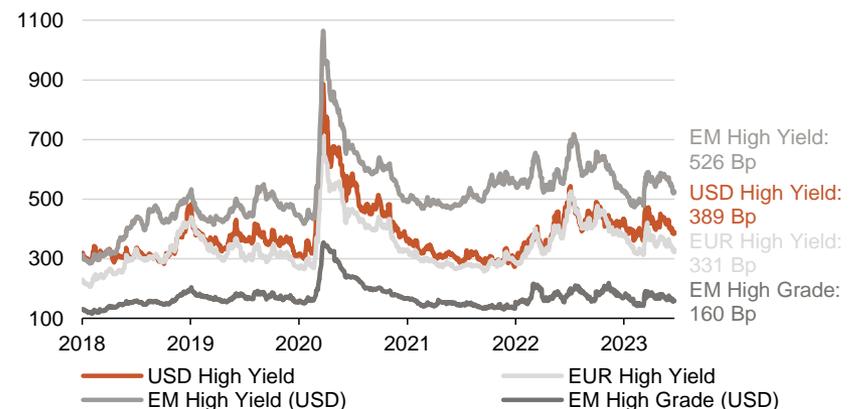
Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 20.06.2023

Schwellenländer: Lokalwährungen weiterhin Favorit

- Während sich das Lokalwährungssegment positiv entwickelte, litt das Hartwährungssegment. Sinkende Inflationszahlen, gepaart mit positiven Realzinsen, insbesondere in Lateinamerika, waren die Treiber für die Outperformance des Lokalwährungssegments, welches im Vergleich zu Hartwährungsanleihen bei geringerer Duration eine attraktive laufende Verzinsung bietet.
- Laufen die Zinserhöhungszyklen in den Schwellenländern schneller als in den USA und Europa aus, dürfte zudem neben laufender Verzinsung auch Preisperformance an Bedeutung gewinnen. Eine sukzessive Erhöhung der Duration für Lokalwährungsanleihen erscheint uns daher im Verlauf des zweiten Halbjahres als opportun.

Rückgang der Risikoprämien bei EM



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2018 – 20.06.2023

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.



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.
- Insgesamt haben wir jedoch das Kreditrisiko zu Gunsten des Zinsrisikos reduziert, beispielsweise durch den Ausstieg aus USD-Hochzinsanleihen.

Prognosen

Einschätzungen für ausgewählte Anleihenmärkte



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

	20.06.2023	31.12.2023		30.06.2024	
Leitzinsen und Staatsanleiherenditen (in %)	Aktuell		Ø*		Ø*
USA					
Leitzins	5,00-5,25	5,00-5,25	5,15	4,00-4,25	4,40
10J US-Rendite	3,72	3,60	3,39	3,80	3,29
Eurozone					
Leitzins	4,00	4,25	4,20	4,25	3,90
10J Bund-Rendite	2,40	2,60	2,31	2,80	2,20
Großbritannien					
Leitzins	4,50	5,00	4,95	4,00	4,50
10J Gilts-Rendite	4,33	4,30	3,73	4,20	3,54

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 20.06.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



05

Rohstoffe

Rohöl

Ölpreisentwicklung von Fundamentaldaten entkoppelt

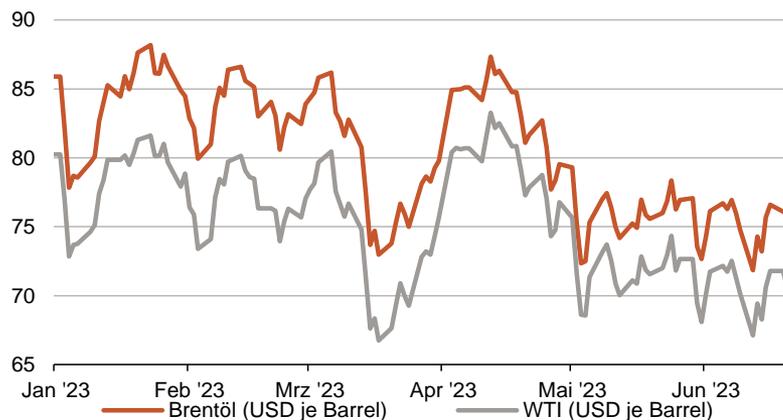


BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Ölpreiserholung steht trotz positiver Entwicklungen noch aus

- Brentöl schwankte im zweiten Quartal zwischen 72 und 88 US-Dollar je Barrel. Dabei waren die Abwärtsbewegungen vor allem durch Konjunktursorgen und systematische Anleger getrieben, weniger durch schlechte Öl-Fundamentaldaten.
- Im Gegenteil: Vieles deutet auf einen knappen Ölmarkt. So verzeichnet China kräftiges Ölnachfragewachstum im Zuge der Öffnung nach Covid-19. In China haben die Raffinerien mit knapp 15 Mio. Barrel pro Tag fast die Rekordniveaus bei der Rohölverarbeitung erreicht. Gleichzeitig stieg die Ölnachfrage im zweiten Quartal auf rekordhohe 16,3 Mio. Barrel pro Tag. Zudem steht die positive Sommer-Saisonalität (Driving-/AirCon-Season) vor der Tür. Auf der Angebotsseite wirkt die OPEC als „Swing Producer“ Nachfrageschwächen weiterhin proaktiv entgegen. Die neuesten Kürzungen Anfang Juni beschränken die Produktion um weitere 1,4 Mio. Barrel pro Tag. Die US-Schieferölindustrie verzeichnet indes eine rückläufige Bohraktivität im Jahresvergleich. Die aktive Frac-Flotte verlängert derzeit zwar die Fördertätigkeit, langfristig bleibt jedoch die Verschlechterung der Förderleistung pro Bohrung ein Problem. Lediglich die Produktion Russlands ist robuster als erwartet. Zudem wurde die strategische Öl-Reserve in den USA wider Erwarten weiter reduziert.
- In Summe bleibt der Ausblick positiv, wenngleich das Potenzial, nachdem sich die Nachfrage in China schon zum Teil erholt und die OPEC ihre Quoten schon gekürzt hat, heute geringer scheint als noch vor einigen Monaten.

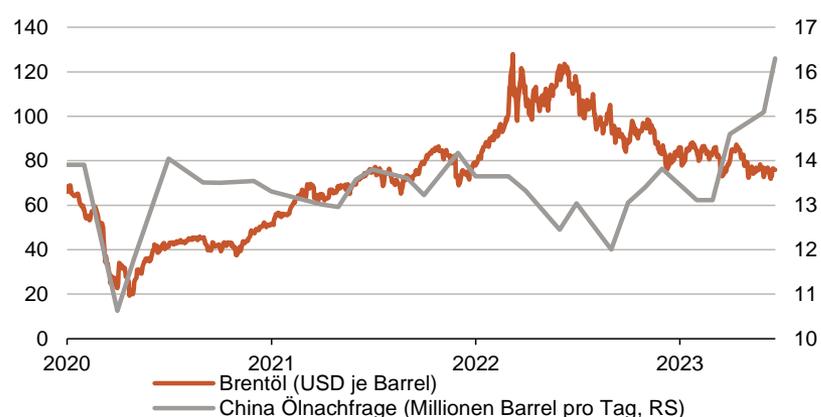
Große Sprünge unter der Oberfläche



Quelle: Bloomberg

Zeitraum: 01.01.2023 – 20.06.2023

Nachfrageerholung in China, aber Ölpreis stagniert



Quelle: Bloomberg, DOE, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2020 – 20.06.2023

Edel- und Industriemetalle

Industriemetalle erneut im Abwärtstrend

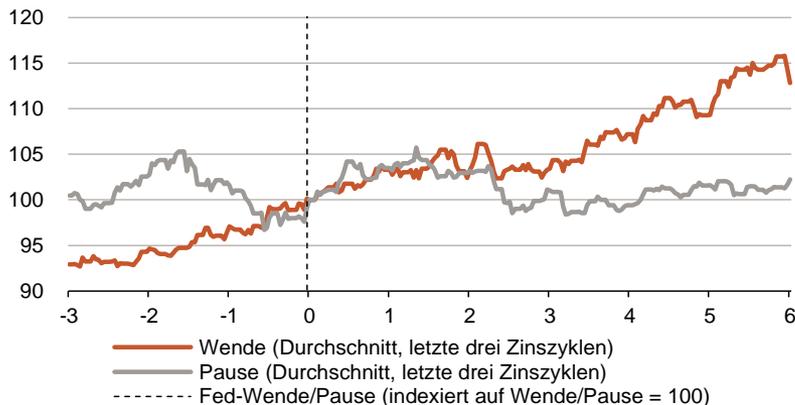

BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Nur durch Fed-Wende nachhaltiger Aufwärtstrend

- Nachdem der Goldpreis Anfang Q2 Richtung Allzeithoch stieg, bewegte sich das Edelmetall im letzten Monat im Bann von Zentralbanken und US-Dollar seitwärts um die Marke von 1.960 USD je Unze.
- Für einen nachhaltigen Aufwärtstrend braucht es aus unserer Sicht weiterhin eine Fed-Wende und damit niedrigere Realzinsen. Obwohl die Fed Mitte Juni keine neuen Zinserhöhungen beschlossen hat, wurden noch mindestens zwei Erhöhungen um 25 Bp bis Jahresende in Aussicht gestellt. Dadurch dürfte das fundamentale Aufwärtspotenzial vorerst begrenzt bleiben. Aufgrund der bestehenden wirtschaftlichen Unsicherheit bleibt Gold jedoch eine wichtige Absicherung von Risikoszenarien.

Erst bei Wende der Fed nachhaltiges Aufwärtspotenzial



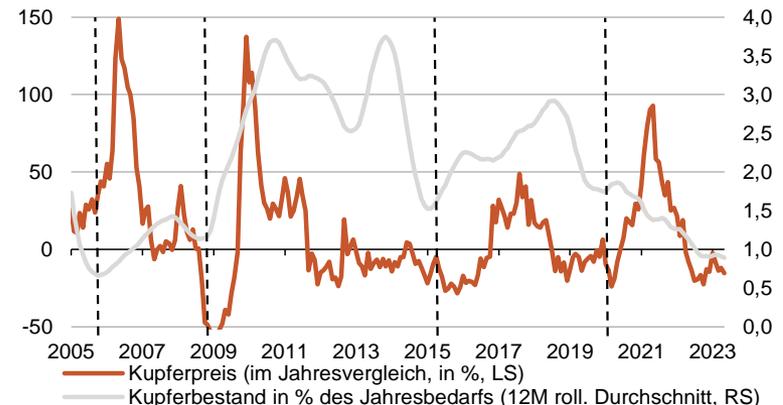
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 05.10.2000 – 31.01.2020

Lagerbestände gering, Nachfrage steigt

- Der Abwärtstrend der Industriemetalle seit Jahresstart setzte sich nach der leichten Erholung bis Mitte Juni zuletzt wieder fort. Die Metallpreise bleiben weiter von der stotternden Erholung Chinas nach der Pandemie, den Effekten der weltweiten Straffung der Geldpolitik und den drohenden Rezessionsrisiken im Westen belastet. Zweifel und Vorsicht an Chinas Fähigkeit das Wachstum anzukurbeln bestehen weiter. Diese hatte zuletzt die Geldpolitik gelockert und breite Konjunkturpakete versprochen.
- Die sehr niedrigen Lagerbestände, wie am Beispiel von Kupfer von zuletzt wieder unter 1% des jährlichen Bedarfs aufgezeigt, verknappten die langfristige Angebotsbilanz. Nachfrageseitig stärkt langfristig die Energiewende.

Angebotsknappheit bedeutet historisch Aufwärtspotenzial



Quelle: WBMS, Bloomberg, eigene Berechnungen

Zeitraum: 01.01.2005 – 31.05.2023

*Quellenwechsel 2018: World Bureau of Metal Statistics (WBMS) zu Bloomberg Intelligence



06

Währungen

Marktentwicklung

Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Euro profitiert von EZB-Entscheidung

- Der Euro hat nach der Zinsentscheidung der EZB etwas mehr als einen Cent zugelegt und notiert nun bei gut 1,09 USD je Euro. Aus charttechnischer Perspektive ist die EUR/USD-Korrektur abgeschlossen, sodass der Euro sich von den Abverkäufen wieder erholt hat.
- Auf längere Sicht bleiben wir für den Euro moderat optimistisch. Allerdings erschwert die konjunkturelle Schwäche in der Eurozone die Erholung. Wir haben unsere Währungsprognose deshalb leicht nach unten angepasst und erwarten zum Jahresende nur noch einen EUR/USD-Wechselkurs bei 1,12 (bisher 1,15).

Wechselkurs EUR/USD



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2018 – 06/2023

Starker Schweizer Franken

- In der Schweiz ist die Inflationsrate im Mai auf 2,16 % (von 2,56 % im April) gefallen. Damit nähert sich die Inflation der 2 %-Marke mit einem großen Schritt an. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) setzt beim Kampf gegen den Preisauftrieb bewusst auf eine starke Währung. Der Franken bleibt in diesem Umfeld mit gut 0,97 Franken je Euro sehr stark.
- Wir haben auch unsere EUR/CHF-Prognose leicht nach unten angepasst und erwarten nun bis zum Jahresende nur noch einen Anstieg des Euro bis zur Parität.

Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Macrobond

Zeitraum: 06/2003 – 06/2023

Prognosen

Einschätzungen der wichtigsten Währungen



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

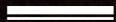
Wechselkursprognosen	20.06.2023	31.12.2023		31.12.2024	
	Aktuell		Ø*		Ø*
EUR/USD	1,09	1,12	1,12	1,15	1,15
EUR/GBP	0,86	0,85	0,88	0,85	0,89
EUR/CHF	0,98	1,00	1,00	1,00	1,01
EUR/JPY	154	146	145	147	144
Veränderung zum Euro (in %)					
USD	-	-2,5	-2,5	-5,1	-5,1
GBP	-	0,6	-2,8	0,6	-3,9
CHF	-	-2,0	-2,0	-2,0	-2,9
JPY	-	5,8	6,5	5,1	7,3

Quelle: Bloomberg, Berenberg per 20.06.2023

*Durchschnitt der Schätzungen anderer Experten (Bloomberg); Konsens



Impressum





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